

ISC
Research

中国上市公司章程
反收购条款效力研究*

* 本课题承接方为同济大学。课题负责人：孙效敏；课题组成员：朱国华、刘洋、陈玉英、纪洪、费璇。

前 言

本课题组选择 500 家上市公司章程作为样本,研究上市公司章程反收购条款现状,经过统计分析发现我国上市公司章程反收购条款并未出现新的类型,但反收购条款的内容却有较大变化。这些反收购条款主要包括董事提名权、分层董事会、“金色降落伞”等。

判断上市公司反收购条款效力的标准有二:其一,不得违反公司法律、法规和规章的强制性规范,这是判断上市公司章程反收购条款效力的主要标准;其二,不得损害公司与中小股东的合法权益,这是判断上市公司章程反收购条款效力的补充标准,即在法律没有明确规定的情况下,才可以适用这一标准。公司法律、法规和规章的强制性规范主要分为以下几类:原则型强制性规范、资格型强制性规范、行权型强制性规范、义务型强制性规范和程序型强制性规范。

上市公司章程通常采用四种方式限制股东的董事候选人提名权:其一是将股东推荐董事候选人的持股比例提高到 3% 以上;其二是将连续持股时间作为股东推荐董事会选人的条件;其三是在提高持股比例的同时附加连续持股时间作为推荐董事候选人资格的条件;其四是直接剥夺恶意并购方的董事候选人提名权。股东作为投资人享有选举与聘任公司管理者的权利,这是《公司法》赋予股东参与公司管理事务的一项最重要的共益权,即行权型强制性规范非依法并经严格的法律程序不得剥夺。因此,任何通过提高持股比例、强加连续持股时间、强制剥夺恶意收购方的董事候选人条款都属于无效条款。

分层分级董事会属于公司自治的范畴,我国有关法律、法规和规章的相关条款对此尚未有强制性的规定。《公司法》第 45 条第 1 款仅规定:“董事任期由公司章程规定,但每届任期不得超过三年。董事任期届满,连选可以连任。”《上市公司收

购管理办法》第8条和第33条,《公司法》第16条、第121条、第142条等也仅对有关反收购行为作出规定。但这并不意味着在任何情况下上市公司章程规定的分层分级董事会条款都合法有效。本课题组认为,分层分级董事会条款不得违反股东资格型与行权型强制性规范,否则无效。换言之,分层分级董事会不得剥夺股东选择公司管理者的权利。

大约有7.5%的上市公司章程规定“金色降落伞”条款。虽然“金色降落伞”条款属于公司自治的范畴,但“金色降落伞”条款规定的补偿金额也不应超过合理的限度。从目前上市公司章程规定的“金色降落伞”条款来看,其规定的补偿金额差距较大,最低补偿金为被解聘董事年薪酬总和的3倍,最高为1000倍。本课题组认为,确定被解聘任期未了的董事及其高级管理人员的补偿金额,不仅不应超过其剩余任期薪酬总和的薪酬,而且一般应为剩余任期薪酬总和的60%~80%。

第一章 中国上市公司章程反收购条款现状研究

一、上市公司章程反收购条款概况

1993年的“宝延风波”打开了我国上市公司收购之门,但真正上市公司收购浪潮的到来却是多年以后的事情。2005年国家分别修订了《公司法》与《证券法》,2006年修订了《上市公司收购管理办法》。这些法律和规章的修订为上市公司收购创造了良好的法律环境,2007年股权分置改革的完成,使得通过交易所收购上市公司的股权成为可能。因此,我国上市公司收购案件大多发生在2007年之后。据李芬芬统计,2014年1月至2017年4月,深市共有221家上市公司发生收购事件241次。从板块分布来看,主板和中小板较为活跃。从占所在板块公司总家数比例来看,主板相较中小板更为活跃。从年份来看,与2014年相比,2015年和2016年明显更加活跃。^①据《法制日报》2017年5月25日报道,上市公司为了应对收购浪潮,已有600余家上市公司在章程中增加反收购条款。^②因此,本课题组选择了500余家上市公司章程进行实证研究,其中80%的上市公司章程中都不同程度地规定了反收购条款。有238家上市公司章程规定了“金色降落伞”条款和分层董事会条款,占比47.6%;几乎100%的上市公司章程都规定了董事选聘条款,但具有反收购意义的董事选聘条款仅占35%。

经过对这500余家上市公司章程的反收购条款研究,本课题组发现目前我国上

^① 参见李芬芬:《2014年以来上市公司收购与反收购情况探析》,载《证券市场导报》2017年第12期。

^② 参见《600多家公司修章程引入反收购条款》,载《法制日报》2017年5月25日,第6版。

市公司章程反收购条款并未出现新的类型,但反收购条款的内容却有较大变化。这些反收购条款主要包括董事选聘权、分层董事会、“金色降落伞”等。至于有关增加信息披露义务、累积投票等不具有典型意义,故本课题不予研究。

二、研究方法

本课题组通过人工从“巨潮资讯网”收集了2017年10月到2018年2月,2017年1月至2月,2005年1月至2月的上市公司章程,总计收集500余份。^①首先随机抽查了100家上市公司的章程,对其进行认真研读后,选择分析这些章程中的反收购条款,并进行科学归纳和分类,其次根据上市公司章程反收购条款的不同类型,确定不同的关键词对其余的400余家上市公司章程进行分析,选择不同类型的反收购条款。总之,以500余家上市公司章程为样本,对其反收购条款进行比较详尽的实证分析研究。

(一)董事候选人提名条款选择

董事候选人提名权,是股东行使公益权的主要方式之一。董事候选人提名权是指在上市公司董事会换届或更换董事会成员或增加新董事会成员时,股东有权向股东大会推荐拟进入董事会的人选,并提交股东大会决议的一项非常重要的公益权。董事候选人提名权是股东在选聘公司管理者时享有的一项主动权,董事候选人选举权是股东在选聘公司管理者时享有的一项被动权。因此,董事候选人提名权比董事候选人选举权更重要。因此,上市公司章程中的董事候选人提名权条款成为社会关注的焦点,几乎100%的上市公司章程都有关于董事候选人提名的条款。

本课题组将“提案、单独或者合并、候选人”等词作为关键词,从500余家上市公司章程中选择董事候选人条款,其依据是2018年3月《002723金莱特章程》、^②

^① 选择2005年的公司章程是为了比较2005年《公司法》修改之前的章程与以后的章程有关条款的变化。

^② 2018年3月《002723金莱特章程》第86条规定:“董事、监事候选人名单以提案的方式提请股东大会审议。董事、监事的提名方式和程序如下:(一)由单独或者合并持有公司3%以上股份的股东向董事会、监事会分别提出,在董事会成员中由单一股东或者具有关联关系的股东提名的董事/监事人数不超过半数。经董事会、监事会分别审议通过后,由董事会、监事会分别向股东大会提出审议并批准……”

2017年6月《千山药机章程》第82条、^①2016年10月《600611大众交通章程》第82条、^②2017年11月《000652泰达股份》第44条、^③2017年5月《000530大冷股份》第5.4条等条款。^④

通过检索发现,几乎100%的上市公司章程都有董事候选人提名条款,但具有反收购作用或意义的条款,仅占35%,且其内容具有很大的差异性:董事候选人提名权的持股比例最低为1%,最高为30%;董事候选人提名连续持股最短时间为3个月,最长时间是5年;0.6%的上市公司章程限制董事候选人资格;1.5%的上市公司章程直接剥夺股东的董事候选人提名权等。

(二) 分层董事会条款的选择

分层董事会条款,又称交错董事会条款、分级分期事会条款,是指每年只能依据公司章程规定改选一定比例的董事,如1/3、1/4、1/5、1/7等。通常的做法是将董事分成几组,每一组可以设置不同的任期,每年只有任期届满的董事会成员才可以改选。其目的是阻止或延缓敌意收购方获取公司控制权。

本课题组在已选定的500余家上市公司章程中,将“选举、更换、不超过、不得超过”等词作为关键词,检索有关上市公司章程中的分层董事会条款。选择关键词的依据是2017年《600811东方集团公司章程》第96条、^⑤2017年11月《000970中

① 2017年6月《千山药机章程》第82条规定:“董事候选人提案的方式和程序为:

(一)公司董事会、单独或合并持有公司3%以上股份的股东有权提名公司非独立董事候选人,提名人提名的候选人人数不得超过拟选举或变更的非独立董事人数。

(二)董事会、监事会、单独或合并持有公司已发行股份1%以上的股东,有权依据法律法规和本章程的规定向股东大会提出独立董事候选人,提名人提名的候选人人数不得超过拟选举或变更的独立董事人数。

(三)董事(包括独立董事)提名人应将董事候选人名单提交给董事会,经董事会决议通过后,由董事会提交股东大会选举。”

② 2016年10月《600611大众交通章程》第82条第4款规定:“……公司股东代表人选由连续5年以上单独持有公司10%以上股份的股东向董事会提名,人选为1名,该名人选应具备丰富的上市公司管理经验且至少在交通运输企业内担任过3年以上中高级职务”。

③ 2017年11月《000652泰达股份》第44条规定:“有下列情形之一的,公司在事实发生之日起2个月以内召开临时股东大会……(三)单独或者合并持有公司有表决权股份总数百分之十(不含投票代理权)以上的股东书面请求时……第(三)项持股股数按股东提出书面要求日计算。”

④ 2017年5月《000530大冷股份》第5.4条规定,有下列情况之一时,应在该等情况发生之日起两个月内召开临时股东大会:(1)董事会认为必要时或监事会提议召开时;(2)单独或者合并持有公司有表决权股份总数10%(含10%、不含投票代理权)以上的股东书面请求时……

⑤ 2017年9月《600811东方集团公司章程》第96条规定:“董事由股东大会选举或更换,任期三年。董事任期届满,可连选连任。董事在任期届满以前,股东大会不能无故解除其职务。董事的更换或增加每年不超过公司原董事总数的1/4,并经出席股东大会的股东(包括股东代理人)所持表决权的3/4以上通过。”

科三环章程》第97条、^①2017年4月《002012 凯恩股份章程》第5.2.2条、^②2018年1月《000923 河北宣工章程》第122条、^③2017年6月《000502 绿景控股章程》第97条、^④2017年1月《600561 江西长运章程》第96条。^⑤

通过检索发现,大约有8%的上市公司章程规定了分层董事会条款,分层董事会条款是上市公司章程中规定的主要反收购条款之一。我国上市公司章程规定分层董事会条款与英美国家的分级分期董事会条款有很大的区别。我国的分层董事会具有如下几个特点:对每年更换董事数量进行限制;对每届更换董事数量进行限制;对每次更换董事数量进行限制;在非换届情况下对更换董事数量进行限制;对于董事的类别更换进行限制。前四种情况包括对于所有董事的更换,最后一种情况针对的是特定董事的更换,使更换董事变得更为苛刻。

(三)“金色降落伞”条款选择

“金色降落伞”条款,是指公司章程规定在发生公司并购或其他特殊事件时,公司根据公司章程规定,一次给予被解聘的任期未届满的董事及其他高级管理人员一定经济补偿的条款。特殊事件主要指公司的控制权或有效控制权的改变,或者公司主要资产所有权的改变。“金色降落伞”一词最早起源于美国,主要应用在收购兼并中对被解雇高层管理人员的补偿,使其即使在公司被收购后短时间内被解雇仍能得到相对丰厚的报酬。在2007年我国股权分置改革基本完成之前,只有少数上市公司章程引进了“金色降落伞”条款,但股权分置改革完成之后,特别是近几年我

^① 2017年11月《000970 中科三环章程》第97条规定:“董事由股东大会选举或更换,任期三年。董事任期届满,可连选连任。董事在任期届满以前,股东大会不能无故解除其职务。……董事会每年更换和改选的董事人数最多为董事会总人数的1/3。”

^② 2017年4月《002012 凯恩股份章程》第5.2.2条规定:“为保持公司经营决策的稳定性和连续性并维护公司和股东的合法利益,在恶意收购的情况下,新改组或换届的董事会成员应至少有三分之二以上的原董事会成员继续留任。”

^③ 2018年1月《000923 河北宣工章程》第122条规定:“董事由股东大会选举和更换,任期三年。董事任期届满,可连选连任。董事在任期届满以前,股东大会不得无故解除其职务。在发生公司恶意收购的情况下,如该届董事会任期届满的,继任董事会成员中应有三分之二以上的原任董事会成员连任;在继任董事会任期未届满的每一年度内的股东大会上改选董事的总数,不得超过本章程所规定董事会组成人数的四分之一。”

^④ 2017年6月《000502 绿景地产章程》第97条第3款规定,董事会每年更换和改选的董事人数最多为董事会总人数的1/3。

^⑤ 2017年1月《600561 江西长运章程》第96条第3款规定:“为保证公司经营决策的稳定性和连续性,在连续十二个月内,因公司股东提议更换的董事人数不得超过全体董事的三分之一;在每届董事会任期届满时,下一届董事会应有三分之二的董事在上一届的董事会成员中提名选举产生,但由董事会以董事会决议的方式作出相反决定的不在此限。”

国上市公司章程条款越来越多地引进“金色降落伞”条款。据 500 余家样本上市公司章程统计分析,目前我国大约有 7.5% 的上市公司章程规定了“金色降落伞”条款。^①

① 在 500 余家样本上市公司章程中,在如下上市公司章程中规定了“金色降落伞”条款:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2016 年 10 月	600611	大众交通章程	第 37 条
2	2017 年 5 月	600635	大众公用章程	第 269 条
3	2017 年 8 月	600089	特变电工章程	第 98 条
4	2017 年 8 月	000726	鲁泰 A 章程	第 96 条
5	2017 年 11 月	002407	多氟多章程	第 101 条、第 121 条
6	2017 年 9 月	002168	深圳惠程章程	第 10 条
7	2017 年 8 月	002443	金洲管道章程	第 10 条
8	2016 年 1 月	600778	友好集团章程	第 5.1.2 条
9	2017 年 1 月	002063	远光软件章程	第 107 条、第 156 条、第 167 条
10	2016 年 8 月	600272	开开实业章程	第 10 条
11	2015 年 12 月	002340	格林美章程	第 96 条
12	2017 年 10 月	600807	天业股份章程	第 110 条
13	2016 年 8 月	002398	建研集团章程	第 10 条
14	2017 年 10 月	002828	贝肯能源章程	第 5.1.2 条、第 6.1 条及第 7.1.3 条
15	2017 年 4 月	600556 ST	慧球章程	第 98 条
16	2017 年 1 月	600561	江西长运章程	第 96 条
17	2017 年 1 月	000611	天首发展章程	第 135 条
18	2017 年 10 月	601811	新华文轩章程	第 193 条
19	2017 年 5 月	600548	深高速章程	第 153 条
20	2017 年 7 月	600871	石化油服章程	第 200 条
21	2017 年 8 月	601375	中原证券章程	第 267 条
22	2016 年 6 月	000039	中集集团章程	第 275 条
23	2017 年 11 月	600029	南方航空章程	第 254 条
24	2017 年 4 月	601228	广州港章程	第 105 条
25	2017 年 4 月	000931	中关村章程	第 96 条
26	2017 年 11 月	600547	山东黄金章程	第 224 条
27	2007 年 6 月	600806 * ST	昆机章程	第 223 条
28	2017 年 11 月	600082	海泰发展章程	第 131 条
29	2017 年 8 月	600326	西藏天路章程	第 102 条
30	2014 年 12 月	600711	盛屯矿业章程	第 106 条
31	2017 年 12 月	000570	苏常柴 A 章程	第 97 条
32	2016 年 6 月	000009	中国宝安章程	第 10 条
33	2017 年 10 月	000861	海印股份章程	第 10 条
34	2014 年 12 月	000929	兰州黄河章程	第 10 条

本课题组在已选定的500余家上市公司章程中,将“报酬、补偿金、并购、聘任合同”等词作为关键词,检索有关上市公司章程中的“金色降落伞”条款。选择关键词的依据为:2017年9月《002168 深圳惠程章程》第10条、^①2018年1月《000611 天首发展章程》第135条、^②2017年8月《600326 西藏天路章程》、^③2017年10月《600807 天业股份章程》第110条、^④2017年8月《601375 中原证券章程》第267条等。^⑤

这些“金色降落伞”条款有一个共同特点,即加大维护董事及其他高管的利益。在公司被收购(无论是敌意收购还是非敌意收购)的情况下,只要发生解聘任期未届满的董事或其他高管,董事及其他高管便可以依据公司章程中的有关条款,获得巨额经济补偿。但在非公司收购情况下,提前解聘董事及其他高管,公司章程并未作出明确规定。因此,“金色降落伞”条款的目的性很强,即针对公司收购与保护董事及其他高管的利益。

① 2017年9月《002168 深圳惠程章程》第10条规定:“当公司被并购接管,在公司董事、监事、总裁和其他高级管理人员任期未届满前如确需终止或解除职务,必须得到本人的认可,且公司须一次性支付其相当于其年薪及福利待遇总和十倍以上的经济补偿,上述董事、监事、总裁和其他高级管理人员已与公司签订劳动合同的,在被解除劳动合同时,公司还应按照《中华人民共和国劳动合同法》、公司相关制度及劳动合同的约定另外支付经济补偿金或赔偿金。”

② 2018年1月《000611 天首发展章程》第135条规定:“高级管理人员任期届满前,公司不得无故解除其职务(辞职除外)。因收购兼并引起公司控制权变化导致高级管理人员被解聘的,收购方(包括间接收购方)应承担原高级管理人员的解聘补偿金。”

③ 2017年8月《600326 西藏天路章程》第102条规定:“公司应和董事签订聘任合同,明确公司与董事间的权利义务、董事的任期、董事违反法律法规和《公司章程》责任以及公司因故提前解除合同的补偿等内容。”

④ 2017年10月《600807 天业股份章程》第110条第5项规定:“收购人因恶意收购行为而成为公司第一大股东或实际控制人的,在公司董事、监事、总经理和其他高级管理人员任期未届满前如确需终止或解除职务,必须得到本人的认可,且公司及/或收购人须一次性支付其相当于前一年年薪总和10倍以上的经济补偿。”

⑤ 2017年8月《601375 中原证券章程》第267条规定:“公司在与公司董事、监事订立的有关报酬事项的合同应当规定,当公司将被收购时,公司董事、监事在股东大会事先批准的条件下,有权取得因失去职位或者退休而获得的补偿或者其他款项。前款所称公司被收购是指下列情况之一:(一)任何人向全体股东提出收购要约;(二)任何人提出收购要约,旨在使要约人成为控股股东。如果有关董事、监事不遵守本条规定,其收到的任何款项,应当归那些由于接受前述要约而将其股份出售的人所有,该董事、监事应当承担因按比例分发该等款项所产生的费用,该费用不得从该等款项中扣除。”

第二章 判断反收购条款效力的标准

标准是衡量事物的准则。判断上市公司章程反收购条款法律效力的标准,理应是法律、法规和规章等公司法律规范。但公司法律规范,根据当事人是否可以在法律行为中排除适用,可以将其分为强制性规范与任意性规范。强制性公司法律规范与任意性公司法律规范的区分,是公司法理论和实践中一个根本性的问题。^① 这个问题也从另一个角度回答了上市公司章程自治的界限和反收购条款效力的问题。因为,任何上市公司章程条款的增减、制定或修改都不可以逾越强制性公司法律规范。这样,上市公司章程中反收购条款也不能逾越强制性公司法律规范。因此,判断反收购条款是否合法有效的标准之一,就是必须符合强制性公司法律规范。但如何判断公司法律规范是强制性规范还是任意性规范,却是智者见智仁者见仁。

值得注意的是,公司章程条款的修改虽然不违反强制性公司法律规范,但并不一定有效。这是因为公司法律法规本身的不完备性,导致强制性公司法律规范存在固有的缺陷。为了弥补这一缺陷,将不得损害公司和中小股东的利益作为判断上市公司章程反收购条款效力的补充标准,即只有在没有强制性公司法律规范的情况下,才可以适用不得损害公司和中小股东利益的标准。

^① 王毓莹:《公司章程自治研究》,中国政法大学民商法系2005年博士学位论文,第72页。

一、不得违反强制性公司法律规范

(一)不得违反强制性公司法律规范的原因分析

1. 委托—代理关系决定反收购条款不得违反强制性公司法律规范

强制性公司法律规范是法定的,不容许当事人之间通过协议变更。上市公司是一个开放性公司,规模大、股东人数众多,是所有权与管理经营权分离的典型形式。在两权分离的情况下,公司所有人与控制权人的目标在大多数情况下是一致的,但也可能不一致。一般来说,公司经营的好坏直接影响股东与管理层的收益。公司绩效好可以增加股东和公司管理层(董事及其他高管)的收益,也能满足董事及其他高级管理人员的“虚荣心”。但对于公司的所有人或股东来说,他们以投资收益的形式瓜分公司的利润,其获取利润最大化的欲望十分强烈,或者说股东投资的目的就是谋求收益最大化。而对于公司管理层来说,他们只是上市公司的经营者,对公司资产具有一定的控制权,其收入高低多寡并不完全与公司的盈利成正比,公司利润最大化也不意味着管理层的收益最大化。但公司的绩效在一定程度上与董事及其他高管付出的劳动成正比,他们会根据其收入与劳动强度决定其工作的积极性。因此,董事及其他高管追求利润最大化的积极性远不如股东。

值得注意的是,由于上市公司“所有权与经营权分离”,公司股东与董事及其他高管之间产生一种特殊的委托—代理关系。^① 股东通过股东大会选举董事,组成董事会,董事会聘任经理及其他高管,而且这种特殊的委托—代理关系完全不同于民事代理,董事及其他高管对公司的经营管理不仅拥有充分的经营权,而且拥有相当的自治权。正因为这种特殊的委托—代理关系,一旦董事及其他高管的利益与公司的利益不一致时,就可能出现董事及其他高管为了自己的利益而损害公司的利

^① 大陆法系与英美法系对此有不同的理论解释。大陆法系国家和地区认为,公司董事、经理与公司间的关系属民法上的代表关系或委任关系。如《日本商法》第254条第3项规定,公司与董事间的关系,依照有关委任的规定。我国台湾地区“公司法”第192条规定,公司与董事之间关系,除另有规定外,依“民法”关于委任之规定。“后者优于前者”,参见张开平:《英美公司董事法律制度研究》,法律出版社1998年版,第309页;另见梁宇贤:《公司法论》,台北,三民书局股份有限公司1993年版,第106页、第109页。普通法系国家认为,董事为公司的受托人或与公司间存在信托关系。See Gower, *Gower's Principles of Modern Company Law* (Fifth ed. Sweet & Maxwell), 1992, pp. 500 - 501.

益,其主要形式是“掏空行为”。这种公司股东与董事的利益冲突,决定了公司法必须划定董事权利的边界,一旦逾越此边界应属违法。因此,公司法律制度赋予董事的权利不仅是强制性法律规范,而且不得作扩大解释。上市公司章程反收购条款涉及扩大董事会权利的条款应属无效。

2. 股东缺陷决定反收购条款不得违反强制性公司法律规范

所谓股东缺陷,是指股东意思表示瑕疵,包括中小股东“搭便车”的同意、信息不对称的同意、名义的同意、胁迫的同意、无可奈何的同意等。^①造成股东意思表示瑕疵既有客观原因,也有主观原因。前者如信息不对称问题等。上市公司股东与管理层存在严重的信息不对称问题,董事掌握公司更多的经营信息,而股东则掌握较少的公司经营信息,甚至不掌握公司的经营信息。比如在股东参与修改公司章程投票时,股东一般不清楚公司章程的修改是否有利于股东,其投票同意或反对并非完全符合自己的真实意图。后者如董事会通过诱使股东通过不利于己的提案。如管理层把有利于与不利于股东的议案捆绑起来,同时向股东大会提出,要求股东投票。例如,股东想要得到现金分红的实惠,就必须同时批准向经理支付高额退休金的计划。还有就是“斗鸡”,“斗鸡”指管理层可以把某项有利于己的议案作为为公司提供有效经营的交换条件,如果股东大会拒绝此项议案,则会出现两败俱伤的局面。在“斗鸡博弈”中,如果两只斗鸡互不相让,势必两败俱伤;如果一只退缩,则坚持前进者大获全胜,退缩者损失惨重。^②

3. 控股股东诚信缺失决定反收购条款不得违反强制性公司法律规范

目前我国《公司法》第147条和第148条明确规定,董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程,对公司负有忠实义务和勤勉义务。不得利用职权收受贿赂或者其他非法收入;不得侵占公司的财产;不得挪用公司资金;不得将公司资金以其个人名义或者以其他个人名义开立账户存储;不得违反公司章程的规定,未经股东会、股东大会或者董事会同意,将公司资金借贷给他人或者以公司财产为他人提供担保;不得违反公司章程的规定或者未经股东会、股东大会同

^① 对此美国学者艾森伯格教授对此有精辟论述,参见[美]艾森伯格:《公司法的结构》,张开平译,载王保树主编:《商事法论集》(第3卷),法律出版社1999年版,第407~411页。汤欣对此也有较深的论证,参见汤欣:《论公司法的性格——强行法抑或任意法?》,载《中国法学》2001年第1期。

^② 张维迎:《博弈论与信息经济学》,上海三联书店、上海人民出版社1996年版,第20~21页。

意,与本公司订立合同或者进行交易;不得未经股东会或者股东大会同意,利用职务便利为自己或者他人谋取属于公司的商业机会,自营或者为他人经营与所任职公司同类的业务;不得接受他人与公司交易的佣金归为己有;不得擅自披露公司秘密;不得违反对公司忠实义务的其他行为。可见《公司法》对董事、监事及其他高管的忠实义务与勤勉义务有明确的规定,而对控股股东的忠实与勤勉义务尚未有明确规定,但这并非等于没有规定。我们可以从《公司法》第20条与第21条窥视到控股股东忠实与勤勉义务。

我国《公司法》第20条第2款规定:“公司股东滥用股东权利给公司或者其他股东造成损失的,应当依法承担赔偿责任。”第21条第1款规定:“公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员不得利用其关联关系损害公司利益。”据此,控股股东的诚信缺失,是指控股股东对公司和中小股东没有尽到勤勉和忠实义务,而造成公司和中小股东利益损害的行为。或者说控股股东为了实现个人利益最大化而滥用控制权,损害其他股东的利益和公司的整体利益,扰乱市场经济秩序的行为。控股股东诚信缺失主要表现为违规减持、关联交易、操纵市场、操纵利润分配、侵吞公司财产等行为。特别是控股股东利用“资本多数决”原则,在修改公司章程时,操纵股东大会通过对中小股东和公司不利的章程修正案,制定不利于中小股东的反收购条款就是其中之一。因此,控股股东诚信缺失,成为公司法律限制控股股东或公司实际控制人权利的理由之一。

通过上述分析,公司章程自由的空间不得超越强制性公司法律规范,否则无效,对此我国不少学者也进行了深入研究。^①

(二)公司法律规范分类

1. 公司法律规范分类的标准

学界对公司法律规范分类主要有二分法与三分法之分。二分法是学界对私法分类的主要方法之一,在传统的私法领域占有十分重要的地位,对我国私法学界有着极其重大的影响,也是被众多学者接受的一种分类方法。商法学者将这种分

^① 贺少峰:《违反公司法强制性规范行为的效力》,载《法律适用》2009年第6期;牛晓:《从公司法强制性规范看公司章程自治》,载《知识经济》2010年第19期;董慧凝:《论公司法强制性规范与公司章程自由》,载《中国社会科学院研究生院学报》2007年第6期;张恋华、胡铁红、沙洵:《与公司法强制性规范冲突的公司章程条款无效》,载《人民司法》2008年第8期。

类方法引入公司法领域,将公司法律规范分为强制性规范与任意性规范,其目的之一,是科学区分公司章程的自由空间与非自由空间。这种区分直接影响公司章程条款的增减、制定或修订的“度”。罗培新教授虽然没有对公司法律规范直接进行分类,但他在《公司法强制性与任意性边界之厘定:一个法理分析框架》一文中论证了如何甄别公司强制性规范与任意性规范,即“1. 结构性与分配性规则宜为任意性规范,而信义义务规则为强制性规范。2. 赋权性与补充性规则为任意性规则,其他规则为强制性规则”;^①张恋华等法官在审理有关案件时直接将公司法律规范分为强制性规范与任意性规范,并以此判断公司章程条款增减或修订的效力;^②董慧凝教授似乎在《论公司法强制性规范与公司章程自由》一文中,将公司法律规范分为强制性规范与任意性规范;^③郭锐教授也在《商事组织法中的强制性和任意性规范——以董事会制度为例》一文中,将公司法律规范分为强制性规范与任意性规范,^④但他强调指出,立法对强制性和任意性规范的配置应以法律实效的实质分析为基础,而不应取决于规范类型是任意性规范还是强制性规范。最特别的是汤欣教授,他将有限责任公司法律规范与股份有限公司法律规范分别界定,他认为有限责任“公司法中的规则可分为普通规则与基本规则两种,前者指有关公司的组织、权力分配和运作及公司资产和利润分配等普通制度的规则,后者指有关公司内部关系(主要包括管理层和公司股东、大股东和小股东之间的关系)等基本制度的规则”,而“股份有限公司法应以任意法抑或强行法为基调,取决于上述公司决策机制的运行规律及其可能出现的问题,此种问题与股东和管理层之间效用函数的差异及市场规律对此种差异的限制和整合作用密切相关”。^⑤

公司法律规范三分法主要是境外学者对公司法律规范分类,我国学界虽然也对三分法进行了一定的研究,但主要是对境外学者的观点介绍或移植,如朱慈蕴教授在《公司章程两分法论——公司章程自治与他治理理念的融合》一文中,将公司

^① 罗培新:《公司法强制性与任意性边界之厘定:一个法理分析框架》,载《中国法学》2007年第4期。

^② 张恋华、胡铁红、沙洵:《与公司法强制性规范冲突的公司章程条款无效》,载《人民司法》2008年第8期。

^③ 董慧凝:《论公司法强制性规范与公司章程自由》,载《中国社科院研究生院学报》2007年第6期。

^④ 郭锐:《商事组织法中的强制性和任意性规范——以董事会制度为例》,载《环球法学评论》2016年第2期。

^⑤ 汤欣将公司法律规范分为普通规范和基本规范。参见汤欣:《论公司法的性格——强行法抑或任意法?》,载《中国法学》2001年第1期。

法律规范分为“强制型规则、赋权型规则和补充型或任意型规则”;^①董慧凝在《论公司法强制性规范与公司章程自由》一文中指出“依照规范对公司章程的影响程度强弱、是否允许由当事人缔约而改变其内涵和规范的表现形式,可以将公司法规范分类为:强制性规范、补充性规范和赋权性规范”。^② 境外学者在论证三分法时又形成不同的观点:美国法学教授梅尔文·阿伦·艾森伯格(Melvin Aron Eisenberg)将公司法律规范分为赋权型规范(enabling rules)、补充型或任意型规范(suppletory or default rules)和强制型规范(mandatory rules);^③牛津大学的布莱恩·R. 柴芬斯(Brian R. Cheffins)的分类是强制适用规范、许可适用规范和推定适用规范。^④ 虽然三分法的分类标准略有不同,但都是在二分法基础之上衍生出来的,是对任意性公司法律规范的再分类。因此,二分法是法律规范最基本和最主要的分类。

2. 公司法律规范分类的意义

学者之所以对公司法律规范分类不同,其主要原因是,每位学者想要达到的研究目的不同。我们研究公司法律规范分类的目的,主要是厘清上市公司在制定章程或修订章程时,哪些条款股东可以自由选择,哪些条款不得自由选择。据此,二分法对于本课题希望达到的目标具有较大的帮助。因为,二分法的标准是以当事人是否可以通过自由的意思排除法律规范的适用为标准,如果可以通过当事人的意思或相互之间的协商而排除法律规范的适用,则该规范为任意性规范;反之为强制性规范。正如有学者所说的:“任意规定与强行规定之区别在‘当事人’是否得依其意思或依其与相对人之合意拒绝系争规定之适用或修正其规定之内容。若然,则它便是任意规定;否则,便是强行规定。”^⑤但这种二分法只是理论上的分类,并不完全符合我国《公司法》的实际。其主要原因是,立法者在制定《公司法》时,对某些公司法律问题认识不清晰,或者语言表达不够准确等诸多因素都可能造

^① 朱慈蕴:《公司章程两分法论——公司章程自治与他治理理念的融合》,载《当代法学》2006年第5期。

^② 董慧凝:《论公司法强制性规范与公司章程自由》,载《中国社会科学院研究生院学报》2007年第6期。

^③ See Melvin A. Eisenberg, “The Structure of Coporation Law”, *Colum. L. Rev.*, 1989, pp. 1461 - 1529. [美] 艾森伯格:《公司法的结构》,张开平译,载王保树主编:《商事法论集》(第3卷),法律出版社1999年版,第391页。也有学者对艾森伯格的观点进行批判,参见 Fred S. Mcchesney, “Economics, Law, and Science in The Corporate Field: A Critique of Eisenberg”, *Columbia Law Review*, 1989, pp. 1530 - 1549。

^④ [加拿大] 布莱恩·R. 柴芬斯:《公司法:理论、结构和运作》,林华伟、魏旻译,法律出版社2001年版,第234~238页。

^⑤ 黄茂荣:《法学方法与现代民法》,中国政法大学出版社2001年版,第124页。

成《公司法》条款用词含混不清,游离于强制性规范和任意性规范之外。正如有学者指出:“公司法规则的强制性与任意性,事实上并不存在非此即彼、泾渭分明的分野。”^①但并不是说无法区别《公司法》中的强制性规范与任意性规范,更不是区分《公司法》中的强制性规范与任意性规范毫无意义。因此,为了达到我们研究的目的,我们在此也采用二分法为主,将三分法(将公司法律规范分为赋权型规范、补充型或任意型规范和强制型规范)作为补充,研究上市公司章程反收购条款的法律效力问题。

(三) 强制性公司法律规范分类

目前学界在研究公司法律规范分类时,重点研究强制性公司法律规范与任意性法律规范,研究强制性公司法律规范分类的文献较少。即使有学者研究,也是研究民商法的强制性法律规范分类。虽然公司法也属于商法的一部分,但公司法律规范有其自身的特点,与民商事法律规范有较大的区别。一般民商事法律规范只调整商事主体之间的外部关系,即平等主体之间的债法关系,很少调整民商事主体内部关系。公司法律规范则不同,既调整公司外部关系(公司与其他民商主体之间的关系),也调整股东之间、股东与公司之间、公司机构权限划分等内部关系。因此,在调整外部关系时,强制性公司法律规范与强制性民商事法律规范几乎是一致的,但调整公司内部关系的强制性公司法律规范要比民商法强制性法律规范宽泛得多。

董慧凝教授指出,按照强制性规范的特征和存在的正当性基础,上市公司法律强制性规范主要应包括以下几类:“第一,公司和公司机关的设立;第二,公司机关的职权及之间的职权划分;第三,公司机关行使决策权的条件和保证表决程序公正性的条件;第四,公司、管理层向股东的信息披露;第五,董事、监事、高级管理人员的核心的忠诚义务和注意义务;第六,会造成公司结构变化的重大的交易事项。”^②蒋建湘教授认为,根据强制性的来源与性质对商法强制性规范可以进行如下分类:自治型强制性规范、国家确认型强制性规范和国家介入型强制性规范。^③根据我国现行《公司法》及其有关法律的规定,上市公司章程反收购条款涉及的强制性规范

① 罗培新:《公司法强制性与任意性边界之厘定:一个法理分析框架》,载《中国法学》2007年第4期。

② 董慧凝:《论公司法强制性规范与公司章程自由》,载《中国社科院研究生院学报》2007年第6期。

③ 蒋建湘:《商法强制性规范的类型、性质与边界》,载《法学杂志》2012年第7期。

主要有如下几类。

1. 原则型强制规范

上市公司章程的修改不得违背《公司法》的基本原则,诸如同股同权原则、资本多数决原则等。公司法的基本原则是连接公司的根本目的或宗旨与具体规则的纽带,体现公司法的社会价值。因此,公司法基本原则具有强制性,公司章程中的反收购条款如果违反基本原则应属无效。《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,每股应当支付相同额。”第103条第1款规定“股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权”。据此,我国不承认“双重股权结构甚至多重股权结构”。^①任何违反同股同权原则,在公司章程中设立双重股权的反收购条款均属无效。

2. 资格型强制规范

上市公司章程的修改不得违背《公司法》有关股东、董事、监事及其他高管资格的条款。资格型强制规范有两类:一类是消极资格型强制规范;另一类是积极资格型强制规范。不仅公司董事、监事、高级管理人员任职时必须具备积极资格型强制规范并排除消极资格型强制规范,而且公司董事、监事、高级管理人员在任职之后,不具备积极资格型强制规范或具备消极资格型强制规范也应解除其职务。虽然《公司法》第146条规定仅规定了消极资格强制型规范,^②但不等于说我国对公司董事、监事、高级管理人员没有积极资格强制型规范,只不过我国对公司董事、监事、高级管理人员规定的积极资格强制型规范散见于有关法律法规中。我国《公司法》第146条第2款同时规定,公司违反消极型资格强制规范,选举、委派董事、监事或者聘任高级管理人员的,该选举、委派或者聘任无效。董事、监事、高级管理人员在

^① 百度在美国上市后将股份分为A股与B股。A股每股一个投票权,B股每股10个投票权,但A股与B股收益完全一样。因此,在双重股权结构中,A类股与B类股只是投票权不同,分红权等其他权利是完全相同的,其目的是让公司创始人股东等拥有更多控制权。

^② 《公司法》第146条规定:“有下列情形之一的,不得担任公司的董事、监事、高级管理人员:(一)无民事行为能力或者限制民事行为能力;(二)因贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序,被判处有期徒刑,执行期满未逾五年,或者因犯罪被剥夺政治权利,执行期满未逾五年;(三)担任破产清算的公司、企业的董事或者厂长、经理,对该公司、企业的破产负有个人责任的,自该公司、企业破产清算完结之日起未逾三年;(四)担任因违法被吊销营业执照、责令关闭的公司、企业的法定代表人,并负有个人责任的,自该公司、企业被吊销营业执照之日起未逾三年;(五)个人所负数额较大的债务到期未清偿。”

任职期间出现违反消极型资格强制规范,公司应当解除其职务。《公司法》第117条第4款规定,董事、高级管理人员不得兼任监事。因此,在《公司法》等法律和法规规定的消极资格型强制规范和积极资格型强制规范之外,公司章程中反收购条款既不得设置严于有关法律和法规规定的积极资格型强制规范,也不得设置宽于法律和法规规定的消极资格型强制规范。

2017年4月《002012凯恩股份章程》第5.1.2条第2款应属无效条款。该款规定:“在发生公司恶意收购的情况下,为保证公司及股东的整体利益以及公司经营稳定性,收购方及其一致行动人提名的董事候选人应当具有至少五年以上与公司目前(经营、主营)业务相同的业务管理经验,以及与其履行董事职责相适应的专业能力和知识水平。”

3. 行权条件型强制规范

行权条件型强制规范,是指股东、董事和监事行使权力必须符合《公司法》有关行权条件的规定。诸如《公司法》第100条第3项规定,单独或者合计持有公司10%以上股份的股东请求时,可以召开临时股东大会;第102条第2款规定,单独或者合计持有公司3%以上股份的股东,可以在股东大会召开10日前提出临时提案并书面提交董事会。任何上市公司章程反收购条款对股东提案权进行限制,提高股东持股比例,增加持股期限等都是无效的。^①如2017年11月《000970中科三环章程》第53条规定:“公司召开股东大会,董事会、监事会以及连续180日以上单独或者合并持有公司3%以上股份的股东,有权向公司提出提案。连续180日以上单独或者合计持有公司3%以上股份的股东,可以在股东大会召开10日前提出临时提案并书面提交召集人。”该条款规定股东必须连续持股180日才能享有提案权,这在一定程度上限制了股东提案权的资格,违反股东行权资格条件,应属无效条款。

4. 义务型强制规范

我国《公司法》《上市公司收购管理办法》等法律、法规和规章对上市公司(目标公司)、董事、监事与其他高级管理人员和收购人规定了众多义务型强制规范,诸

^① 2018年5月上海市奉贤区法院在审理中证中小投资者服务中心诉上海海利生物技术股份有限公司一案中,支持中证中小投资者服务中心的诉讼请求,判决海利生物公司章程中对单独或合计持股3%以上股东的董事提名权增加“持股90日以上”的条件,违反了《公司法》及相关规定,建议取消此限制类条款。

如《公司法》第147条规定董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务;第148条规定董事、监事、高级管理人员不得为的八种行为;第115条规定公司不得直接或间接向董事、监事、高级管理人员提供借款;第116条规定公司应当向股东披露董事、监事、高级管理人员薪酬的义务等义务型强制规范。《上市公司收购管理办法》第3条以及其他条款规定的有关各方的信息披露义务;第7条规定目标公司的控股股东或者实际控制人不得滥用股东权利损害目标公司或者其他股东的合法权益;第8条规定目标公司的董事会既不得滥用职权对收购设置不适当的障碍,也不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助。从某种意义上说,《上市公司收购管理办法》共10章90条主要是义务型强制规范。一旦上市公司章程反收购条款违反义务型强制规范,应属无效。

5. 程序型强制规范

程序型强制规范包括《公司法》规定的股东大会召集程序和表决程序、董事会的召集程序和表决程序以及股东行权程序等。违反《公司法》及其他有关法律法規规定的程序型强制规范,可能直接导致决议无效或可能被撤销,或者失去行权资格等法律后果,这是程序正义的必然要求。如《公司法》第102条第1款规定:“召开股东大会会议,应当将会议召开的时间、地点和审议的事项于会议召开20日前通知各股东;临时股东大会应当于会议召开15日前通知各股东;发行无记名股票的,应当于会议召开30日前公告会议召开的时间、地点和审议事项。”如果召开股东大会的通知不符合上述规定可能导致决议无效或被撤销。

二、不得损害公司及中小股东的利益

我国《公司法》第216条和《上市公司收购管理办法》第84条分别规定了控股股东与实际控制人和控制权,但没有规定中小股东的概念,其他有关法律法規也没有界定中小股东,学界对中小股东的认识也不统一。不过2015年深圳证券交易所《上市公司规范运作指引》第2.2.7条规定:“……中小投资者是指除公司董事、监事、高级管理人员以及单独或者合计持有公司5%以上股份的股东以外的其他股东。”本课题组所说的中小股东是指与控股股东和实际控制人相对应的一个概念,即不是控股股东或实际控制人,就是中小股东,而非单独或者合计持有公司5%以

上股份的股东,但公司的董事、监事及其他高级管理人员除外。

之所以将不得损害公司与中小股东保护的利益作为判断反收购条款是否合法有效的依据,其主要原因有二:其一是公司所有权与经营权分离产生公司管理层与公司之间的代理问题;其二是资本多数决产生中小股东与控股股东之间的代理问题。由于第一个原因上述已作了论证,其根本原因在于公司管理层与公司的利益并非总是一致的,在发生冲突的情况下,尤其是在公司遭遇恶意收购的情况下,董事、监事及其他高级管理人员可能面临被解聘的风险,公司管理层有可能采取不利于公司发展和损害中小股利益的反收购措施,尽管这些反收购措施须经过股东大会决议通过。为了杜绝公司管理层在应对恶意并购时所采取的反收购措施损害公司和中小股东的利益,有必要将不得损害公司和中小股东的利益,作为判断章程中反收购条款是否有效的依据。

我国《公司法》第 103 条和第 126 条不仅规定了一股一权,同股同权的原则,也规定了普通决议事项和特别决议事项。一股一权和同股同权体现了股权平等原则。无论是普通决议事项,还是特别决议事项都体现了资本多数决原则。资本多数决原则是指无论普通决议事项,还是特别决议事项在股东大会上都要依据少数服从多数的原则作出决议,只不过普通决议事项必须经出席会议的股东所持表决权过半数通过,特别决议事项必须经出席会议的股东所持表决权的 2/3 以上通过。资本多数决的目的主要是公平保护出资者的利益和提高股东大会的工作效率。

资本多数决有利于公平保护出资者的利益和提高股东大会决议的效率,但也容易造成控股股东或实际控制人“代理”中小股东。因此,资本多数决原则可以使控股股东或实际控制人利用其持有的公司部分股份支配公司的其余股份,将自己的意志“强加”给中小股东;也可以利用其控制权谋求私利,损害公司和中小股东的利益。童丽芳等 13 人诉上海康达化工有限公司修改章程无效一案,充分说明大股东利用资本多数决原则在股东大会上通过不利于中小股东的公司章程修订案。^①正因如此,公司章程反收购条款即使不违反强制性公司法律规范,也不能侵害公司和中小股东的利益,否则该反收购条款无效。

^① 一审:(2006)浦民二(商)初字第 2800 号;二审:(2007)沪一中民三(商)终字第 172 号。

第三章 董事选聘条款效力研究

一、问题的提出

在我国上市公司章程反收购条款中,最引人关注的是董事选聘权条款。董事选聘权,是股东作为投资人享有选举与聘任董事的一项基本权利,是《公司法》赋予股东的一项最重要的公益权。董事选聘权主要包括董事候选人提名权与股东在股东大会投票选举董事权。董事候选人提名权是一项积极的权利,董事选举权是一项消极的权利。或者说董事候选人提名权是一项主动的权利,董事选举权是一项被动的权利。从某种意义上说,董事候选人提名权比董事选举权更加重要。这是由董事候选人提名程序与股东投票选举董事程序有先后之分所决定的。因此,为了达到反收购的目的,上市公司往往在公司章程中通过设定股东推荐董事候选人的条件,阻止收购方获得目标公司的控制权,或者延期收购方获得目标公司的控制权,或者增加收购方获得目标公司控制权的成本。

本课题组随机抽查 2017 年 10 月至 2018 年 2 月 500 余家新修订的上市公司章程,发现 100% 的上市公司章程具有董事候选人提名条款,但具有反收购意义的条款有如下四个特点:第一,股东享有董事候选人提名权的条件宽严不一,与现行法律、法规和规章有关条款不一致或冲突。第二,推选董事候选人的名额分配不规范,显失公平。第三,直接剥夺股东的董事候选人提名权。^① 第四,尚未充分发挥累积投票制积极作用,不利于保护中小股东的合法利益。针对这些问题,本课题进行了深入研究探讨,提出一管之见。

^① 2017 年 6 月《000761 本钢板材章程》第 82 条第 1 款规定:“董事、监事候选人名单由控股股东推荐,公司当届(或前届)董事会提出,以提案的方式提请股东大会表决。”

二、限制董事候选人提名权现状研究

上市公司章程限制股东推荐董事候选人的方法主要有三种:一是上市公司章程增加享有董事候选人提名权股东的持股比例;二是上市公司章程增加享有董事候选人提名权股东的持股时间;三是上市公司章程直接规定限制恶意收购方的董事候选人提名权。

(一) 提高持股比例

我国相关法律、法规和规章对股东享有董事候选人推荐权的持股比例尚未有直接规定,但我国《公司法》第102条第2款规定“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东,可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会”。《上市公司章程指引》第53条规定“公司召开股东大会,董事会、监事会以及单独或者合并持有公司3%以上股份的股东,有权向公司提出提案”,第82条规定“董事、监事候选人名单以提案的方式提请股东大会表决”。据此学界一般认为,单独或者联合持有公司3%以上股份的股东享有董事候选人提名权,并以提案的方式将董事候选人的提案提交股东大会投票选举。事实上,在本课题组选择的500余份样本上市公司章程中也有48%的上市公司章程将持股比例3%作为股东提案权的条件,但仍有52%的上市公司章程规定的董事候选人提名权持股比例不规范。其中,规定董事候选人提名权的持股比例最低为1%,最高为30%。前者如2017年4月《002266 浙富控股章程》第82条规定单独或者合并持有公司有表决权股份总数1%以上的股东享有董事候选人提名权,^①后者如2017年3月《002497 雅化集团章程》第97条规定,单独持有或合并持有公司发行在外股份总数的30%以上有表决权的股东才享有董事候选人提名权。^②可见,上市公司章程规定享有董事候选人提名权的股东持股比例,不仅不规范,而且也与现行法律、法规和规章规定不一致,甚至存在冲突。

^① 2017年4月《002266 浙富控股章程》第82条第2款规定,(1)董事候选人由董事会、单独或者合并持有公司有表决权股份总数1%以上的股东提名推荐,提名候选人人数不得超过拟选举或变更的董事人数。经董事会讨论通过形成提案后,提交股东大会决议……

^② 2017年3月《002497 雅化集团章程》第97条第3款规定……(2)单独持有或合并持有公司发行在外股份总数的30%以上有表决权的股东可以向公司董事会提出董事或由股东代表出任的监事候选人,但提名的人数必须符合章程的规定,并且不得多于拟选人数……

值得特别注意的是,在计算持股比例时是否包括股票代理权,各上市公司章程的规定也不一致。如2015年9月6家上市公司章程规定,计算持股比例时不包括股票代理权。^①所谓投票代理权,即为股票所有人授权他人代表自己在股东大会上行使投票权。如果提案权的持股比例不包括投票代理权,就意味着股东必须自己持有3%以上的股份,否则不享有董事候选人推荐权。

为了深入了解我国上市公司章程有关股东推荐董事候选人的持股比例变化,本课题组选择了《公司法》第一次修订之前的2005年1~2月修订的上市公司章程,与2018年1~2月修订的上市公司章程进行比较研究,^②发现2005年有95%的上市公司章程规定持有或合并持有公司有表决权股份总数5%以上的股东才享有董事提名权,而2018年1~2月有80%以上的上市公司章程规定持有或合并持有公司有表决权股份总数3%以上的股东就可以享有董事提名权,这充分说明在这12年期间,上市公司章程的修改朝着有利于保护中小股利益的方向发展,并逐步与《公司法》及相关规定的持股比例3%保持一致。

另外,本课题组又从500余家上市公司章程中,选择350家样本上市公司章程进行详尽分析,^③发现其中有240家上市公司章程规定股东单独或者合计持有公司3%股份的,可以享有董事提名权,^④占比68.6%;有62家上市公司章程规定股东单

① 这6家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2013年5月	600570	恒生电子章程	第82条
2	2016年7月	600363	联创光电章程	第83条(二)
3	2017年4月	002012	凯恩股份章程	第4.6.8条
4	2016年5月	600730	中国高科章程	第82条
5	2014年7月	600601	方正科技章程	第83条
6	2017年8月	000726	鲁泰A章程	第82条

② 这里仅统计2005年1~2月与2018年1~2月修订的公司章程,不包括尚未修订但仍然有效的章程。

③ 包括2018年1月新修订的上市公司章程与虽然没有修订但仍然有效的上市公司章程。

④ 这240家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改日期	股票代码	章程名称	章程条款
1	2015年12月	300247	乐金健康章程	第82条
2	2017年8月	002452	长高集团章程	第82条
3	2017年4月	000931	中关村章程	第82条

续表

序号	章程(制定)修改日期	股票代码	章程名称	章程条款
4	2017年12月	600691	阳煤化工章程	第96条
5	2017年5月	000530	大冷股份章程	第5.13条
6	2016年11月	002342	巨力索具章程	第81条
7	2016年12月	002144	宏达高科章程	第83条
8	2016年3月	002469	三维工程章程	第84条
9	2017年10月	002334	英威腾章程	第82条(一)
10	2017年4月	000403	ST生化章程	第81条
11	2017年9月	000793	华闻传媒章程	第82条
12	2017年5月	002379	宏创控股章程	第82条、第96条
13	2017年6月	002130	沃尔核材章程	第82条
14	2014年8月	600133	东湖高新章程	第82条
15	2016年10月	300135	宝利国际章程	第82条
16	2017年8月	600552	凯盛科技章程	第82条
17	2017年8月	600234	ST山水章程	第86条
18	2017年12月	002337	赛象科技章程	第85条(一)
19	2016年2月	600739	辽宁成大章程	第82条
20	2017年5月	000702	正虹科技章程	第91条
21	2017年2月	002428	云南锗业章程	第82条
22	2017年5月	600978	宜华生活章程	第82条(一)
23	2016年4月	300287	飞利信章程	第82条
24	2016年5月	600222	太龙药业章程	第82条
25	2016年11月	300231	银信科技章程	第97条、第158条
26	2017年11月	600152	维科精华章程	第82条
27	2017年12月	300245	天玑科技章程	第82条
28	2017年8月	002045	国光电器章程	第95条
29	2016年12月	603658	安图生物章程	第82条(一)
30	2016年12月	600299	安迪苏章程	第82条
31	2017年10月	601811	新华文轩章程	第73条
32	2017年7月	600871	石化油服章程	第132条
33	2017年8月	300690	双一科技章程	第85条
34	2017年12月	600578	京能电力章程	第58条
35	2017年7月	002120	韵达股份章程	第84条
36	2016年7月	002461	珠江啤酒章程	第82条

续表

序号	章程(制定)修改日期	股票代码	章程名称	章程条款
37	2017年8月	601375	中原证券章程	第119条
38	2017年10月	300581	晨曦航空章程	第84条
39	2017年9月	603040	新坐标章程	第82条
40	2017年10月	300521	爱司凯章程	第82条
41	2016年12月	002647	民盛金科章程	第82条
42	2017年10月	603326	我乐家居章程	第84条(三)
43	2017年7月	002880	卫光生物章程	第82条
44	2016年8月	300533	冰川网络章程	第83条
45	2017年4月	603078	江化微章程	第85条
46	2016年10月	002728	特一药业章程	第82条
47	2017年12月	600419	天润乳业章程	第82条
48	2015年6月	600860	*ST京城章程	第114条
49	2016年5月	600132	重庆啤酒章程	第84条
50	2017年12月	002335	科华恒盛章程	第82条
51	2017年3月	300174	元力股份章程	第82条
52	2017年9月	603668	天马科技章程	第84条
53	2013年11月	601933	永辉超市章程	第84条
54	2015年8月	002062	宏润建设章程	第82条
55	2017年4月	002118	紫鑫药业章程	第85条
56	2017年6月	002591	恒大高新章程	第82条
57	2017年6月	600886	国投电力章程	第5.1.3条、第7.1.4条
58	2015年11月	600960	渤海活塞章程	第82条
59	2017年6月	600280	中央商场章程	第58条、第89条
60	2017年10月	603128	华贸物流章程	第83条
61	2017年10月	300208	恒顺众昇章程	第82条
62	2017年8月	603030	全筑股份章程	第82条
63	2017年3月	300222	科大智能章程	第82条
64	2017年4月	002027	分众传媒章程	第84条
65	2017年6月	600825	新华传媒章程	第82条
66	2017年12月	300279	和晶科技章程	第83条
67	2017年5月	300540	深冷股份章程	第60条
68	2017年8月	300497	富祥股份章程	第82条
69	2017年4月	300380	安硕信息章程	第84条(三)
70	2017年8月	300297	蓝盾股份章程	第77条

续表

序号	章程(制定)修改日期	股票代码	章程名称	章程条款
71	2017年7月	002640	跨境通章程	第83条
72	2017年4月	002512	达华智能章程	第85条
73	2017年8月	002615	哈尔斯章程	第82条
74	2016年4月	300211	亿通科技章程	第83条
75	2016年10月	002695	煌上煌章程	第80条(一)
76	2017年10月	002732	燕塘乳业章程	第82条、第136条
77	2017年11月	300392	腾信股份章程	第83条
78	2017年6月	002199	东晶电子章程	第82条
79	2017年4月	000333	美的集团章程	第85条
80	2017年3月	000005	世纪星源章程	第82条
81	2017年6月	000554	泰山石油章程	第83条
82	2017年12月	000570	苏常柴A章程	第83条(二)
83	2017年8月	000636	风华高科章程	第87条
84	2017年5月	000680	山推股份章程	第83条
85	2017年4月	000762	西藏矿业章程	第94条
86	2017年12月	000777	中核科技章程	第84条
87	2017年9月	000835	长城动漫章程	第83条(二)
88	2017年8月	000886	海南高速章程	第82条
89	2016年11月	000955	欣龙控股章程	第56条
90	2017年11月	002072	凯瑞德章程	第82条
91	2017年7月	002073	软控股份章程	第82条
92	2017年3月	002106	莱宝高科章程	第82条
93	2016年8月	002115	三维通信章程	第82条
94	2017年3月	002148	北纬科技章程	第61条
95	2016年9月	002161	远望谷章程	第82条(一)
96	2015年9月	002167	东方锆业章程	第82条(一)
97	2016年4月	002222	福晶科技章程	第82条
98	2017年6月	002230	科大讯飞章程	第82条
99	2016年6月	002263	大东南章程	第82条
100	2017年10月	002312	*ST三泰章程	第83条
101	2017年9月	002339	积成电子章程	第82条
102	2015年12月	002340	格林美章程	第82条
103	2016年3月	002400	省广集团章程	第82条
104	2016年12月	002521	齐峰新材章程	第82条

续表

序号	章程(制定)修改日期	股票代码	章程名称	章程条款
105	2017年9月	002649	博彦科技章程	第82条
106	2017年4月	300025	华星创业章程	第82条
107	2017年10月	300047	天源迪科章程	第82条
108	2017年7月	300053	欧比特章程	第82条
109	2015年5月	300088	长信科技章程	第82条
110	2017年1月	300170	汉得信息章程	第82条
111	2016年10月	300185	通裕重工章程	第82条
112	2017年4月	600495	晋西车轴章程	第102条(一)
113	2015年7月	600496	精工钢构章程	第82条
114	2017年6月	600462	九有股份章程	第82条(一)
115	2017年4月	600470	六国化工章程	第82条
116	2017年6月	600630	龙头股份章程	第82条
117	2017年8月	600789	鲁抗医药章程	第83条
118	2017年4月	601258	庞大集团章程	第74条
119	2016年4月	002883	中设股份章程	第83条
120	2014年12月	600711	盛屯矿业章程	第86条
121	2016年9月	600303	曙光股份章程	第83条
122	2017年12月	600678	四川金顶章程	第82条
123	2017年4月	603323	吴江银行章程	第76条
124	2017年9月	600545	卓郎智能章程	第82条
125	2016年8月	600252	中恒集团章程	第82条
126	2015年5月	600106	重庆路桥章程	第82条
127	2017年4月	600210	紫江企业章程	第96条
128	2017年1月	000859	国风塑业章程	第83条
129	2017年8月	300189	神农基因章程	第82条
130	2017年4月	300096	易联众章程	第82条
131	2017年4月	600846	同济科技章程	第96条
132	2017年11月	601058	赛轮金宇章程	第83条
133	2017年7月	600112	*ST天成章程	第83条
134	2017年3月	002580	圣阳股份章程	第82条
135	2017年12月	600877	*ST嘉陵章程	第83条
136	2015年4月	002629	仁智股份章程	第84条
137	2017年7月	000751	锌业股份章程	第85条
138	2017年7月	300157	恒泰艾普章程	第82条

续表

序号	章程(制定)修改日期	股票代码	章程名称	章程条款
139	2017年4月	600355	精伦电子章程	第82条
140	2017年12月	600212	江泉实业章程	第82条
141	2017年8月	002443	金洲管道章程	第81条
142	2012年3月	002655	共达电声章程	第82条
143	2017年12月	000720	新能泰山章程	第84条
144	2017年7月	603637	镇海股份章程	第82条
145	2017年6月	000017	深中华A章程	第84条
146	2017年5月	600237	铜峰电子章程	第82条
147	2017年7月	000731	四川美丰章程	第84条(一)
148	2015年3月	300111	向日葵章程	第82条
149	2017年6月	002755	东方新星章程	第82条
150	2017年4月	300137	先河环保章程	第83条
151	2017年12月	603559	中通国脉章程	第84条
152	2017年7月	000511	*ST烯碳章程	第82条
153	2017年3月	300077	国民技术章程	第82条
154	2016年6月	600401	*ST海润章程	第81条(一)
155	2016年5月	000707	双环科技章程	第82条
156	2017年11月	600608	*ST沪科章程	第82条
157	2015年12月	002052	同洲电子章程	第137条
158	2017年3月	600187	国中水务章程	第82条
159	2017年6月	002126	银轮股份章程	第82条
160	2017年5月	600108	亚盛集团章程	第82条
161	2017年10月	000571	新大洲A章程	第82条
162	2017年7月	600127	金健米业章程	第100条
163	2017年8月	002559	亚威股份章程	第82条
164	2017年8月	000952	广济药业章程	第82条
165	2016年3月	600756	浪潮软件章程	第82条
166	2015年7月	002448	中原内配章程	第82条
167	2017年9月	000589	黔轮胎A章程	第83条
168	2017年4月	600360	华微电子章程	第96条
169	2017年12月	000008	神州高铁章程	第82条
170	2017年5月	000301	东方市场章程	第69条
171	2017年6月	000404	华意压缩章程	第82条
172	2017年9月	000521	美菱电器章程	第83条

续表

序号	章程(制定)修改日期	股票代码	章程名称	章程条款
173	2016年3月	000613	*ST东海A章程	第82条
174	2017年4月	000725	京东方A章程	第96条
175	2017年11月	000997	新大陆章程	第83条
176	2015年4月	002198	嘉应制药章程	第82条
177	2016年12月	002205	国统股份章程	第83条
178	2016年12月	002328	新朋股份章程	第5.03条
179	2016年3月	002360	同德化工章程	第84条
180	2017年8月	002431	棕榈股份章程	第84条
181	2017年12月	002456	欧菲科技章程	第82条
182	2018年1月	002471	中超控股章程	第105条
183	2017年3月	002606	大连电瓷章程	第81条
184	2016年10月	002622	永大集团章程	第82条
185	2017年10月	300010	立思辰章程	第84条
186	2017年12月	300012	华测检测章程	第82条
187	2017年11月	600199	金种子酒章程	第82条
188	2016年9月	600351	亚宝药业章程	第82条
189	2017年1月	600561	江西长运章程	第82条
190	2017年12月	600794	保税科技章程	第80条
191	2017年5月	600898	三联商社章程	第82条
192	2017年4月	601599	鹿港文化章程	第82条
193	2016年4月	600076	康欣新材章程	第87条
194	2017年9月	600128	弘业股份章程	第90条
195	2017年12月	600171	上海贝岭章程	第82条
196	2017年3月	600284	浦东建设章程	第82条
197	2016年6月	600285	羚锐制药章程	第82条
198	2017年5月	600352	浙江龙盛章程	第82条
199	2017年6月	600354	敦煌种业章程	第86条
200	2017年12月	600408	安泰集团章程	第82条
201	2017年4月	600425	青松建化章程	第82条
202	2017年12月	600448	华纺股份章程	第87条
203	2014年6月	600487	亨通光电章程	第82条
204	2016年7月	600537	亿晶光电章程	第82条
205	2016年10月	600692	亚通股份章程	第82条
206	2017年7月	600696	*ST匹凸章程	第82条

续表

序号	章程(制定)修改日期	股票代码	章程名称	章程条款
207	2017年9月	600718	东软集团章程	第82条
208	2017年3月	600732	ST新梅章程	第82条(三)
209	2017年6月	600879	航天电子章程	第86条
210	2016年12月	600908	无锡银行章程	第71条
211	2017年3月	600966	博汇纸业章程	第82条
212	2017年6月	601558	*ST锐电章程	第83条
213	2017年9月	000019	深深宝A章程	第85条(二)
214	2017年6月	000036	华联控股章程	第82条
215	2017年12月	000701	厦门信达章程	第84条
216	2017年7月	000779	三毛派神章程	第82条
217	2015年12月	000812	陕西金叶章程	第83条
218	2017年11月	000897	津滨发展章程	第86条
219	2015年9月	002023	海特高新章程	第103条
220	2017年11月	002082	栋梁新材章程	第82条(一)
221	2017年10月	002097	山河智能章程	第87条
222	2017年3月	002163	中航三鑫章程	第82条(一)
223	2017年11月	002240	威华股份章程	第82条(一)
224	2017年5月	002255	海陆重工章程	第82条
225	2017年4月	002405	四维图新章程	第83条
226	2014年12月	002447	壹桥股份章程	第4.25条
227	2017年9月	002449	国星光电章程	第84条
228	2017年11月	002457	青龙管业章程	第82条
229	2017年8月	300017	网宿科技章程	第82条
230	2017年3月	300035	中科电气章程	第82条
231	2015年12月	300036	超图软件章程	第82条
232	2017年2月	300139	晓程科技章程	第82条
233	2017年7月	300216	千山药机章程	第82条
234	2017年7月	300238	冠昊生物章程	第82条
235	2017年11月	300264	佳创视讯章程	第87条
236	2015年9月	300295	三六五网章程	第82条
237	2016年12月	002031	巨轮智能章程	第91条
238	2017年3月	600830	香溢融通章程	第82条
239	2017年8月	600853	龙建股份章程	第84条(一)
240	2017年4月	300004	南风股份章程	第4.53条

独或者合计持有公司5%以上股份的,才可以享有董事提名权,^①占比17.7%;有26

① 这62家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改日期	股票代码	章程名称	章程条款
1	2016年8月	600571	信雅达章程	第82条
2	2017年8月	603868	飞科电器章程	第82条(三)
3	2017年2月	603169	兰石重装章程	第82条
4	2017年11月	600029	南方航空章程	第188条、第221条
5	2017年4月	603099	长白山章程	第84条(二)
6	2017年6月	600598	北大荒章程	第84条
7	2017年8月	603456	九州药业章程	第82条(一)(三)
8	2017年11月	600547	山东黄金章程	第115条
9	2017年10月	300072	三聚环保章程	第82条
10	2017年6月	600882	广泽股份章程	第95条
11	2014年3月	002043	兔宝宝章程	第82条
12	2017年8月	000012	南玻A章程	第82条(二)
13	2017年7月	000055	方大集团章程	第84条
14	2014年10月	000153	丰原药业章程	第82条
15	2014年12月	000416	民生控股章程	第82条(一)
16	2017年6月	000502	绿景控股章程	第83条
17	2015年9月	000507	珠海港章程	第82条
18	2017年9月	000553	沙隆达A章程	第82条(一)
19	2016年7月	002319	乐通股份章程	第80条
20	2015年3月	300074	华平股份章程	第82条、第96条
21	2009年9月	600107	美尔雅章程	第82条
22	2016年6月	600653	申华控股章程	第82条
23	2017年8月	600089	特变电工章程	第84条
24	2017年9月	600645	中源协和章程	第82条
25	2017年10月	000851	高鸿股份章程	第80条
26	2017年7月	002014	恒宝股份章程	第82条
27	2017年8月	000930	中粮生化章程	第82条(一)
28	2015年5月	000573	粤宏远A章程	第85条
29	2017年7月	600760	中航沈飞章程	第82条
30	2016年4月	000996	中国中期章程	第85条
31	2016年12月	600110	诺德股份章程	第83条(一)

续表

序号	章程(制定)修改日期	股票代码	章程名称	章程条款
32	2017年9月	000682	东方电子章程	第82条
33	2016年6月	600405	动力源章程	第98条
34	2015年7月	600130	波导股份章程	第96条
35	2016年5月	600423	*ST柳化章程	第105条(二)
36	2012年8月	600247	ST成城章程	第80条
37	2017年7月	600596	新安股份章程	第83条
38	2016年9月	600851	海欣股份章程	第82条
39	2017年4月	600843	上工申贝章程	第82条
40	2017年2月	002207	淮油股份章程	第32条
41	2017年6月	000016	深康佳A章程	第65条
42	2017年8月	000726	鲁泰A章程	第82条
43	2016年11月	000948	南天信息章程	第82条(二)
44	2015年3月	600125	铁龙物流章程	第82条
45	2015年9月	600135	乐凯胶片章程	第98条
46	2017年4月	600367	红星发展章程	第82条
47	2017年5月	601616	广电电气章程	第82条
48	2016年10月	600193	创兴资源章程	第82条(一)
49	2017年4月	600330	天通股份章程	第88条
50	2017年9月	600689	上海三毛章程	第82条
51	2017年12月	600742	一汽富维章程	第82条
52	2017年10月	600807	天业股份章程	第82条
53	2017年3月	601678	滨化股份章程	第84条(二)
54	2017年11月	000505	珠江控股章程	第82条(一)
55	2017年4月	000509	华塑控股章程	第82条
56	2016年6月	000592	平潭发展章程	第85条
57	2016年6月	000632	三木集团章程	第82条
58	2016年5月	000816	智慧农业章程	第86条(二)
59	2017年7月	000915	山大华特章程	第82条
60	2017年12月	002005	德豪润达章程	第82条
61	2017年4月	002022	科华生物章程	第4.59条
62	2013年4月	300029	天龙光电章程	第82条

家上市公司章程规定股东单独或者合计持有公司10%以上股份的,才可以享有董事提名权,^①占比7.4%;有1家上市公司章程规定股东单独或联合持有公司20%以上股份,才可以享有董事提名权;^②有14家上市公司章程规定单独持有或合并持有

① 这26家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2017年3月	002533	金杯电工章程	第83条
2	2017年4月	601228	广州港章程	第86条
3	2017年3月	000516	国际医学章程	第102条
4	2017年7月	000790	泰合健康章程	第82条(一)
5	2017年12月	600698	湖南天雁章程	第86条
6	2015年10月	600375	华菱星马章程	第82条
7	2016年8月	600838	上海九百章程	第82条
8	2017年9月	600797	浙大网新章程	第96条(二)
9	2002年6月	600158	中体产业章程	第83条
10	2016年9月	002331	皖通科技章程	第82条
11	2016年4月	300498	温氏股份章程	第86条
12	2008年4月	000917	电广传媒章程	第82条
13	2014年4月	600311	荣华实业章程	第84条
14	2016年8月	600186	莲花健康章程	第82条(二)
15	2015年11月	000659	*ST中富章程	第96条(一)
16	2016年11月	000510	金路集团章程	第82条(一)
17	2016年10月	600611	大众交通章程	第82条
18	2017年9月	000589	黔轮胎A章程	第83条
19	2016年4月	000616	海航投资章程	第82条
20	2016年8月	002630	华西能源章程	第102条
21	2016年1月	600063	皖维高新章程	第82条
22	2017年4月	600328	兰太实业章程	第83条
23	2014年4月	600880	博瑞传播章程	第81条(一)
24	2017年10月	600209	罗顿发展章程	第82条
25	2014年4月	300028	金亚科技章程	第102条
26	2017年5月	002285	世联行章程	第83条(一)

② 2017年6月《600635大众公用章程》第79条第2款规定:“……更换董、监事会成员以及修改公司章程的议案,须连续三年以上单独持有公司20%以上股份的股东方有资格提出。”

公司有表决权股份总数 1% 以上的股东,就可以享有董事提名权,^①占比 4%。此外,2017 年 6 月《600200 江苏吴中章程》将董事提名权的持股比例提高至 8%;2017 年 3 月《002497 雅化集团章程》将董事候选人提名权的持股比例提高至 30%。这是目前规定持股比例最高的上市公司章程。

上述统计数据告诉我们,上市公司章程对享有董事候选人推荐权的股东持股比例的规定极其不规范,仍然有大约 28% 的上市公司章程规定持股超过 3%,才享有董事候选人推荐权,直接剥夺了部分股东的董事候选人推荐权或提名权;有大约 4% 的上市公司章程规定的持股比例低于 3%,赋予更多的中小股东董事候选人提名权。但问题是低于 3% 持股比例是否有利于保护中小股东利益,也值得研究。

(二) 增加持股时间

我国现行的《公司法》《证券法》《上市公司收购管理办法》等法律、法规和规章均未对股东推荐董事候选人的连续持股时间作出明确规定,但不少上市公司为了阻止恶意收购,在公司章程中不仅明确规定股东持股比例,而且规定股东连续持股时间。其实质是上市公司企图通过设置持股时间,延缓收购方获取目标公司的控制权,或者阻却收购方收购目标公司,实现反收购的目的。公司章程规定持股时间

① 这 14 家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2017 年 4 月	600350	山东高速章程	第 83 条
2	2015 年 4 月	002418	康盛股份章程	第 82 条
3	2017 年 8 月	000595	*ST 宝实章程	第 81 条
4	2016 年 3 月	002176	江特电机章程	第 82 条
5	2017 年 4 月	002266	浙富控股章程	第 82 条(一)
6	2016 年 6 月	000422	湖北宜化章程	第 82 条(二)
7	2016 年 4 月	600868	梅雁吉祥章程	第 96 条
8	2016 年 10 月	600527	江南高纤章程	第 4.5.6 条(三)
9	2017 年 5 月	000537	广宇发展章程	第 82 条(二)
10	2017 年 12 月	002420	毅昌股份章程	第 82 条
11	2017 年 11 月	600995	文山电力章程	第 82 条
12	2016 年 4 月	002008	大族激光章程	第 84 条
13	2016 年 8 月	002133	广宇集团章程	第 85 条
14	2017 年 4 月	300020	银江股份章程	第 82 条(三)

作为股东推荐董事候选人的条件是否合法有待进一步研究。

从500份样本上市公司章程中可以发现,最低持股时间为3个月,最高时间是5年。前者如2017年9月《600797浙大网新章程》第96条,^①后者如2016年10月《600611大众交通章程》第82条。^②其中规定股东必须连续持股90天以上的有2016年10月《300333兆日科技章程》等5家上市公司章程;^③规定连续持股180天以上的有2016年10月《000691亚太实业章程》等31家上市公司章程;^④规定连续

① 2017年9月《600797浙大网新章程》第96条第4款第2项规定:“董事由股东大会从董事会或连续持三个月持有公司发行股份百分之十以上(含百分之十)的股东提名的董事候选人(独立董事候选人除外)中选举产生。”

② 2016年10月《600611大众交通章程》第82条第4款规定:“……公司股东代表人由连续5年以上单独持有公司10%以上股份的股东向董事会提名,人选为1名,该名人选应具备丰富的上市公司管理经验且至少在交通运输企业内担任过3年以上中高级职务。”

③ 这5家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2017年9月	300436	广生堂章程	第86条
2	2016年11月	002474	榕基软件章程	第82条(一)
3	2017年8月	000726	鲁泰A章程	第82条
4	2016年3月	002467	二六三章程	第83条
5	2016年7月	300152	科融环境章程	第80条(一)

④ 这31家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2017年8月	603868	飞科电器章程	第82条(三)
2	2014年11月	002557	洽洽食品章程	第82条
3	2017年12月	000065	北方国际章程	第83条
4	2016年5月	300505	川金诺章程	第82条
5	2017年11月	600547	山东黄金章程	第115条
6	2014年12月	300409	道氏技术章程	第86条
7	2017年4月	300463	迈克生物章程	第85条
8	2017年8月	000012	南玻A章程	第82条(二)
9	2015年9月	000410	沈阳机床章程	第81条
10	2017年9月	000553	沙隆达A章程	第82条(一)
11	2017年1月	002063	远光软件章程	第85条
12	2016年7月	002319	乐通股份章程	第80条
13	2017年12月	600499	科达洁能章程	第84条
14	2017年8月	600089	特变电工章程	第84条

持股 180 个交易日以上的有 2017 年 6 月《000502 绿景控股章程》等 2 家上市公司章程；^①规定连续持股 1 年以上的有 2017 年 7 月《000055 方大集团章程》等 7 家上市公司章程；^②规定连续持股半年以上的有 2017 年 6 月《600200 江苏吴中章程》和

续表

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
15	2017 年 8 月	600326	西藏天路章程	第 83 条
16	2016 年 1 月	600778	友好集团章程	第 4.4.2 条
17	2016 年 6 月	000422	湖北宜化章程	第 82 条(二)
18	2017 年 11 月	601099	太平洋章程	第 82 条
19	2017 年 7 月	002154	报喜鸟章程	第 82 条
20	2015 年 5 月	000573	粤宏远 A 章程	第 85 条
21	2008 年 4 月	000917	电广传媒章程	第 82 条
22	2016 年 4 月	000996	中国中期章程	第 85 条
23	2016 年 1 月	600556	ST 慧球章程	第 83 条
24	2016 年 5 月	600423	*ST 柳化章程	第 105 条(二)
25	2016 年 4 月	600868	梅雁吉祥章程	第 96 条
26	2017 年 7 月	600596	新安股份章程	第 83 条(二)
27	2017 年 4 月	000705	浙江震元章程	第 53 条
28	2017 年 9 月	000589	黔轮胎 A 章程	第 83 条
29	2017 年 1 月	000006	深振业 A 章程	第 83 条
30	2016 年 9 月	000413	东旭光电章程	第 83 条
31	2013 年 4 月	300029	天龙光电章程	第 82 条

① 这 2 家上市公司章程为：

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2016 年 8 月	002133	广宇集团章程	第 85 条
2	2017 年 10 月	002139	拓邦股份章程	第 82 条(三)

② 这 7 家上市公司章程为：

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2017 年 3 月	000516	国际医学章程	第 102 条
2	2017 年 12 月	600698	湖南天雁章程	第 86 条
3	2017 年 4 月	002476	宝莫股份章程	第 89 条
4	2016 年 4 月	300498	温氏股份章程	第 86 条
5	2017 年 10 月	600101	明星电力章程	第 95 条
6	2017 年 9 月	600689	上海三毛章程	第 82 条
7	2016 年 5 月	600138	中青旅章程	第 88 条

2016年8月《600186 莲花健康章程》2家上市公司章程;规定连续持股24个月以上的有2015年3月《600125 铁龙物流章程》1家上市公司章程;规定连续持股3年的有2017年6月《600635 大众公用章程》1家上市公司章程;规定连续持股5年的有2016年10月《600611 大众交通章程》1家上市公司章程。总之,大约有15.7%的上市公司章程规定了持股时间和持股比例,直接剥夺了部分股东的董事提名权。

(三)限制恶意收购方的董事候选人提名权

限制恶意收购方的董事候选人提名权,主要有两种方法:其一是增加恶意收购方持股时间同时限制董事候选人提名人数;其二是增加被提名董事候选人的限制条件,即要求恶意收购方推荐的董事候选人与目标公司股东推荐的董事候选人任职条件不同,形成差别待遇。前者如2018年1月《002340 格林美章程》第102条规定:“若公司被恶意收购并由此导致公司控股股东、实际控制人发生变动的,变动后的公司控股股东、实际控制人在其实际控制公司之日起三年内无权向公司提名累计超过半数的董事人选。非经公司股东大会以特别决议通过,公司修改本章程时不得对本款规定进行修改。”后者如2017年4月《002012 凯恩股份章程》第5.1.2条第2款规定:“在发生公司恶意收购的情况下,为保证公司及股东的整体利益以及公司经营的稳定性,收购方及其一致行动人提名的董事候选人应当具有至少五年以上与公司目前(经营、主营)业务相同的业务管理经验,以及与其履行董事职责相适应的专业能力和知识水平。”

三、董事候选人名额分配现状研究

董事候选人名额分配是事关公司控制权的大事,无论目标公司还是收购方都十分关注这一问题。董事候选人名额分配不公平,不仅直接影响公司内部治理结构,也影响公司收购方的决策,不利于保护中小股东的利益。2012年格力电器选举第九届董事会董事时,第一大股东珠海格力集团推荐董某某、周某某、鲁某某、黄某为公司第九届董事会董事候选人,第二大股东河北京海担保投资公司推荐张某某为董事会董事候选人,耶鲁大学(Yale University)和鹏华基金管理有限公司(合计持股超3%)联合推荐冯某某为公司第九届董事会董事候选人,公司董事会推荐朱

某某、钱某某、贺某某为公司第九届董事会独立董事候选人。^①在股东大会选举中除周某某落选外,其余候选人均有成功等选。有学者曾对此提出质疑,^②第一大股东持股 18.22% 推荐 4 名董事候选人,而第二大股东河北京海担保投资公司持股 9.38% 仅推荐 1 名董事候选人,确定推荐董事候选人名额的依据是什么? 不解决这一问题,不利于我国上市公司发展。从 500 余家样本上市公司章程中可以发现,董事候选人推荐名额分配主要有如下几类。

(一) 平均分配董事候选人名额

平均分配董事候选人名额是指,公司章程规定,每一个享有董事候选人提名权的股东可以推荐数额相同的董事候选人。在实践中分为两种情况:一种情况是不限制每位股东董事候选人提名数量,但不能超过董事会组成人员总数。如 2016 年 10 月《000782 美达股份章程》第 82 条规定:“单独或合并持有公司 10% 以上股份的股东(含实际控制人、关联企业、一致行动人。下同)可以提名董事、监事候选人,但不得多于拟选人数。”另一种情况是限制每位股东董事候选人提名数量。如 2017 年 8 月《000930 中粮生化章程》第 82 条(一)规定:“董事、非职工监事候选人由上届董事会、监事会提名或由单独或者合并持有公司发行在外有表决权股份总数的 5% 以上股东以书面形式提出,每一单独或共同提名股东提名董事候选人不超过 3 人,提名监事候选人不超过一人。”2017 年 8 月《600089 特变电工章程》第 84 条、2018 年 3 月《000930 中粮生化章程》第 82 条、2017 年 4 月《002012 凯恩股份章程》第 5.2.2 条、2017 年 9 月《600545 卓郎智能章程》第 82 条、2017 年 11 月《600887 伊利股份章程》第 96 条、2017 年 12 月《000783 长江证

^① 参见《珠海格力电器股份有限公司八届二十四次董事会决议公告》(2012-24)。

^② 熊锦秋:《上市公司董事提名机制不能再模糊下去了》,载《上海证券报》2012 年 6 月 1 日, F07 版。

券章程》第84条等也有类似规定。^①

董事候选人名额平均分配给每一位享有董事候选人推荐权的股东,看似有利于保护中小股东的利益,其实不然。这是因为股东大会在选举董事时采取资本多数决规则,一股一个投票权。如果不实行累积投票制度,中小股东推荐的董事候选人很难在董事选举中获胜。

(二)按照持股比例递增分配董事候选人名额

上市公司章程规定,根据股东的持股比例递增,确定提名董事候选人的名额。在实践中有两种情况:一种情况是规定股东持股每增加一定的比例,可以增加1个董事候选人名额,上不封顶,如2016年5月《600138 中青旅章程》规定,股东每增加持股5%可以增加提名1位董事候选人;2016年1月《000677*ST海龙章程》规定,股东每增加持股10%,可以增加提名1位董事候选人。^②另一种情况是规定股东持股每增加一定的比例,可以增加1个董事候选人名额,但上封顶。如2016年9月《000821 京山轻机章程》第82条第5款规定:“董事会换届、每届董事会任职期间改选董事(包括免职、增补、更换等情形)时,单独或合计持有公司股份3%以上至10%以下的股东只能提名1名董事候选人;单独或合计持有公司发行股份10%以

^① 2017年8月《600089 特变电工章程》第84条规定:“连续180日以上单独或合并持有公司有表决权的股份总数的5%以上的股东可以提名董事、监事候选人。该提案可提名不超过全体董事1/4,全体监事1/3的候选人名额,且不得多于拟选人数。”2018年3月《000930 中粮生化章程》第82条规定:“(一)董事、非职工监事候选人由上届董事会、监事会提名或由单独或者合并持有公司发行在外有表决权股份总数的3%以上股东以书面形式提出,每一单独或共同提名股东提名董事候选人不超过三人,提名监事候选人不超过一人……”(2017年8月要求5%)2017年4月《002012 凯恩股份章程》第5.2.2条第3款规定:“董事会成员中由单一股东或者具有关联关系的股东提名的董事人数不超过半数,且独立董事中至少一名由中小股东提名的候选人担任。”2017年9月《600545 卓郎智能章程》第82条规定:“董事、监事候选人名单以提案的方式提请股东大会决议。公司董事会、监事会、单独或者合并持有公司已发行股份3%以上的股东可以提出董事、监事候选人,但股东可提名人数不超过全体董事1/4,全体监事1/3的候选人名额,且不得超过拟选人数。”2017年11月《600887 伊利股份章程》第96条第2款规定:“董事会换届选举时,更换董事不得超过全体董事的三分之一;每一提案所提候选人不得超过全体董事的三分之一。临时股东大会选举或更换(不包括确认董事辞职)董事人数不得超过现任董事的四分之一。”2017年12月《000783 长江证券章程》第84条规定:“董事、监事候选人名单以提案的方式提请股东大会表决。董事会、监事会应当事先向股东提供董事、监事的简历和基本情况;单独或者合并持有公司有表决权股份总数的3%以上的股东可以提名董事、监事候选人,每一提案可提名董事和监事候选人的人数不超过2名。”

^② 2016年5月《600138 中青旅章程》第88条规定:“单独持有或合并持有公司发行在外有表决权股份总数的百分之五以上,且持股时间超过一年的股东,每百分之五的股份可以提名一名非独立董事候选人。”2016年1月《000677*ST海龙章程》第82条规定:“董事、监事提名的方式和程序:(一)任何持有或者合并持有公司发行在外有表决权的股份总数3%以上的股东以及董事会、监事会有权分别提名董事或监事候选人。单独或合并持有公司股份3%的股东可以提名一名董事候选人或独立董事候选人,每增加10%,可以增加提名一名董事候选人或独立董事候选人……”

上的股东提名的董事候选人不得超过董事会人数的1/3。”公司章程有类似规定的还有《000159 国际实业章程》第82条、《600199 金种子酒章程》第82条、2016年1月《000677 恒天海龙章程》第82条等。^①

从理论上说,根据持股比例分配董事候选人名额具有一定的合理性,但目前采用持股比例分配董事候选人名额的上市公司不足2%。

(三)按照持股时间和持股比例分配董事候选人名额

上市公司章程规定,根据持股比例和持股时间分配董事候选人名额。最具有代表性的是2006年6月《000782 - G 美达章程》第82条,该条规定:“董事会换届改选时,连续180个交易日以上不满2年单独或合并持有公司10%以上股份的股东提名担任公司董事人数不得超过董事会组成人数的1/5;连续2年以上不满4年单独或合并持有公司10%以上股份的股东提名担任公司董事人数不得超过董事会组成人数的1/4;连续4年以上不满6年单独或合并持有公司10%以上股份的股东提名担任的公司董事人数不得超过董事会组成人数的1/3。连续6年以上单独或合并持有公司10%以上股份的股东提名担任的公司董事人数不得多于董事会组成人数。”^②2017年11月《600547 山东黄金章程》第115条规定:“(一)董事会、监事会、连续180日以上单独持有或合计持有公司有表决权股份总数的5%以上的股东有权向公司提名董事、监事候选人;但连续180日以上单独持有或合计持有公司有表

^① 2017年5月《000159 国际实业章程》第82条第2款规定:“董事、监事候选人名单以提案的方式提请股东大会表决。公司董事会换届选举或补选董事时,董事会、合并或单独持有公司3%以上股份的股东可以向董事会推荐董事候选人;合并或单独持有公司股份达到3%小于10%的股东可以向董事会推荐1名董事候选人;合并或单独持有公司股份达到10%小于15%的股东可以向董事会推荐2名董事候选人;合并或单独持有公司股份达到15%小于20%的股东可以向董事会推荐3名董事候选人。公司董事会提名委员会对推荐的董事候选人资格进行审查,形成董事资格审查报告,提交董事会审议,确定董事候选人名单,提交股东大会选举。董事会推荐的候选人需经全体董事2/3以上通过方可推荐。”2017年11月《600199 金种子酒章程》第82条第4款规定,在换届选举时,“董事会公布提名后,单独或合并持有公司股份3%可以补充提名董事候选人。持股3%~15%的股东可以提名1名董事候选人,持股15%~30%的股东可以提名2名董事候选人,持股30%以上的股东提名3名董事候选人。提名股东应当将提名案向董事会提出,由董事会公告。提名股东应同时向董事会提出并由董事会公告候选董事的简历和基本情况。”2016年1月《000677 恒天海龙章程》第82条第6款规定:“董事、监事提名的方式和程序:(一)任何持有或者合并持有公司发行在外有表决权的股份总数3%以上的股东以及董事会、监事会有权分别提名董事或监事候选人。单独或合并持有公司股份3%的股东可以提名一名董事候选人或独立董事候选人,每增加10%,可以增加提名一名董事候选人或独立董事候选人……”

^② 2016年10月《000782 美达股份章程》第82条规定:“单独或合并持有公司10%以上股份的股东(含实际控制人、关联企业、一致行动人。下同)可以提名董事、监事候选人,但不得多于拟选人数……”可见该条已修改了2006年6月《000782 - G 美达章程》第82条。

决权股份总数的5%以上的股东每一提案可提名不超过全体董事1/4、全体监事1/3的候选人名额,且不得多于拟选人数……”2017年8月《600089特变电工章程》第84条第4款规定:“连续持有180日以上单独或合并持有公司有表决权股份总数5%以上的股东可以提名董事、监事候选人。该提案可提名不超过全体董事1/4,全体监事1/3的候选人名额,且不得多于拟选人数。”与之相类似的上市公司章程还有10家。^①

四、董事选聘条款反收购效果研究

上市公司章程规定的董事选聘条款,无论是限制董事提名权,还是提高持股比例和持股时间,其目的都是阻却收购方通过改选现任董事而获得目标公司的控制权。因此,收购方能否顺利通过改选董事,入主董事会,获得目标公司控制权,将成为判断董事选聘条款反收购效果的依据。

(一) 限制董事候选人提名权反收购效果分析

如前所述,上市公司往往通过提高持股比例、增加持股时间、限制恶意收购方的董事提名权,阻止恶意收购。因此,有必要对提高持股比例、增加持股时间、限制恶意收购方的董事提名权的反收购效果进行分析。

^① 这10家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2017年1月	002063	远光软件章程	第85条
2	2017年6月	000502	绿景控股章程	第83条
3	2016年6月	600653	中华控股章程	第82条
4	2017年10月	000581	高鸿股份章程	第95条(2018年3月章程修订后取消持股期限)
5	2017年7月	002104	恒宝股份章程	第82条
6	2018年2月	000573	粤宏远A章程	第85条
7	2016年4月	000996	中国中期章程	第85条
8	2018年3月	000705	浙江震元章程	第53条
9	2017年9月	000589	黔轮胎A章程	第83条
10	2017年9月	600887	伊利股份章程	第96条

1. 提高持股比例的反收购效果分析

提高持股比例只能让经济实力较弱的收购方望而却步,而不能阻止任何经济实力强大的收购方获得目标公司的控制权。一般来说,具有较强经济实力的收购者通过分析研究,决定并购某一个目标公司时,首先是通过各种方式收购被收购公司的股份,成为第一大股东。一旦成为第一大股东,持股一般高于公司章程规定推荐董事候选人的持股比例,除非目标公司股份很分散。其次是通过改选董事会成员获取被并购公司的控制权。被收购公司的董事会,特别是控股股东,对于恶意收购,总是想方设法给收购方获取被收购公司的控制权设置障碍,提高董事候选人提名持股比例就是其中之一。在上市公司并购案件中,提高董事候选人提名权的持股比例确实起到了一定的反收购作用,但这种反收购作用也是极其有限的。这是因为提高持股比例能否起到反收购作用主要取决于两个因素:一是收购方对目标公司收购价值的判断,二是收购方的经济实力。

2. 增加持股时间的反收购效果分析

增加持股时间的反收购作用主要是通过提高持股时间,增加收购成本,迫使收购方放弃收购。因为如果要求收购方持股时间较长才能获得董事候选人提名权,收购方就不得不考虑这段时间给自己带来的损失。如《大众交通章程》规定,连续持股达到5年才能获得董事候选人提名权,那么收购者多半会放弃收购。但一般来说,增加持股时间只能延缓收购方获得目标公司的控制权,不能阻止收购方获得目标公司的控制权。如在“宝万之争”中,《万科A章程》第96条规定,非独立董事候选人名单由上届董事会或连续180个交易日单独或合计持有公司发行在外有表决权股份总数3%以上的股东才享有董事候选人提名权,^①但这180个交易日的“障碍”并未阻止深圳地铁收购万科。深圳地铁目前已经拥有万科29.38%股份的表决权,成为第二大股东,虽然暂时不享有董事候选人提名权,但依据公司章程规定仍然享有提案权与参加股东大会的权利,在很大程度上依然可以左右董事会成员的构成。但不可否认的事实是,要求连续持股时间过长确实具有较好的反收购作用,但是否合法值得研究。

^① 2014年6月《000002 万科A章程》第96条第2款规定:“非独立董事候选人名单由上届董事会或连续一百八十个交易日单独或合计持有公司发行在外有表决权股份总数百分之三以上的股东提出。”

3. 限制恶意收购方董事候选人提名权反收购效果分析

限制恶意收购方董事候选人提名权,不仅具有延缓收购方入主董事会的作用,而且反收购作用十分明显。如2018年1月《002340 格林美章程》第84条规定:“若公司被恶意收购并由此导致公司控股股东、实际控制人发生变动的,变动后的公司控股股东、实际控制人所持公司股份在其实际控制公司之日起三年内不计入出席股东大会有表决权的股份总数。”第102条规定:“若公司被恶意收购并由此导致公司控股股东、实际控制人发生变动的,变动后的公司控股股东、实际控制人在其实际控制公司之日起三年内无权向公司提名累计超过半数的董事人选。”但这样的规定违背了“一股一权,同股同权”的基本原则,其合法性值得研究。

(二) 限制董事候选人名额反收购效果分析

限制股东董事候选人提名人数的反收购效果,视公司章程的具体条款而定。一般来说,按照法定最低持股比例平均分配董事候选人名额,几乎起不到反收购的作用,如2017年9月《600545 卓郎智能章程》第82条规定,单独或者合并持有公司已发行股份3%以上的股东可以提出董事、监事候选人,但股东可提名人数不超过全体董事1/4、全体监事1/3的候选人名额。按照持股比例递增分配董事候选人名额具有较强的反收购作用,要求持股比例越高反收购效果越好,如《金种子酒章程》规定持股3%~15%,可以提名1名;持股15%~30%,可以提名2名;持股30%以上,可以提名3名。^①按照持股比例和持股时间分配董事候选人名额具有很强的反收购作用。一方面股东想要获得董事候选人提名权,购买目标公司股份必须达到章程所规定的持股比例;另一方面要满足公司章程规定的连续持股时间限制,这两个条件缺一不可。因此,一般收购者很难满足这两个条件。如2006年6月《000782-G 美达章程》第82条规定,董事会换届改选时,连续180个交易日以上不满2年单独或合并持有公司10%以上股份的股东提名担任公司董事人数不得超过董事会组成人数的1/5;连续2年以上不满4年单独或合并持有公司10%以上股份的股东提名担任公司董事人数不得超过董事会组成人数的1/4;连续4年以上不满

^① 2017年11月《金种子酒章程》第82条规定:“公司换届选举董事、监事时实行累积投票制。在换届选举时,公司董事会有权提名董事候选人。董事会在提名董事候选人时应广泛征询股东意见。董事会公布提名后,单独或合并持有公司股份3%可以补充提名董事候选人。持股3%~15%的股东可以提名1名董事候选人,持股15%~30%的股东可以提名2名董事候选人,持股30%以上的股东提名3名董事候选人。提名股东应当将提名案向董事会提出,由董事会公告。提名股东应同时向董事会提出并由董事会公告候选董事的简历和基本情况。”

6 年单独或合并持有公司 10% 以上股份的股东提名担任的公司董事人数不得超过董事会组成人数的 1/3;连续 6 年以上单独或合并持有公司 10% 以上股份的股东提名担任的公司董事人数不得多于董事会组成人数。

值得注意的是,在上市公司收购实践中,上市公司一般是综合运用上述反收购条款,而非单独运用某一反收购条款阻止收购方获取公司控制权。

五、董事选聘条款合法性分析

判断上市公司章程中董事选聘条款效力的标准,是该条款是否违反有关法律、法规和规章的强制性规定;判断上市公司章程中董事选聘条款科学合理的标准,是该条款是否有利于预防公司实际控制人的“掏空行为”,是否有利于保护中小投资者的合法权益。

(一) 限制董事候选人提名权是否有效

如前所述,限制董事候选人提名权的方法主要有三种:提高董事候选人提名权的持股比例、增加董事候选人提名权的持股时间、对恶意收购方的董事候选人提名权特别限制。

1. 提高持股比例的效力分析

虽然目前有关法律、法规和规章并未规定董事提名权是股东的一项基本权利,^①但是根据《公司法》第 37 条之规定,股东有权选举和更换非由职工代表担任的董事。该条规定也暗示股东享有提名董事的权利。在实践中,股东行使董事候选人提名权一般是在股东大会上通过提案的方式行使。根据《公司法》第 102 条第 2 款和《上市公司章程指引》第 53 条的规定,单独或者合计持有公司 3% 以上股份的股东,可以提出临时提案。董事候选人提名权作为股东的一项权利,其行使的方式大多以提案的方式提出,所以应当受到提案权的持股比例限制,^②即单独或合计持有 3% 以上股份的股东享有董事候选人提名权。因此,任何上市公司章程将股东的董事候选人提名的持股比例限制在 3% 以上均违反《公司法》和《上市公司章程指

^① 赵佩玉:《董事提名权与股东权利》,载《中国市场》2017 年第 7 期。

^② 蒋娟:《论股东的董事候选人提名权》,载《湖南工业大学学报》(社会科学版)2011 年第 2 期。

引》的有关规定,应被认定为无效。

2. 增加持股时间的效力分析

目前,我国《公司法》仅有两处要求连续持股时间,分别为第101条第2款和第151条第1款。第101条第2款规定,监事会不召集和主持股东大会的,连续90日以上单独或者合计持有公司10%以上股份的股东可以自行召集和主持。第151条第1款规定,连续180日以上单独或者合计持有公司1%以上股份的股东,可以书面请求提起诉讼。除此之外,再无对持股时间的限制。同时《公司法》也只是对提案权规定了3%的持股比例要求,并未要求连续持股时间。因此,任何上市公司章程规定的连续持股时间限制,都侵犯了股东提名董事候选人的权利,应当属于无效。^①但这并非说明在一定程度上要求收购方连续持股时间不具有合理性。

事实上,2010年美国证券交易委员会(SEC)公布的14a-11规则,其主要内容之一,就是规定连续持股时间和持股比例。该规则规定股东应连续持股3年,并单独或合并持有公司有表决权股份总数3%以上方可提名董事候选人。^②美国证券交易委员会之所以规定股东连续持股3年才能享有董事候选人提名权,是为了保障目标公司经营的连续性和不因公司发生并购而受到任何影响,有利于保护中小股东的利益。美国证券交易委员会公布的14a-11规则规定的连续持股时间与持股比例,对我国具有一定的启示和借鉴意义。但我国不可以直接移植美国规定要求股东连续持股3年,并单独或合计持股达到一定比例才可以享有董事候选人提名权,而是建议有关法律规定收购方获取目标公司控制之后一定时间,如3年内,不得出售其持有的股份。

3. 限制恶意收购人董事候选人提名权的效力分析

限制恶意收购方董事候选人提名权,实为剥夺恶意收购方选择公司管理层的权利。我国《公司法》第37条第1款第2项明确规定,股东有权选举和更换非由职工代表担任的董事。此规定包括股东的董事候选人提名权与选举权。因此,任何

^① 据“新浪财经网”2018年5月10日报道,中证中小投资者服务中心诉上海海利生物技术股份有限公司获胜,上海市奉贤区人民法院审理认为,被告海利生物在有关公司章程中设定“连续90天以上”的条件,违反了《公司法》规定,限制了部分股东就非独立董事候选人提出临时提案的权利,相关条款内容应认定为无效,载新浪财经网:<http://finance.sina.com.cn/roll/2018-05-16/doc-ihapkuvm5639338.shtml>,最后访问日期:2018年5月24日。

^② 伍坚:《美国法中股东提名董事制度研究》,载《证券市场导报》2014年第2期。

剥夺恶意收购方董事候选人提名权的章程条款都属于无效条款。如2018年1月《002340 格林美章程》第84条规定：“若公司被恶意收购并由此导致公司控股股东、实际控制人发生变动的，变动后的公司控股股东、实际控制人所持公司股份在其实际控制公司之日起三年内不计入出席股东会有表决权的股份总数。非经公司股东大会以特别决议通过，公司修改本章程时不得对本款规定进行修改。”这样典型的反收购条款属于无效条款。

但目标公司可能认为，在一定的条件下剥夺恶意收购方的董事候选人的提名权，是为了保证目标公司经营的持续性，最终保护全体股东的合法权益，间接保护董事会的公司控制权，而非相反。如2017年5月《000528 柳工章程》第159条明确规定：“为了维护公司生产经营的稳定，保护公司和全体股东的利益，董事会应当积极制定措施，有效防止、阻止公司被恶意收购。”如果不能有效预防恶意收购方的短期行为，将不利于公司发展，不利于保护全体股东的合法权益。而反对者则可能认为，剥夺恶意收购方的董事候选人提名权也可能存在仅保证董事会控制权不发生转移，维护董事的利益而损害公司和中小股东利益的情况。因此，本课题组认为，为了保证目标公司经营的连续性，以及目标公司与股东的合法权益，预防恶意收购方的短期行为可以采取如下两种措施：一是要求恶意收购方获取目标公司的控制权之后在一定期限内如3年内不得出售其持有的股票；二是恶意收购方获取目标公司的控制权之后在一定期限内如3年内不享有董事候选人提名权。但第一种措施更符合中国实际，也符合一股一权，同股同权的原则。

（二）限制股东董事候选人提名人数的效力分析

我国现行《公司法》《证券法》《上市公司收购管理办法》等法律、法规和规章尚未对股东提名董事候选人的人数作出明确规定。换言之，董事候选人名额分配属于公司自治的范围，理应由公司章程规定。但公司章程是否可以不受任何限制自由约定如何分配董事候选人名额，本课题组的答案是否定。本课题组认为，董事候选人名额分配应该坚持公平原则与不歧视原则。如果公司章程有关董事候选人名额分配条款违反公平原则和不歧视原则，应属无效条款。从500余家样本上市公司章程中可以发现董事候选人名额分配主要有如下几类。

1. 按照持股比例平均分配董事候选人名额的效力分析

按照持股比例平均分配董事候选人名额，似乎侵害了大股东的董事候选人提

名权,比如公司章程规定每一个持股3%以上的股东可以推荐3名董事候选人,一个持股3%的股东与一个持股30%的股东同样推荐3名董事候选人,这是否损害了大股东的董事提名权?其实不然。其一,因为公司章程是由大股东参与制定的,股东一定会充分考虑自身的利益。其二,我国上市公司实行资本多数决原则,即使中小股东推荐的董事候选人人数多,也很难全部入主董事会,特别是在没有实施累积投票制的情况下,中小股东推荐的董事候选人更难全部入主董事会。其三,虽然《公司法》第108条规定股份有限公司董事会由5~19名董事组成,但在现实生活中,我国绝大多数上市公司董事会成员为7~9名。加之《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》要求独立董事不低于1/3,因此,一般上市公司董事为4名或6名。这样,大股东推荐的董事候选人一般全部当选,而中小股东推荐的董事候选人部分当选。因此,平均分配董事候选人名额应属合法。但应当注意的是,股东推荐的董事候选人的持股比例不应超过3%,否则无效。

2. 按照持股比例递增分配董事候选人名额的效力分析

从理论上讲,按照持股比例递增分配董事候选人名额具有一定的科学性与合理性,但最低持股比例不应高于3%。如前述2016年1月《000677*ST海龙章程》规定,单独或合持有公司股份3%的股东可以提名一名董事候选人或独立董事候选人,每增加10%,可以增加提名一名董事候选人或独立董事候选人。这样的章程条款应属有效。但2016年5月《600138中青旅章程》规定,单独持有或合并持有公司发行在外有表决权股份总数的5%以上且持股时间超过一年的股东,每5%的股份可以提名一名非独立董事候选人。这一章程条款应属无效。因为,前者最低持股比例为3%,符合《公司法》及有关法律和规章的规定。后者最低持股比例为5%,高于《公司法》规定的3%,剥夺了部分股东的董事候选人提名权,与《公司法》的强制性规定存在冲突。

3. 按照持股比例和持股时间分配董事候选人名额的效力分析

2010年美国证券交易委员会公布的14a-11规则规定,股东持续3年以上,单独或共同持有公司有表决权股份总数在3%以上的股东享有董事候选人提名权,而且每位股东提名董事候选人的人数上限为1名或不超过董事席位数的25%,取两

者中较大者。^①这样,美国 14a-11 规则不仅从持股比例与持股时间两方面限制股东董事候选人提名权的资格,而且规定如何分配董事候选人人数。我国《公司法》《证券法》及其他相关法律、法规和规章并未对如何分配董事候选人名额作出明确规定,但不等于说上市公司可以任意分配董事候选人名额。根据现行《公司法》及其他有关法律规定,持股 3% 以上(包括本数)的股东享有提案权,包括向股东大会推荐董事候选人的提案。因此,每一个持股达到 3% 以上的股东都有权获得董事候选人推荐名额,任何公司章程规定持股超过 3% 的股东才可以获得董事候选人推荐名额的条款都是无效的。至于持续持股时间,我国《公司法》对此虽然没作具体规定,但不等于说上市公司可以自由设置股东的持续持股时间。因为,《公司法》没有要求享有董事候选人提名权股东的持续持股时间,就意味着不能在股东候选人提名问题上强加任何时间条件,否则就剥夺了股东参与公司治理的权力,剥脱了股东选择公司管理层的权利。从某种意义上说,《公司法》没有规定股东持续持股时间的要求,属于强制性规范,任何公司章程违反强制性公司法律规范都是无效的。也有学者指出:“在公司章程中将提出董事候选人提案的股东持股比例提高到 3% 以上以及对持有的股份附加连续持有时间的要求,都有违《公司法》第 103 条第 2 款的主旨,应为无效条款。”^②董事候选人名额分配也一样,不能将持股比例提高到 3% 以上同时附加连续持股时间作为分配董事候选人名额的依据,否则会因违反《公司法》的有关条款而无效。

六、结 论

判断董事选聘条款是否合法有效的标准有三个:一是不得违反公司法律法规的强制性规范,二是符合公平公正和不歧视的原则,三是不得损害中小股东的合法

^① 伍坚:《美国法中股东提名董事制度研究》,载《证券市场导报》2014 年第 2 期。应当注意这一规则还未实施,2011 年 7 月 22 日,哥伦比亚特区联邦上诉法院依据美国《联邦行政程序法》规定,宣告 14a-11 规则制定程序违法,判决该规则无效。但并不等于说该规则没有任何意义,现实生活中有不少上市公司似乎借鉴了该规则的做法,苹果公司就是其中之一。2015 年苹果公司修改公司章程,允许在三年内持有公司股份超过 3% 的大股东,或不超过 20 家股东的股东组织,可在苹果公司的年度代理权声明中提名董事会成员,股东可提名董事会的最多 20% 成员。

^② 张舫:《上市公司章程中董事候选人条款的有效性分析》,载《法学》2009 年第 1 期。

权益。

将持股比例高于3%作为限制股东董事候选人提名权的反收购条款,因违反《公司法》第102条和《上市公司章程指引》第53条的行权条件型强制规范而无效。^①

将持续持股时间作为限制股东董事候选人提名权的反收购条款,其实质是剥夺部分股东的董事候选人提名权,因违反《公司法》资格型强制规范而无效。《公司法》第4条和第102条第2款分别规定,^②股东选择管理者权和股东提案权(董事候选人提名权)。《公司法》的其他条款未对股东董事候选人提名权作出任何限制性规定。因此,公司章程对股东的董事候选人提名权不能附加任何条件,否则无效。

限制恶意收购方的董事候选人提名权,不仅违反公司法律法规的原则型强制规范,也违反公司法律法规的资格型强制规范,应属无效。前者是指违反公平公正与不歧视原则,后者是指违反非依法不得剥夺作为股东的恶意收购方选择公司管理层的权利和推荐董事候选人的资格。

平均分配董事候选人名额和按照持股比例递增分配董事候选人名额具有一定的合法性,但将最低持股比例高于3%并附加连续持股时间作为股东取得董事候选人提名资格的条件,并以此分配董事候选人名额,违反公司法律法规的资格型强制规范,应当无效。

^① 《公司法》第102条第2款规定:“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东,可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会;董事会应当在收到提案后二日内通知其他股东,并将该临时提案提交股东大会审议。临时提案的内容应当属于股东大会职权范围,并有明确议题和具体决议事项。”《上市公司章程指引》第53条第1款规定:“公司召开股东大会,董事会、监事会以及单独或者合并持有公司3%以上股份的股东,有权向公司提出提案。”学界对《上市公司章程指引》的法律效力有不同的看法,本课题组认为,虽然从理论上讲,《上市公司章程指引》既不是法律、法规,也不是规章,不具有法律效力。但考虑到《上市公司章程指引》对我国上市公司制定或修订章程的指导作用,故认为《上市公司章程指引》具有一定的法律强制性。

^② 《公司法》第4条规定:“公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。”

第四章 分层董事会条款效力研究

一、问题的提出

如前所述,分层董事会条款,是指每年只能依据公司章程规定改选或更换一定比例的董事,而不能改选或更换全部董事,其目的是阻止或延缓敌意收购方获取公司控制权。虽然最近几年不少上市公司章程修订都增加了分层董事会条款,但本课题组通过对 500 余家上市公司章程中的分层董事会条款进行统计分析,大约有 12.2% 的上市公司章程规定了分层董事会条款,与 2012 年深圳证券交易所公布分层董事会占 9.4% 相比,^①占比略有上升。值得注意的是,分层董事会制度虽然是舶来品,但我国上市公司章程规定的分层董事会制度却完全不同于域外分层董事会制度,特别是美国分层董事会制度。域外分层董事会制度通常将董事会分为不同类别,分别规定其不同的任期,每次股东大会改选或更换董事时,仅能改选或更换任期届满的董事,尚未直接限制股东选举董事的权利。而我国上市公司章程规定的分层董事会条款,不仅对每届更换董事数量进行限制、对每次更换董事数量进行限制,以及对董事的类别更换进行限制,而且还直接限制了股东选择董事或者剥夺了股东选择董事的权利,其合法性值得认真研究。

二、我国分层董事会现状分析

通过对 500 余家上市公司章程样本统计分析,可以发现规定董事会更换和改选

^① 深交所公司治理研究中心:《2012 年深市上市公司治理情况报告》,载《证券时报》2013 年 8 月 12 日,A12 版。

的人数每年不超过董事会总人数的1/3的有31家;①规定董事会更换和改选的人

① 这31家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2017年11月	600608	*ST沪科章程	第82条
2	2017年8月	600201	生物股份章程	第96条
3	2015年5月	000573	粤宏远A章程	第99条
4	2017年10月	000851	高鸿股份章程	第80条
5	2017年9月	002168	深圳惠程章程	第100条
6	2017年4月	600355	精伦电子章程	第96条
7	2013年5月	600570	恒生电子章程	第96条
8	2017年12月	600653	中华控股章程	第96条
9	2014年12月	600711	盛屯矿业章程	第102条
10	2017年4月	603323	吴江银行章程	第118条
11	2017年4月	600210	紫江企业章程	第96条
12	2017年7月	000055	方大集团章程	第98条
13	2015年9月	000410	沈阳机床章程	第95条
14	2017年6月	000502	绿景控股章程	第97条
15	2017年5月	000680	山推股份章程	第98条
16	2017年3月	002148	北纬科技章程	第102条
17	2017年9月	002289	宇顺电子章程	第106条
18	2015年12月	002340	格林美章程	第96条
19	2017年11月	000970	中科三环章程	第97条
20	2017年4月	600149	*ST坊展章程	第82条
21	2016年5月	600222	太龙药业章程	第96条
22	2016年4月	600076	康欣新材章程	第103条、第113条
23	2016年6月	600285	羚锐制药章程	第97条
24	2017年6月	601558	*ST锐电章程	第98条
25	2017年9月	000019	深深宝A章程	第85条
26	2017年7月	000779	三毛派神章程	第96条
27	2017年4月	002405	四维图新章程	第97条
28	2017年1月	000006	深振业A章程	第97条
29	2017年8月	000726	鲁泰A章程	第96条
30	2017年10月	300010	立思辰章程	第98条
31	2017年5月	300073	当升科技章程	第99条

数每年不超过董事会总人数的 1/4 的有 7 家；^①规定董事会更换和改选的人数每年不超过董事会总人数的 1/7 的有 1 家；^②规定每年董事会更换和改选的人数的有 2 家；^③限制董事会每次解除人数和每年解除人数的有 3 家；^④限制董事会每届更换和改选人数的有 4 家；^⑤限制比例分别为董事会人数的 1/2、1/3 和 1/4；同时限制每届

① 这 7 家上市公司章程为：

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2017 年 7 月	600596	新安股份章程	第 83 条
2	2017 年 8 月	002559	亚威股份章程	第 94 条
3	2016 年 12 月	600110	诺德股份章程	第 98 条
4	2016 年 6 月	000009	中国宝安章程	第 96 条
5	2017 年 8 月	600089	特变电工章程	第 98 条
6	2017 年 1 月	002063	远光软件章程	第 99 条
7	2017 年 4 月	002022	科华生物章程	第 5.4 条

② 2017 年 9 月《000835 长城动漫章程》第 97 条规定：“董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事在任期届满以前，除法定事由或本章程另有约定外，不得被罢免或撤换，股东大会也不得无故解除其职务。董事任期届满，可连选连任。每年改选的董事不得超过董事总数的七分之一（独立董事连任 6 年的除外），违反此条规定选举的董事不得当选。”

③ 这 3 家上市公司章程为：

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2017 年 4 月	000705	浙江震元章程	第 94 条
2	2016 年 1 月	600778	友好集团章程	第 5.1.2 条
3	2017 年 1 月	000611	天首发展章程	第 96 条

④ 这 3 家上市公司章程为：

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2016 年 4 月	000996	中国中期章程	第 100 条
2	2017 年 4 月	000762	西藏矿业章程	第 96 条
3	2017 年 9 月	600887	伊利股份章程	第 96 条

⑤ 这 5 家上市公司章程为：

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2016 年 8 月	600186	莲花健康章程	第 113 条
2	2017 年 3 月	000516	国际医学章程	第 102 条
3	2017 年 5 月	600635	大众公用章程	第 138 条
4	2017 年 1 月	600561	江西长运章程	第 96 条
5	2017 年 12 月	600698	湖南天雁章程	第 101 条

董事会更换人数和每年董事会更换人数的有5家;^①同时限制董事会换届人数和非董事会换届人数的有3家;^②限制恶意收购情况下董事更换人数,同时限制每年董事更换人数的有7家;^③规定新改组或者换届时,应有原董事2/3留任的有7家;^④

① 这5家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2017年10月	000851	高鸿股份章程	第80条
2	2015年9月	000410	沈阳机床章程	第95条
3	2017年4月	000762	西藏矿业章程	第96条
4	2017年9月	600887	伊利股份章程	第96条
5	2017年1月	600561	江西长运章程	第96条

② 这3家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2017年9月	600887	伊利股份章程	第96条
2	2017年4月	000762	西藏矿业章程	第96条
3	2016年4月	000996	中国中期章程	第100条

③ 这7家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2017年4月	600556	ST慧球章程	第98条
2	2017年11月	002407	多氟多章程	第101条
3	2016年4月	600076	康欣新材章程	第103条
4	2016年8月	002398	建研集团章程	第97条
5	2017年10月	002828	贝肯能源章程	第5.1.2条
6	2018年1月	000293	河北宣工章程	第112条
7	2017年9月	002289	宇顺电子章程	第106条

④ 这7家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2017年4月	600556	ST慧球章程	第98条
2	2017年11月	002407	多氟多章程	第101条
3	2017年9月	002289	宇顺电子章程	第106条
4	2016年4月	600076	康欣新材章程	第103条
5	2016年8月	002398	建研集团章程	第97条
6	2017年10月	002828	贝肯能源章程	第5.1.2条
7	2018年1月	000293	河北宣工章程	第112条

限制3年内更换董事人数不得超过一定比例人数的有2家;^①另外3家限制更为严格。2017年4月《002405 四维图新章程》第97条规定:“董事会每年更换和改选的非独立董事人数不超过非独立董事总人数的1/3。”2017年5月《600635 大众公用章程》第138条规定:“每届董事会中除独立董事和职工代表董事以外的其他董事更换比例不得超过董事会中其他董事成员总数的1/5。”2017年4月《600149 * ST 坊展章程》第82条规定:“董事、监事候选人名单以提案的方式提请股东大会表决。每年改选不超过非职工董事的1/3、非职工监事的1/2,董事或监事任期届满或辞职的情形除外。”

从以上的样本分析可以看出,我国对于董事人数改选的限制,远远超出了英美国家的分级分期董事会条款。以上的条款可以概括为:(1)对每年更换董事数量进行限制;(2)对每届更换董事数量进行限制;(3)对每次更换董事数量进行限制;(4)对在非换届情况下更换董事数量进行限制;(5)对董事的类别更换进行限制。前四种情况包括对于所有董事的更换,最后一种情况针对的是特定董事的更换。这使得更换董事变得更为困难。

三、分层董事会条款的分类

从不同角度可以对分层董事作出不同的分类,以上市公司章程中规定的分层董事会条款的特点为依据,可以将分层董事会条款作如下分类。

(一) 双三分之一条款

所谓双三分之一条款,是指上市公司章程规定,股东大会选举或更换董事或增加新董事不得超过原董事人数的1/3。通常的做法是,在股东在任期未满之前,每年更换的董事不得超过董事组成人数的1/3;股东大会新增加的股东不能超过原董

^① 这2家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2016年4月	600076	康欣新材章程	第103条
2	2017年3月	002148	北纬科技章程	第102条

事会人员人数的1/3。如2018年1月《600655豫园股份章程》第96条等。^①

(二) 双限制条款

所谓双限制条款,是指上市公司章程规定,不仅对股东大会选举董事人数有明确的限制,而且也对选举程序进行限制。通常的做法是每年更换或增加的董事人数不得超过原董事人数的1/3或1/4等,同时要求获得出席股东会的股东所持表决权的2/3或3/4。如2017年9月《600811东方集团章程》第96条。^②有类似规定的还有2家上市公司。^③

(三) 禁止解聘条款

禁止解聘条款,是指上市公司章程规定,严格禁止股东大会解聘任期未了的董事,除非该董事提出辞职,出现法律、法规和章程规定的不宜担任董事的情形。这一条款的规定直接剥夺了股东罢免任期未了的董事的权利。比如2018年1月《603663三祥新材章程》第96条。^④

(四) 单一比例条款

单一比例条款,是指在上市公司章程中规定,每年更换或改选的董事不得超过董事会总人数的一定比例。经统计,500余家上市公司中共有41家上市公司在其章程中设置了单一比例条款。如1/3,被30家上市公司章程采纳(被

① 2018年1月《600655豫园股份章程》第97条规定:“董事由股东大会选举或更换,每届任期三年。董事任期届满,可连选连任。董事在任期届满以前,除本章程有明确规定外,股东大会不能解除其职务。股东大会在董事任期届满前更换董事的,每年不得超过董事会组成人数的三分之一,但董事会换届选举以及因董事存在本章程第九十六条、九十八条、九十九条、一百条规定的情形被股东大会解除职务而补选董事的不受此限。股东大会拟通过修改本章程增加董事会组成人数的,增加的人数不得超过原董事会组成人数的三分之一。”

② 2017年9月《600811东方集团章程》第96条规定:“董事由股东大会选举或更换,任期三年。董事任期届满,可连选连任。董事在任期届满以前,股东大会不能无故解除其职务。董事的更换或增加每年不超过公司原董事总数的1/4,并经出席股东大会的股东(包括股东代理人)所持表决权的3/4以上通过。”

③ 这2家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2017年1月	000611	天首发展章程	第96条
2	2017年5月	000680	山推股份章程	第96条、第132条

④ 2018年1月《603663三祥新材章程》第96条规定:“董事由股东大会选举或更换,任期3年。董事任期届满,可连选连任。董事在任期届满以前,除非有下列情形,不得解除其职务:(1)本人提出辞职;(2)出现国家法律、法规规定或本章程规定的不得担任董事的情形;(3)不能履行职责;(4)因严重疾病不能胜任董事工作。”

73.2%的公司章程采纳)、^①1/4被7家上市公司章程采纳(被17%的公司章程所

① 这30家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2017年11月	600608	*ST沪科章程	第82条
2	2017年4月	000705	浙江震元章程	第94条
3	2017年8月	002559	亚威股份章程	第94条
4	2017年8月	600201	生物股份章程	第96条
5	2015年5月	000573	粤宏远A章程	第99条
6	2017年10月	000851	高鸿股份章程	第80条
7	2017年9月	002168	深圳惠程章程	第100条
8	2017年4月	600355	精伦电子章程	第96条
9	2013年5月	600570	恒生电子章程	第96条
10	2017年12月	600653	中华控股章程	第96条
11	2014年12月	600711	盛屯矿业章程	第102条
12	2017年4月	600210	紫江企业章程	第96条
13	2017年7月	000055	方大集团章程	第98条
14	2015年9月	000410	沈阳机床章程	第95条
15	2017年6月	000502	绿景控股章程	第97条
16	2017年5月	000680	山推股份章程	第98条
17	2015年12月	002340	格林美章程	第96条
18	2017年11月	000970	中科三环章程	第97条
19	2017年4月	600149	*ST坊展章程	第82条
20	2016年5月	600222	太龙药业章程	第96条
21	2016年6月	600285	羚锐制药章程	第97条
22	2017年6月	601558	*ST锐电章程	第98条
23	2017年9月	000019	深深宝A章程	第85条
24	2017年7月	000779	三毛派神章程	第96条
25	2017年4月	002405	四维图新章程	第97条
26	2017年1月	000006	深振业A章程	第97条
27	2017年8月	000726	鲁泰A章程	第96条
28	2017年10月	300010	立思辰章程	第98条
29	2017年5月	300073	当升科技章程	第99条
30	2017年1月	600561	江西长运章程	第96条

采纳),^①1/5 被 2016 年 10 月《600611 大众交通章程》第 96 条和 2017 年 6 月《002199 东晶电子章程》第 96 条采纳,^②1/7 被 2017 年 9 月《000835 长城动漫章程》第 96 条采纳。^③除此之外,2017 年 4 月《603323 吴江银行章程》第 118 条采纳的单一比例条款是一个范围限制。^④

(五) 不同比例条款

不同比例条款,是指上市公司章程对任期届满与任期未了的董事更换或改选规定不同的比例。通常的做法是每年更换或改选任期届满的董事不得超过董事会组成人员的 1/3,更换或改选任期未了的董事不得董事会组成人员的 1/4。如 2018 年 1 月《000293 河北宣工章程》第 122 条。^⑤ 有类似规定的还有 7 家

① 这 7 家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2017 年 7 月	600596	新安股份章程	第 83 条
2	2016 年 12 月	600110	诺德股份章程	第 98 条
3	2016 年 6 月	000009	中国宝安章程	第 96 条
4	2017 年 8 月	600089	特变电工章程	第 98 条
5	2017 年 8 月	600326	西藏天路章程	第 83 条
6	2017 年 1 月	002063	远光软件章程	第 99 条
7	2017 年 4 月	002022	科华生物章程	第 5.4 条

② 2016 年 10 月《600611 大众交通章程》第 96 条规定:“董事由股东大会选举或更换,任期三年。董事任期届满,可连选连任。董事在任期届满以前,股东大会不得无故解除其职务。除非董事发生违反公司法、证券法及其他规范性文件及公司章程规定的情形,股东大会在董事任期届满前因其他原因解除其职务的,每年不得超过董事会成员的五分之一。”

2017 年 6 月《002199 东晶电子章程》第 96 条规定:“公司每年更换董事不得超过全部董事人数的五分之一,若因董事辞职,或因董事违反法律、行政法规及本章程的规定或无法正常履行职责被解除职务的,则不受该五分之一比例的限制。”

③ 2017 年 9 月《000835 长城动漫章程》第 96 条规定:“董事由股东大会选举或更换,任期三年。董事在任期届满以前,除法定事由或本章程另有约定外,不得被罢免或撤换,股东大会也不得无故解除其职务。董事任期届满,可连选连任。每年改选的董事不得超过董事总数的七分之一(独立董事连任 6 年的除外),违反此条规定选举的董事不得当选。”

④ 2017 年 4 月《603323 吴江银行章程》第 118 条规定:“董事会中由本行人员担任董事的人数应不少于董事会成员总数的 1/4,但不得超过董事会成员总数的 1/3。本行设独立董事,独立董事的人数不得少于董事会人数的 1/3。独立董事不得在超过两家商业银行同时任职,且独立董事在本行任职时间累计不得超过六年。独立董事每年在本行工作的时间不少于十五个工作日。”

⑤ 2018 年 1 月《000293 河北宣工章程》第 122 条规定:“在发生公司恶意收购的情况下,如该届董事会任期届满的,继任董事会成员中应至少有三分之二以上的原任董事会成员连任;在继任董事会任期未届满的每一年度内的股东大会上改选董事的总数,不得超过本章程所规定董事会组成人数的四分之一。”

上市公司。^①

四、分层董事会理论分析

分层董事会制度在 20 世纪 40 年代产生于美国,到 1955 年美国 50 个州已有 38 个州承认分层董事会制度的合法性,但分层董事会直到 20 世纪 80 年代才真正在美国流行。^② 美国标准普尔 500 家公司中设置分级董事会的公司数量在 20 世纪 80 年代初到 90 年代初呈递增趋势。^③ 而在 2002 年的 2421 家大型美国上市公司中,59% 的公司拥有分级董事会 (Bebchuk, 2002)。目前,尽管美国理论界仍对分级董事会存在较大争议,但实践中仍有相当多的上市公司在章程中规定分级董事会条款。

分层董事会的理论分析,主要解决两个问题:其一是分层董事会是否会影响公司或股东的利益;其二是分层董事会是否具有反收购的作用。

(一) 分层董事会是否影响公司或股东的利益

分层董事会制度是否有利于公司和股东的利益褒贬不一,一直是国内外学术界争议的热点,至今未有一致的结论。^④ 既有肯定的观点,也有否定的观点,各有其理论依据。持肯定观点的学者认为,首先,分层董事会能够保持公司经营的连续性与稳定性。采用分层董事会,每年只有少数董事在换届时或任期内被更换,绝大多

① 这 7 家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2016 年 4 月	000996	中国中期章程	第 100 条
2	2017 年 4 月	000762	西藏矿业章程	第 96 条
3	2017 年 9 月	600887	伊利股份章程	第 96 条
4	2017 年 11 月	002407	多氟多章程	第 101 条
5	2017 年 4 月	600556	ST 慧球章程	第 98 条
6	2016 年 8 月	002398	建研集团章程	第 97 条
7	2018 年 1 月	000293	贝肯能源章程	第 5.1.2 条

② 谢俊、蒋峦:《西方分级董事会制度研究综述》,载《珞珈管理评论》2010 年第 1 期。

③ Bebchuk L. A. and Cohen A., "The costs of entrenched boards", *Journal of Financial Economics*, 2005, 48 (2), pp. 409 - 433.

④ 李善民等:《分层董事会制度与公司价值——基于公司章程的视角》,载《厦门大学学报》(哲学社会科学版)2016 年第 2 期。

数董事仍然留在公司工作,他们不仅具有丰富的经营经验,而且熟悉本公司的经营状况,可以在一定程度上保持公司经营的稳定性和连续性,有利于股东的利益。其次,分层董事会能够保持董事的独立性。分层董事会制度能够使董事在较长时期任职,使董事独立于经理层的控制,更多地考虑公司长期利益和实施公司规划。而持否定观点的学者认为,分层董事会限制了股东每年对董事业务执行情况的检查权,方便董事逃避责任,不利于公司提高经营效率。因此,股东应享有每年挑选董事的权力,而不是限制其挑选董事的权力。^①之所以会出现上述两种不同的观点,是因为分层董事会制度对公司价值的影响具有两面性:“一方面通过降低目标公司被并购的概率,为管理层抵御来自控制权市场的惩戒威胁,增加了管理层的不努力和懒惰行为,导致隐性代理成本增加,可能会造成公司价值毁损;另一方面,分层董事会制度通过提高目标公司在并购中的谈判收益,增加了股东的财富。”^②因此,在分层董事会制度设计时,要特别注意预防管理层不努力和懒惰行为。

(二) 分层董事会是否具有反收购的作用

关于分层董事会是否具有反收购的作用,应该结合相关法律规定或公司章程中其他条款才可以确定。仅仅从分层董事会制度中很难找到满意的答案。因为,如果法律允许股东任意罢免任期届满或任期未了的董事,任何分层次董事会条款都不能起到反收购作用。因此,分层次董事会发挥反收购的作用,隐含着—个前提,即股东不得无故罢免董事。^③另外,分层董事会能否发挥反收购作用,还与被罢免董事的经济补偿条款有一定的联系。如2017年8月《600089特变电工章程》第98条规定,当发生公司被收购接管的情形时,任期未了被解除职务的董事、监事、总经理等高级管理人员可以获得前1年年薪1000倍以上的经济补偿。倘若该补偿条款具有法律效力,一个董事年薪80万元,如果解聘一个任期未了的董事,目标公司必须支付该董事80,000万元的经济补偿金,解聘两个董事需要支付1.6亿元经济

^① 张筋:《对董事选任和分类董事会问题的思考》,载《甘肃政法学院学报》2007年第5期。

^② 李善民等:《分层董事会制度与公司价值——基于公司章程的视角》,载《厦门大学学报》(哲学社会科学版)2016年第2期。

^③ 参见《特拉华州普通公司法》(GCL)第141条第11款规定:“除下列情况以外,在董事选举时,代表表决权股份过半数的股东可以罢免公司部分或者全体董事,无论有无原因:(1)公司董事会按照本条第(四)款的规定分类的,除非章程大纲另行规定,否则公司股东只有在有原因时才能罢免董事……”转引自王莉:《交错董事会制度在我国的合法性与功能分析》,载《北方工业大学学报》(社会科学版)2015年第2期。

补偿金。这样的补偿金条款与分层董事会条款结合起来,足以阻止任何并购行为。因此,研究分层董事会反收购的作用,一般要与相关法律和公司章程中的其他条款结合起来判断,而不应单独从分层董事会条款研究其反收购的作用。事实上,本课题组从500余家上市公司章程样本中,选择的分层次董事会条款均与股东不得无故罢免董事和“金色降落伞”条款结合运用,企图获得最佳反收购效果。

五、分层董事会条款合法性分析

分层董事会条款合法性的判断标准,是该条款是否符合有关公司法律和规章的强制性规范,以及是否损害公司和股东,特别是中小股东的合法权益。

(一) 分层董事会条款合法性争议

分层董事会制度产生于20世纪80年代的美国收购浪潮中,其目的是保持公司经营连续性与稳定性。^①我国分层董事会制度起源于1998年的“爱使章程之争”。直到1998年天津大港油田(集团)有限责任公司收购上海爱使股份公司纠纷案,才引起国内学界关注分层董事会制度。爱使股份案争议的焦点,是《爱使股份有限公司章程》第67条第3款规定:“董事会、监事会任期届满需要换届时,新的董事、监事人数不超过董事会、监事会组成人数的二分之一。”换言之,该案的争议焦点是分层董事会条款的效力。不仅双方各执一词,法律专家意见也不一致。蒋大兴教授认为,交错董事会条款是一种典型的反收购“驱鲨剂”,这些条款都是由爱使股份有限公司股东大会设置的,是股东大会出于维护股东和公司利益协商合作的产物,并非爱使股份有限公司经营层为保有自己的职位、出于私心而安排,简单否定此种反收购条款的效力并不妥当。^②但吕红兵律师则认为,我国《公司法》第4条规定:“公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。”第37条规定:“股东会选举和更换非由职工代表担任的董事……”《爱使股份有限公司章程》的此条规定侵犯了股东选择管理者的权利,而此种权利是股东的固有权,应属《公司法》中的强制性规范,非依法律、法规的规定,任何人不得以任何方式加以限制或

^① 张舫:《对董事选任和分类董事会问题的思考》,载《甘肃政法学院学报》2007年第5期。

^② 蒋大兴:《公司法的展开与评判:方法·判例·制度》,法律出版社2001年版,第315页。

剥夺。^①最后证监会认为《爱使股份有限公司章程》不规范,促使爱使股份有限公司修改了公司章程,并选举大港油田(集团)有限责任公司推派的6人为董事,纠纷才告一段落。但分层董事条款的法律效力问题仍然没有解决。

(二) 分层董事会条款是否符合现行法律规定

目前,我国有关法律、法规和规章的相关条款尚未有直接规定分层董事会的条款。《公司法》第45条第1款仅规定:“董事任期由公司章程规定,但每届任期不得超过三年。董事任期届满,连选可以连任。”《上市公司收购管理办法》第8条和第33条,《公司法》第16条、第121条、第142条等也仅对有关反收购行为作出规定。因此,在这个角度上说,上市公司在章程中规定分层董事会,预防恶意收购并不违反公司法律、法规和规章的强制性规范。

但我们必须注意一个事实,即《公司法》的修订历程。1993年我国《公司法》第47条(针对有限责任公司)与第115条(针对股份有限公司)、^②1999年第一次修订的《公司法》第47条(针对有限责任公司)与第115条(针对股份有限公司)、2004年第二次修订的《公司法》第47条(针对有限责任公司)与第115条(针对股份有限公司)均规定:“董事在任期届满前,股东大会不得无故解除其职务。”这说明从1993年到2004年这11年间立法者始终坚持股东大会不得无故解除任期未届满的董事职务。但1993年《公司法》第4条、1999年第一次修订的《公司法》第4条、2004年第二次修订的《公司法》第4条均规定股东有权按照其投资额选择管理者。这样就出现1993年《公司法》、1999年第一次修订的《公司法》、2004年第二次修订的《公司法》第47条和第115条与第4条的矛盾与冲突。因此,2005年第三次修订的《公司法》及其后修订的《公司法》不仅删除了“董事在任期届满前,股东大会不得无故解除其职务”的条款,而且还将以前《公司法》第4条的条文修改为“公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利”。这充分说明立法者认为,股东大会在董事任期届满前,可以解除其职务,而不是相反。这一立法精神也与《公司法》第4条规定的公司股东有权依法享有资产收益、参与重大决

^① 吕红兵、徐晨:《大港油田收购爱使股份的操作实录与法理分析》,载《中国律师》1999年第6期。

^② 1993年《公司法》第47条规定:“董事任期由公司章程规定,但每届任期不得超过三年。董事任期届满,连选可以连任。董事在任期届满前,股东会不得无故解除其职务。”1993年《公司法》第115条规定:“董事任期由公司章程规定,但每届任期不得超过三年。董事任期届满,连选可以连任。董事在任期届满前,股东大会不得无故解除其职务。”

策和选择管理者的立法精神保持高度一致。遗憾的是,证监会 2006 年修订的《上市公司章程指引》第 96 条仍然沿袭了 2004 年《公司法》第 115 条的规定,即“董事在任期届满前,股东大会不得无故解除其职务”。而且《上市公司章程指引》是所有上市公司必须遵守的行为规范,一旦上市公司采取分层董事会,似乎具有一定的法律效力。

本课题组认为,我国《公司法》第 4 条规定股东有权选择公司管理者,属于行权型强制性规范,不允许公司在章程中剥脱股东这一项权利。股东的董事选任权与罢免权,是股东参与公司治理的重要权利,非经法律规定,不得强制剥夺。当然也有学者可能认为,如果没有限制股东的董事选任权,股东(特别是控股股东)将会罢免那些与自己意见相左而有较强经营能力的董事,不利于公司的稳定发展,也损害其股东的合法权益。其实不然,因为股东自己要对其行为负责,并承担其后果。如果控股股东选择了更有效的董事会,不仅有利于公司的长远发展,使自己的财富增加,也会增加其他股东的财富;相反,如果控股股东选择了效率更低的董事会,其也应对自己的行为及后果负责,没有必要从法律上限定股东选择公司管理者的权利。这也完全符合让市场在资源配置中发挥决定性作用的基本理论。

六、结 论

总之,分层董事会条款一旦与股东参与选择公司管理者的权利发生冲突,分层董事会条款无效。2016 年 11 月 18 日深圳中级人民法院在“上诉人康达尔(集团)股份有限公司因与被上诉人京基集团有限公司公司决议效力确认纠纷”一案判决中指出:“股东表决权是股东行使自己意志、参与公司重大决策和选择管理者等其他股东权利的方式,系股东的根本性、固有性权利,对其限制或剥夺,只能是由有权机关根据公权力、而不应允许公司董事会有权认定股东的违法行为,进而决定限制股东权利,否则,将动摇公司制度的基石。”^①

^① 参见广东省深圳市中级人民法院(2016)粤 03 民终 13834 号民事判决书。

第五章 “金色降落伞”条款效力研究

一、问题的提出

根据相关报道,自2016年“宝万之争”以来,已有600余家上市公司先后修改了章程,引进反收购条款,^①企图阻止恶意收购,这引起社会各界高度关注。2016年6月7日中国宝安发布了《关于修改[公司章程]的公告》,该公告第10条明确规定:“当公司被并购接管,在公司董事、监事、总裁和其他高级管理人员任期未届满前如确需终止或解除职务,必须得到本人的认可,且公司须一次性支付其相当于其年薪及福利待遇总和十倍以上的经济补偿,上述董事、监事、总裁和其他高级管理人员已与公司签订劳动合同的,在被解除劳动合同时,公司还应按照《中华人民共和国劳动合同法》另外支付经济补偿金或赔偿金。”^②深圳证券交易所对其进行问询,但中国宝安解释说,其章程修改参考和借鉴了沪深多家上市公司的章程修订案例,例如,多氟多、海印股份、兰州黄河、友好集团等。深圳证券交易所也未采取进一步措施,2016年6月29日中国宝安的股东大会以86.35%的赞成票通过章程修改。^③甚至有学者与实务界的专家惊呼“‘金色降落伞’肥了高管坑了东家”。^④2017年5月中证中小投资者服务中心在新闻媒体上公开指出六类不当反收购条款,^⑤其中之一便是“金色降落伞”条款。为了更好地保护中小投资者,中证中小投

① 周科竞:《金色降落伞是防收购还是谋私利》,载《北京工商报》2016年9月27日,第6版。

② 中国宝安集团股份有限公司《关于修改[公司章程]的公告》,公告编号:2016-038。

③ 《中国宝安设金色降落伞》,载《董事会》2016年第7期。

④ 严学峰等:《中国宝安、多氟多、海印股份、兰州黄河、友好集团……金色降落伞:肥了高管坑了东家?》,载《董事会》2016年第8期。

⑤ 潘清:《投服中心公开发声关注六类不当反收购条款》,载《经济参考报》2017年5月26日,第14版。

资者服务中心于2017年7月25日发布招标课题,研究上市公司章程反收购条款效力,其中便包括“金色降落伞”条款。因此,本课题组试图通过对上市公司章程“金色降落伞”条款进行实证研究,分析设计“金色降落伞”条款的理论依据是什么?以此“金色降落伞”条款规定的补偿金计算的科学依据是什么?以此为更好地保护上市公司中小投资者的利益提供法律依据与理论支撑。

与以前的研究文献相比,本课题组的可能贡献有二:其一是对500家上市公司章程中有关“金色降落伞”条款进行实证研究,根据对其在章程中的具体形式进行分类。以前的研究文献虽然涉及“金色降落伞”条款,但大多是列举式研究,并未对上市公司章程中“金色降落伞”进行系统的实证研究。其二是提出确定董事、监事及其他高级管理人员的补偿金补偿标准。“金色降落伞”条款的关键是如何确定董事、监事及其他高级管理人员的补偿金数额,但时至今日鲜有研究文献对此进行深入研究。

二、“金色降落伞”条款研究文献回顾

1961年“金色降落伞”条款第一次出现在美国环球航空公司(Trans-World Airlines)与其董事会主席查尔斯·卡奔特·蒂林哈斯特(Charles Carpenter Tillinghast Jr., 1911年1月30日至1998年7月25日)签订的劳动合同中。根据该劳动合同,如果公司解雇查尔斯·卡奔特·蒂林哈斯特,他将根据合同约定获得一笔丰厚的经济补偿,人们形象地称为“金色降落伞”(golden parachute)。20世纪80年代,美国掀起公司并购浪潮,目标公司管理层将面临被解雇的风险。为了应对这种风险,不少公司与管理层签订劳动合同时都规定了“金色降落伞”条款。与此同时,公司在与一般雇员签订劳动合同时也规定,因公司并购而解聘的一般雇员可以依据劳动合同获得比管理层较少的补偿,即银色降落伞或锡色降落伞(silver parachute or tin parachute)。^①在美国,学界对“金色降落伞”条款褒贬不一:支持者认为,“金色降落伞”条款有利于公司留住管理层,也更容易雇到理想的管理人员,还有利于阻却恶意并购。而反对者认为,任何职业都有被解雇的风险,高管应该预

^① Bryan A. Garner, *Black's Law Dictionary* (Seventh Edition), Thomson West, 1999, pp. 1388, 1492.

见这一风险,而不应当因被解雇获得补偿;高管的报酬已经很高,不需要补偿;“金色降落伞”也不能有效阻却恶意收购等。^①

在股权分置改革完成之前,我国上市公司并购主要是善意收购,很少有恶意或敌意收购,^②学界也不关注“金色降落伞”。2005年我国分别修订了《公司法》与《证券法》,2006年修订了《上市公司收购管理办法》。这些法律和规章的修订为上市公司收购创造了良好的法律环境。2007年我国完成了股权分置改革,结束了上市公司两类股份,两种价格并存的历史,使通过交易所收购上市公司的股权成为可能。这时上市公司面临敌意收购的风险越来越大,反收购的重要性也相应上升,因此学界才开始关注“金色降落伞”条款。因此,我国学界对“金色降落伞”条款的研究是近十几年的事情。但早在1996年汪涛就介绍了美国“金色降落伞”与锡色降落伞,^③之后其他学者也对美国“金色降落伞”进行了一定的研究,^④但都是一般性的介绍。较早全面研究“金色降落伞”的学者首推伍坚教授,他在《黄金降落伞之问题研究》一文中,比较详尽地研究了美国金降落伞制度。傅穹教授、汤欣教授、钟洪明教授、李芬芬、朱奕奕等学者对我国上市公司“金色降落伞”进行了一定的研究。^⑤他们几乎一致认为,我国上市公司章程可以规定“金色降落伞”条款,其关键是如何确定“金色降落伞”规定的补偿金数额。对此学界目前尚有不同的看法,但普遍认为“金色降落伞”条款补偿金数额太高,有利益输送之嫌,但没有提出确定“金色降落伞”条款补偿金的具体标准。

^① Peter L. Coffey, Golden Parachutes, “A Perk That Boards Should Scrutinize Carefully”, *Marquette Law Review*, 1984, (67), p. 309. Kenneth C. Johnson, “Golden Parachutes, the Business Judgement Rule: Toward A Proper Standard of Review”, *Yale Law Journal*, 1985, (94), p. 917. Mark A. Heyl, “Golden Parachutes, Does the Business Judgement Rule Simply Perpetuate the Problem?”, *Santa Clara Law Review*, 1991(31), pp. 742, 744.

^② 我国第一恶意并购案是1993年9月发生的“宝延事件”。

^③ 汪涛:《西方国家企业并购中的反收购技术》,载《国际经贸探索》1996年第1期。

^④ 倪新防、吕潢涵:《敌意收购及反收购策略简述》,载《外国经济与管理》1997年第1期;唐有瑜、樊川:《美国企业的反收购策略》,载《经营管理者》1999年第3期;沈艺峰:《公司控制权市场理论的现代演变(上)——美国三十五个州反收购立法的理论意义》,载《中国经济问题》2000年第2期;沈艺峰:《公司控制权市场理论的现代演变(下)——美国三十五个州反收购立法的理论意义》,载《中国经济问题》2000年第3期。

^⑤ 傅穹:《敌意收购的法律立场》,载《中国法学》2017年第3期;汤欣、徐治展:《反收购措施的合法性检验》,载《清华法学》2008年第6期;钟洪明:《上市公司反收购中的章程应用及法律规制》,载《证券市场导报》2007年第5期;李芬芬:《2014年以来上市公司收购与反收购情况探析》,载《证券市场导报》2017年第12期;朱奕奕:《我国上市公司章程中反收购条款之法理审视——以15家上市公司章程为分析对象》,载《中共杭州市委党校学报》2017年第2期。

三、“金色降落伞”条款现状研究

最近几年,上市公司章程反收购条款的变化之一,是2016年之后修订的公司章程一般不直接规定“金色降落伞”条款,而是采纳2006年修订的《上市公司章程指引》第96条,2014年修订的《上市公司章程指引》第96条和2016年修订的《上市公司章程指引》第96条均沿用了2006年《上市公司章程指引》第96条之规定,即在章程中规定“董事在任期届满以前,股东大会不能无故解除其职务”。^①其中主要原因是证监会加大了对上市公司的监督检查力度。2014年12月5日证监会成立了中证中小投资者服务中心,其职能之一就是为了保护中小投资者持股行权,对上市公

^① 本研究特别注明上市公司章程修订的年份和月份,因为同一年份的章程可能有几次修改,笔者特别注明本研究的上市公司章程修订时间与章程条款。

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2018年1月	000407	胜利股份章程	第96条
2	2018年1月	000935	四川双马章程	第95条
3	2018年1月	000056	皇庭国际章程	第96条
4	2017年5月	000539	粤电力A章程	第96条
5	2018年1月	000539	粤电力A章程	第102条
6	2018年1月	600829	人民同泰章程	第96条
7	2018年1月	601636	旗滨集团章程	第99条
8	2018年1月	603958	哈森股份章程	第96条
9	2018年1月	600337	美克居家章程	第100条
10	2018年1月	000812	陕西金叶章程	第97条
11	2018年1月	600241	时代万恒章程	第96条
12	2018年1月	603329	上海雅仕章程	第96条
13	2018年1月	000923	河北宣工章程	第122条
14	2018年1月	603359	东珠景观章程	第96条
15	2018年1月	600318	新力金融章程	第96条
16	2018年1月	600177	雅戈尔章程	第96条
17	2018年2月	600695	绿庭投资章程	第96条
18	2018年2月	603444	吉比特章程	第72条

在此恕不一一列出。

章程中的反收购条款进行问询等。为了应对证监会的监督检查,上市公司在修改章程时采用了证监会制定的《上市公司章程指引》第96条之规定,该条款同样能够达到反收购与维护董事及其他高级管理人员利益的目的,与金色降落伞条款有异曲同工之妙。因为,“金色降落伞”的直接目的就是公司在遇到敌意收购时,保护董事及其他高级管理人员的利益,增加收购者的收购成本,以此阻却收购者收购。虽然几乎100%的上市公司章程采纳了《上市公司章程指引》第96条之规定,但并不是说上市公司章程中没有“金色降落伞”条款。

通过对500余家上市公司章程的统计分析发现,2016年之后修改公司章程的上市公司,只有5.8%的公司章程中规定了“金色降落伞”条款,^①2016年以前制定至今没有修改的公司章程,仍然有大约7.5%的公司章程规定了“金色降落伞”条款,其中不少金色降落伞条款不仅不规范,甚至违法。因此,有必要对这些“金色降落伞”条款的合规性与合法性进行认真研究。

这些“金色降落伞”条款有一个共同特点,即加大维护董事、监事及其他高级管理人员的利益。在公司被收购(不管是敌意收购还是非敌意收购)的情况下,只要发生解聘任期未了的董事、监事或其他高级管理人员,董事、监事及其他高级管理人员便可以依据公司章程中的“金色降落伞”条款,获得巨额经济补偿。但在非公司收购情况下,提前解聘董事及其他高级管理人员,公司章程并未作出明确规定。因此,“金色降落伞”条款的目的性很强,即阻却恶意公司收购与保护董事及其他高级管理人员的利益。

在任期未了而被解聘的董事、监事及其他高级管理人员的经济补偿金方面,有大约92.1%的上市公司章程规定补偿金为解聘前上一年度工资薪金总额的3~10倍,但最高的达到上一年度薪金及福利总和的1000倍;0.8%的上市公司章程规定补偿金为剩余任期的工资总额;2.2%的上市公司章程规定被解聘的董事、监事及其他高级管理人员有权获得一定的经济补偿,但没有具体规定;1.2%的上市公司章程规定补偿金的具体数额由劳动合同规定;0.2%的上市公司章程规定补偿金的数额为公司上一年度净利润的一定百分比,比如20%等。特别值得注意的是,中国

^① 本研究所用的数据都是笔者以500余家上市公司章程为样本统计分析得出来的,在此特别说明。

宝安、多氟多、海印股份、兰州黄河、友好集团等上市公司在章程中规定,当公司被并购接管,在公司董事、监事、总裁和其他高级管理人员任期未届满前如确需终止或解除职务,必须得到本人的认可。这些“金色降落伞”条款具有较强的反收购作用,是否合法有待于进一步研究。

四、“金色降落伞”条款分类研究

学者根据对“金色降落伞”条款研究的目的不同,采用不同的分类标准对其分类。以“金色降落伞”条款规定的补偿金来源为标准,可以将“金色降落伞”条款分为两类:一类是由收购方(股东)支付任期未满被解聘的董事及高级管理人员补偿金的“金色降落伞”条款。另一类是由目标公司支付任期未满被解聘的董事及高级管理人员补偿金的“金色降落伞”条款。前者如2017年6月《600635 大众公用章程》、^①2018年2月《000611 天首发展章程》、^②2016年10月《600611 大众交通章程》等。^③后者如2018年1月《002340 格林美章程》等,^④与之类似的还有27

^① 2017年6月《600635 大众公用章程》第61条规定:“……(五)单独或合并持有公司10%以上股东继续收购公司股份并成为实际控制人的情况下,若因此导致公司中层以上管理人员主动或被动离职的,该股东应当向离职人员一次性支付额外遣散费用,除非离职人员本人书面放弃该项权利。”第269条规定:“……(四)额外遣散费用,是指单独或合并持有公司10%以上股东继续收购公司股份并成为实际控制人后,导致公司中层以上管理人员主动或被动离职时,该股东向离职人员支付的一次性补偿。”

^② 2018年2月《000611 天首发展章程》第135条规定:“高级管理人员任期届满前,公司不得无故解除其职务(辞职除外)。因收购兼并引起公司控制权变化导致高级管理人员被解聘的,收购方(包括间接收购方)应承担原高级管理人员的解聘补偿金。”

^③ 2016年10月《600611 大众交通章程》第37条规定:“……(五)经董事会二分之一以上董事有理由认为单独或合并持有公司10%以上股董或一致行动人继续收购公司股份并可能成为公司实际控制人,因此导致公司中层以上管理人员主动或以任何理由离职的,该股东应当向离职人员一次性支付额外遣散费用,除非离职人员本人书面放弃该项权利。”第192条规定:“……(六)额外遣散费用,是指公司实际控制人发生变化后,在90天内导致公司中层以上管理人员主动或以任何理由离职,已成为实际控制人的股东或一致行动人应在离职人员离职的15日内按下列方式向离职人员支付的一次性补偿。”

^④ 2018年1月《002340 格林美章程》第102条规定:董事在任期届满以前,股东大会不得无故解除其职务。非经原提名股东提议,任何董事在不存在违法犯罪行为,或不存在不具备担任公司董事的资格及能力,或不存在违反公司章程规定等情形下于任期内被解除董事职务的,公司应按该名董事在公司任职年限内累计税前报酬总额的[5-10]倍向该名董事支付赔偿金。非经公司股东大会以特别决议通过,公司修改本章程时不得对本款规定进行修改。

家上市公司。^① 目前有大约98%的“金色降落伞”条款规定的补偿金由目标公司支付,只有大约不到2%的“金色降落伞”条款规定的补偿金由收购方支付。无论从目标公司与董事的劳动关系来看,还是从目标公司的股东与董事的委托—代理关系或信托关系来看,被解聘董事的补偿金由并购公司支付均无理论依据。因为合同

① 这27家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改时间	股票代码	公司章程名称	章程条款
1	2017年4月	600556ST	慧球章程	第98条
2	2017年11月	002407	多氟多章程	第101条
3	2017年9月	002168	深圳惠程章程	第10条
4	2017年8月	002443	金洲管道章程	第10条
5	2016年8月	600272	开开实业章程	第10条
6	2017年8月	600089	特变电工章程	第98条
7	2017年8月	600326	西藏天路章程	第102条
8	2016年1月	600778	友好集团章程	第5.1.2条
9	2014年12月	600711	盛屯矿业章程	第106条
10	2017年12月	000570	苏常柴A章程	第97条
11	2017年1月	002063	远光软件章程	第107条
12	2017年10月	601811	新华文轩章程	第193条
13	2017年5月	600548	深高速章程	第153条
14	2017年7月	600871	石化油服章程	第200条
15	2017年4月	601228	广州港章程	第105条
16	2017年8月	601375	中原证券章程	第267条
17	2016年6月	000039	中集集团章程	第275条
18	2017年11月	600029	南方航空章程	第254条
19	2017年11月	600547	山东黄金章程	第224条
20	2007年6月	600806*ST	昆机章程	第223条
21	2017年4月	000931	中关村章程	第96条
22	2017年11月	600082	海泰发展章程	第131条
23	2017年8月	000726	鲁泰A章程	第96条
24	2016年8月	002398	建研集团章程	第10条
25	2017年10月	002828	贝肯能源章程	第5.1.2条
26	2017年1月	600561	江西长运章程	第96条
27	2017年9月	600887	伊利股份章程	第96条

具有相对性,合同双方无权给第三人强加义务。另外,现行《公司法》《证券法》以及其他法律法规和规章对此均无规定。因此,公司章程规定由并购方支付被解聘董事的补偿金条款既无理论依据,也无法律依据,属于无效条款。

以上市公司章程中金色降落条款的表现形式为标准,对金色降落条款进行分类,可以分为如下几类。

(一)计算公式补偿条款。计算公式补偿条款是指,“金色降落伞”条款不直接规定补偿的具体数额,而是仅规定补偿金的计算公式。一旦发生解聘任期未届满的董事与高级管理人员,即按照既定的计算公式计算出具体补偿金数额。2017年6月《600635 大众公用章程》第61条与第269条,2016年10月《600611 大众交通章程》第37条与第192条,均规定了经济补偿的具体计算公式。

(二)巨额补偿条款。巨额补偿条款是指,为了阻止恶意收购,“金色降落伞”规定补偿金数额为天文数字。如2017年8月《600089 特变电工章程》第98条规定,当发生公司被收购接管的情形时,任期未届满被解除职务的董事、监事、总经理等高级管理人员可以获得前一年年薪1000倍以上的经济补偿。^①2017年5月与2017年8月修订的《000726 鲁泰 A 章程》第96条均规定,董事长、副董事长、董事(监事)或高级管理人员任期未届满被解除职务时,可以分别获得公司上一年度净利润值的20%、10%、5%、1%的经济补偿。^②但2018年2月修改的《000726 鲁泰 A 章程》删除了该条款。这些规定不仅严重损害公司股东的利益,特别是中小股东的利益与不兼任董事的大股东的利益,而且也严重损害公司的利益。

(三)倍数补偿条款。该条款一般是指因公司被收购而解聘任期未届满的董事、监事和其他高级管理人员,可以依据公司章程中的“金色降落伞”条款获得年薪3~10倍的补偿金。但补偿金的计算主要有两种情况:一种情况是,上市公司章程规定以被解聘董事及其他高级管理人员的税前年薪为基数计算补偿金;另一种情况是,

^① 2017年8月《600089 特变电工章程》第98条规定:“当发生公司被收购接管的情形时,在公司董事、监事、总经理(总裁)、其他高级管理人员、核心管理团队(指公司下属控股子公司及分支机构经营班子)及其他核心骨干任期未届满前如确需终止或解除职务,必须得到本人的认可,且公司须一次性支付其相当于前一年年薪总和一千倍以上的经济补偿。”

^② 2017年《000726 鲁泰 A 章程》第96条均规定:“公司与本公司的现任董事(不含独立董事)、监事及高级管理人员签订协议,在本条第三款所称的该股东达到控股地位而导致上述董事长、副董事长、董事(监事)或高级管理人员不再担任相应职务时,公司按照前一年度经审计的净利润值的20%、10%、5%、1%分别向董事长、副董事长、董事(监事)及高级管理人员支付补偿金(上述人员存在重复兼职时,按照比例高者支付补偿金)。”

上市公司章程没有具体规定是以税前还是税后为基数计算补偿金。前者如2016年8月《002398 建研集团章程》第10条、^①2017年10月《002828 贝肯能源章程》第5.1.2条,^②与之类似的还有4家上市公司。^③后者如2017年1月《002063 远光软件章程》第107条,^④与之类似的还有7家上市公司。^⑤

除此之外,有些“金色降落伞”的补偿范围已经细化到董事离职后的医疗、保险、税费等方面。如2017年1月《600561 江西长运章程》第96条规定:“公司执行董事(指日常在公司工作的董事)任期届满之前,非因违反法律法规和规范性文件

① 2016年8月《002398 建研集团章程》第10条规定:在公司发生本章程规定的恶意收购情形下,公司董事、监事、高级管理人员在不存在违反法律、法规及本章程的行为且不存在不具备所任职务的资格与能力之情形,在任期届满前被解除或终止职务的,公司应当按照该名董事、监事、高级管理人员在公司任职年限内税前薪酬总额的10倍支付一次性补偿金。该名董事、监事、高级管理人员已经与公司签订劳动合同的,在被解除劳动合同时,公司还应按照《劳动合同法》支付经济补偿金或赔偿金。

② 2017年10月《002828 贝肯能源章程》第5.1.2条规定:在发生公司恶意收购的情况下,非经原提名股东提议,任何董事在不存在违法犯罪行为,或不存在不具备担任公司董事的资格及能力,或不存在违反公司章程规定等情形下于任期内被解除董事职务的,公司应按该名董事在公司任职董事年限内税前薪酬总额的10倍向该名董事支付赔偿金。

③ 这4家上市公司章程为:

序号	章程修改(制定)时间	股票代码	章程名称	章程条款
1	2016年10月	600611	大众交通章程	第37条
2	2017年11月	002407	多氟多章程	第101条、第121条
3	2015年12月	002340	格林美章程	第96条
4	2017年6月	600635	大众公用章程	第269条

④ 2017年1月《002063 远光软件章程》第107条规定:公司在发生被敌意收购的情况下,非经原提名股东提议,任何董事在不存在违法犯罪行为,或不存在不具备担任公司董事的资格及能力,或不存在违反公司章程规定等情形下于任期内被解除董事职务的,必须得到本人的同意,且公司须一次性支付其相当于其年薪及福利待遇总和十倍以上的经济补偿,上述董事已与公司签订劳动合同的,在被解除劳动合同时,公司还应按照《劳动法》《劳动合同法》等规定另外支付经济补偿金或赔偿金。

⑤ 这7家上市公司章程为:

序号	章程(制定)修改日期	股票代码	章程名称	章程条款
1	2017年9月	002168	深圳惠程章程	第10条
2	2017年8月	002443	金洲管道章程	第10条
3	2016年8月	600272	开开实业章程	第10条
4	2017年8月	600089	特变电工章程	第98条
5	2016年1月	600778	友好集团章程	第5.1.2条
6	2017年10月	600807	天业股份章程	第111条
7	2017年10月	002828	贝肯能源章程	第6.1条、第7.1.3条

以及本章程规定之情形而被解除职务的,公司应当立即一次性支付该执行董事剩余任期的报酬或津贴,并为该执行董事购买一份相当于其年报酬金额十倍的人寿保险,保费由公司支付。”

(四) 剩余任期补偿条款。该条款是指,任期未了的董事、监事或高级管理人员被解聘后,可以依据公司章程的规定一次性获得剩余任期的报酬或津贴。如 2017 年 1 月《600561 江西长运章程》第 96 条,^①与之有类似规定的还有 3 家上市公司的章程条款。^②

(五) 不确定补偿数额条款。该条款是指,在公司章程中仅规定当公司将被收购时,被解聘任期未了的公司董事、监事及其他高级管理人员有权取得因失去职位或者退休而获得的补偿或者其他款项,但没有规定具体补偿标准。如 2017 年 4 月《600548 深高速章程》第 153 条,^③与之有类似规定的还有 10 家上市公司的章程条款。^④

① 2017 年 1 月《600561 江西长运章程》第 96 条规定:“公司执行董事(指日常在公司工作的董事)任期届满之前,非因违反法律法规和规范性文件以及本章程规定之情形而被解除职务的,公司应当立即一次性支付该执行董事剩余任期的报酬或津贴,并为该执行董事购买一份相当于其年报酬金额十倍的人寿保险,保费由公司支付。”

② 这 3 家上市公司章程条款为:

序号	章程(制定)修改日期	股票代码	章程名称	章程条款
1	2016 年 8 月	002398	建研集团章程	第 10 条
2	2017 年 10 月	002828	贝肯能源章程	第 5.1.2 条
3	2007 年 7 月	600806	*ST 昆机章程	第 223 条

③ 2017 年 4 月《600548 深高速章程》第 153 条规定:“公司在与公司董事、监事订立的有关报酬事项的合同应当规定,当公司将被收购时,公司董事、监事在股东大会事先批准条件下,有权取得因失去职位或者退休而获得的补偿或者其他款项。”

④ 这 10 家上市公司章程条款为:

序号	章程(制定)修改日期	股票代码	章程名称	章程条款
1	2018 年 2 月	000611	天首发展章程	第 135 条
2	2017 年 4 月	600556ST	慧球章程	第 98 条
3	2017 年 7 月	600871	石化油服章程	第 200 条
4	2017 年 10 月	601811	新欢文轩章程	第 193 条
5	2017 年 8 月	601375	中原证券章程	第 267 条
6	2016 年 6 月	000039	中集集团章程	第 275 条
7	2017 年 11 月	600029	南方航空章程	第 254 条
8	2017 年 11 月	600547	山东黄金章程	第 224 条
9	2007 年 6 月	600806 * ST	昆机章程	第 223 条
10	2017 年 11 月	600082	海泰发展章程	第 131 条

(六)聘任合同条款。该条款,是指公司章程不直接规定在解聘任期未满足董事及其他高级管理人员时如何对其进行经济补偿,而是规定由公司在聘任董事及其他高级管理人员时在聘任合同中规定。如2017年4月《000931 中关村章程》第96条第4款、^①2017年12月《000570 苏常柴A章程》第97条第5款等,^②与之有类似规定的还有4家上市公司的章程条款。^③

五、“金色降落伞”条款合法性分析

(一)是否应该给予补偿金

学界对股东大会无故单方解聘任期未满足董事及其他高级管理人员,是否应给予经济补偿的理论研究与实证研究仅限于宏观层面,微观层面的研究略显不足。本课题组从劳动法律关系、委托—代理关系、信托关系角度对是否应当给予被解聘任期未满足董事及其他高级管理人员经济补偿研究如下。

首先,从劳动法律关系分析研究,是否应当给予被解聘任期未满足的董事及其他高级管理人员经济补偿。公司的执行董事以及其他由公司支付社保的董事与公司之间的关系应属于劳动关系,其桥梁是劳动合同,只不过该劳动合同区别于一般劳动合同。一般劳动合同由雇主与雇员之间订立,雇员只能按照劳动合同约定从事劳动,不具有自主性。而公司与董事之间的劳动关系则不同,公司与董事签订劳动合同,具有委托—代理的性质。是否聘任某个董事不是由公司的意思机构决定,而

^① 2017年4月《000931 中关村章程》第96条第4款规定:“但兼任总裁或者其他高级管理人员职务的董事以及由职工代表担任的董事,总计不得超过公司董事总数的1/2。公司应与董事签订聘任合同,明确公司和董事之间的权利义务、董事的任期、董事违反法律法规和本章程的责任以及公司因故提前解除合同的补偿等内容。”

^② 2017年12月《000570 苏常柴A章程》第97条第5款规定:“公司应和董事签订聘任合同,明确公司和董事之间的权利义务、董事的任期、董事违反法律法规和公司章程的责任以及公司因故提前解除合同的补偿等内容。”

^③ 这4家上市公司章程条款为:

序号	章程(制定)修改日期	股票代码	章程名称	章程条款
1	2017年8月	600326	西藏天路章程	第102条
2	2014年12月	600711	盛屯矿业章程	第106条
3	2017年4月	601228	广州港章程	第105条
4	2017年9月	600887	伊利股份章程	第96条

是由股东大会选举决定。董事在公司经营管理过程具有相当大的自主权。解聘董事的事由除在董事与公司签订的劳动合同明确规定之外,公司章程也规定解聘董事的条件。因此,在董事任期未满之前,公司单方解除其职务,属于违反劳动合同的行为,理应承担违约责任,除非公司依法或依章程的规定具有单方解除其职务法定理由。换言之,在尚未出现公司单方解除劳动合同的法定事由之前,公司解除任期未满的董事职务,应当承担相应的违约责任,给予被解聘董事经济补偿。

其次,从委托—代理关系分析研究,是否应当给予被解聘任期未满的董事及其他高级管理人员经济补偿。大陆法系国家一般认为公司与董事的关系是委托—代理关系,连接公司与董事的纽带是有偿委托代理合同。但这种委托代理合同,不同于一般的民事代理合同。受托人不仅应当按照委托人的授权对委托的事务尽其一个善良管理人的义务,而且也应尽勤勉与忠实义务。公司作为委托人单方终止其与董事的委托—代理关系,侵害了董事的期待利益,由此给作为受托人的董事造成损失的,应当给予补偿,除非出现公司依法或章程的规定具有单方解除其职务法定理由。因此,公司无故单方终止其与董事的委托—代理关系,应当承担相应的法律责任。

再次,在英美法系国家,一般将公司与董事的关系视为信托关系。“信托关系基于委托人将财产的所有权转移给受托人,受托人以财产所有人的身份以一定的方式处分财产,并将财产收益交给委托人所指定之受益人。受托人一般的权利是受托标的物的出售、出租、投资等营利性的经营;其一般的义务是像对待自己的财产一样照管好别人的财产,并本着‘诚实’和‘良心’将委托财产的收益交给受益人。”^①据此原理,股东将公司委托给董事经营管理,董事按照约定获取一定的报酬。作为委托人的股东无故单方终止信托关系,给受托人造成损失的,应当给予补偿。

最后,我国现行《公司法》《证券法》《上市公司收购管理条例》《上市公司股东大会规则》等法律、法规并未禁止对被解聘董事给予一定的经济补偿,因此,根据法不禁止即自由,但也不能滥用的原则,经济补偿条款应属于公司自治的范畴,只要不违背强制性法律规范、不损害公司和股东利益或限制其他股东权利,应属有效。

综上所述,无论从劳动法律关系、委托—代理关系、信托关系,还是现行法律规

^① 孙光焰:《也论公司、股东与董事之法律关系》,载《法学评论》1999年第6期。

定,给予被解聘董事、监事及其他高级管理人员经济补偿都有理论依据,应属合法。

(二) 补偿标准如何确定

既然从理论上说,股东大会无故单方解聘任期未了的董事及其他高级管理人员,理应给予被解聘董事、监事及其他高级管理人员经济补偿。因此,“金色降落伞”条款是否有效的关键问题是如何确定补偿标准,以及补偿多少。对此,现有研究文献较少,即使现有文献对其进行研究,也是进行宏观性研究,不具有可操作性。因此,补偿标准仍是至今尚未解决的一个重要的理论问题与实际问题。

关于“金色降落伞”条款规定的补偿金数额多少,有的学者认为,根据《公司法》第37条和第46条的相关规定,董事的相关报酬,由股东会决定,经理的报酬由董事会决定。所以这两类管理人员“金色降落伞”协议的设置须遵循不同的程序,至于补偿金额多少则属于公司自治权的范围,由公司内部意思自治。^① 本课题组认为,虽然股东大会有权决定董事和监事的报酬,董事会有权决定其他高级管理人员的报酬,但股东大会不能任意确定被解聘董事的补偿金,特别是在控股股东兼任董事的情况下,更不能任意决定,以避免涉嫌利益输送。因此,“金色降落伞”条款规定的经济补偿数额,不得超过合理限度。关于如何判断“金色降落伞”条款规定的补偿金是否超过合理的限度,学界尚未提出具体的判断标准。本课题组认为,确定金色降落伞条款规定的补偿金额不能超过合理的限度,主要考虑以下几个基本原则:

首先,不能超过3年薪酬的总和。《公司法》第45条和第52条分别规定董事的最长任期不得超过3年,监事的任期为3年。这样,“金色降落伞”条款规定被解聘的董事或监事的补偿金不得超过其3年薪酬的总和。因为每一位被选聘的董事或监事都明知其任期最高不得超过3年,任期届满后既可能续聘,也可能终止续聘。因此,“金色降落伞”条款规定的补偿金数额最高不能超过董事最长3年任期或监事3年任期的薪酬总和。这样既保护了董事、监事的期待利益,避免了利益输送之嫌,也不损害被解聘董事、监事的信赖利益。因为,法律仅保护当事人的期待利益和信赖利益,而非其他利益。但问题是董事、监事任期的薪酬是其为公司全负荷劳动所得,解聘之后不再为公司付出任何劳动,就不应得到全部薪酬,而是应少于其任期薪酬的一定的经济补偿,本课题组建议经济补偿金应是其任期薪酬的60% ~

^① 陈岱松、韩疆:《金色降落伞境外备受争议》,载《董事会》2016年第8期。

80%。

其次,不能超过剩余任期薪酬的总和。被解聘任期未了的董事、监事及其他高级管理人员获得的补偿金不能超过剩余任期薪酬的总和。如前所述,董事、监事及其他高级管理人员获得的补偿金不仅不能超过其剩余任期的薪酬总和,而应当少于其剩余任期薪酬的总和。据此,董事、监事及其他高级管理人员的补偿金超过剩余任期薪酬总和的条款应属无效。以此判断我国上市公司章程规定的“金色降落伞”条款几乎 100% 地超过了合理的限度。因此,我国上市公司章程规定的“金色降落伞”条款几乎 100% 属于无效条款。

再次,不能超过剩余退休年限薪酬的总和。根据《国务院关于工人退休、退职的暂行办法》以及其他有关劳动法的规定,我国企业事业单位职工,男性年满 60 岁,女性年满 55 岁应该退休。因此,董事、监事及其他高级管理人员获得补偿金,不应超过其剩余退休年限的薪酬总和,而是应低于其剩余退休年限薪酬的总和。目前我国上市公司章程中规定的“金色降落伞”条款均未考虑退休这一问题。比如一个刚履职的 59 岁的男董事,因该公司被收购,而解聘刚履职的男董事,其补偿金不能超过一年。有的学者可能提出国家正在思考如何延期退休,该董事的退休年龄不应是 60 岁,而应是董事任期届满。对此本课题组认为,在新的法律政策没有出台之前,公司有权为年满 60 岁的董事办理退休手续,也可以根据工作需要为该董事办理延退手续。但办理延退手续,必须征得该董事的同意。美国也有类似的规定,美国有关劳动法规定年满 60 岁以上,65 岁以下的职工,可以自己选择退休,公司不得强迫其退休;年满 65 岁的职工公司有权为其办理退休手续,也可以续聘该职工,但要征得该职工同意。

最后,减去其获得的其他报酬。可以将被解聘的董事、监事及其他高级管理人员获得的补偿金分为两种:一种是获得其全部剩余任期的薪酬总和;另一种是获得其剩余任期全部薪酬的一定百分比。被解聘的董事、监事及其他高级管理人员在短期内又找到新“东家”,是否应当从其补偿金中减去新“东家”所支付的报酬,应当根据其获得的补偿金是剩余任期的全部薪酬还是部分薪酬而确定。如果是剩余任期的全部薪酬,应当扣除其从新“东家”获得的报酬。如果是剩余任期的部分薪酬,不应扣除从新“东家”获得的报酬。但有学者可能认为,如果要从董事或监事所获得的补偿金中扣除新“东家”支付的报酬,不利于激励其积极工作,为社会多做贡

献,而是会激励其懒惰。本课题组认为,这种担忧从理论上说是存在的,但从实践来看,是不存在的。主要理由有二:其一是董事的最长任期和监事的任期为3年,在被解聘之前该董事或监事已经在目标公司工作一段时间,既可能是新的任期刚刚开始,也可能是新的任期即将届满;其二是董事、监事等为了得到社会尊重和体现自身的价值也会积极寻找适合自己的新“东家”,而不是休息在家。另外,被解聘的董事或监事仅获得其剩余任期的薪酬,剩余任期很快将会结束,这也会迫使他们积极寻找适合自己的工作。

(三)如何判断超过剩余任期薪酬总和的“金色降落伞”效力

如前所述,被解聘的董事、监事及其他高级管理人员所获得的补偿金不能超过其剩余任期薪酬的总和。而我国上市公司为了阻止恶意收购,“金色降落伞”规定的补偿金几乎全部高于剩余任期薪酬的总和。有的补偿金甚至是天文数字。

根据2017年8月《600089特变电工章程》第98条规定,任期未满被解聘的董事可以获得上一年年薪1000倍的补偿金,即一旦被解聘,董事即可一次性获得1000倍的年薪总和。如果一个年薪80万元的董事被解聘后,可以获得一次性补偿金8亿元,即 $80\text{万元} \times 1000 = 80000\text{万元}$ 。如果并购方要改选目标公司的两名董事,需要支付16亿元的补偿金。这样的“金色降落伞”反收购效果十分明显,但是否具有法律效力值得进一步研究。再如2017年8月《000726鲁泰A章程》第96条规定,任期未满被解聘的董事长、副董事长、董事(监事)或高级管理人员,可以分别获得净利润值的20%、10%、5%、1%的经济补偿,即一旦发生解聘,董事长、副董事长、董事(监事)或高级管理人员可以拿走公司1年利润的60%。这样的“金色降落伞”条款似乎是个赌博条款,即公司利润越高,被解聘的董事长、副董事长、董事(监事)或高级管理人员获得的补偿金越多。如果公司发生亏损,被解聘的董事长、副董事长、董事(监事)或高级管理人员将不可能获得任何经济补偿。事实上,如果被解聘的董事长、副董事长、董事(监事)或高级管理人员获得的补偿金高于其剩余任期薪酬总和的,已超过合理限度,属于无效条款。如果发生公司亏损,被解聘的董事长、副董事长、董事(监事)或高级管理人员将不能获得任何经济补偿,但这一样会影响其生活,他们仍然可以依据聘任合同要求公司承担违约责任。因此,任何赌博性的经济补偿性条款都属于无效条款。

有的学者可能认为,虽然“金色降落伞”条款规定的补偿金超过了合理的限度,

但不能否定其法律效力,只是超过部分法律不予保护。这正如约定违约金规则一样,如果约定违约金明显高于实际损失,另一方当事人可以申请调整约定违约金数额,但不能否定其效力一样。本课题组认为,“金色降落伞”与约定违约金有一个显著的不同,“金色降落伞”条款一般规定由目标公司支付被解聘任期未了的董事及其他高级管理人员补偿金,而目标公司的意思机关又是董事会。这样,即使补偿金的数额远远高于剩余任期薪酬的总和,但董事会也不会申请调整补偿金数额。因为,补偿金数额的调整与董事会成员有直接的利益关系。那么通过股东诉讼是否可以解决这一问题?本课题组的答案是否定,其原因是股东请求调整被解聘董事经济补偿金,是一种公益权,与自己没有直接的利益关系,其主张权利的欲望大大降低。另外,中小股东持股比例低又不享有提案权,这样,很难通过公司内部治理机制调整被解聘董事经济补偿金。股东通过诉讼调整被解聘董事补偿金数额也是不可行的。首先,有关法律对此没有具体规定,是否可以通过诉讼调整经济补偿金,值得进一步研究。其次,诉讼要付出成本,这些成本最终由谁来承担,相关法律也没有明确规定。总之,这两个条件决定了采取股东诉讼的方式解决补偿金数额过高的问题是不可行的。而约定违约金则不同,因为违约金的高低直接影响相关当事人的利益,他们具有申请调整约定违约金过高或过低的积极性。一旦约定违约金明显高于或低于实际损失,相关当事人无一例外都会申请调整约定违约金数额。因此,本课题组认为,“金色降落伞”条款规定的补偿金高于最高限额应属于无效。但“金色降落伞”条款无效,怎么确定补偿金额?本课题组建议在这种情况下,应该采用最低标准确定补偿金数额,这样有利于股东大会或董事会合理确定董事、监事及其他高级管理人员的经济补偿金,也有利于防止利益输送。

六、结 论

股东有权通过股东大会解除任期未了的董事、监事及其他高级管理人员,但股东行使这一权利侵害了被解聘董事、监事及其他高级管人员的信赖利益或期待利益,应该给予相应的经济补偿。因此,上市公司章程规定“金色降落伞”条款属于公司自治的范畴。问题是公司章程规定的补偿金额是否不受任何限制,以及判断补偿金数额高低的标准是什么,本应是学界深入研究的问题,但遗憾的是学界对此并

未进行深入研究。本课题组在深入研究 500 余家上市公司章程中的“金色降落伞”基础之上,根据《公司法》的有关条款,提出判断“金色降落伞”条款效力的标准如下:不得超过董事和监事 3 年薪酬的总和;不能超过董事、监事及其他高级管人员剩余任期薪酬的总和;不能超过剩余退休年龄薪酬的总和。以上三个标准是董事、监事及其他高级管理人员全负荷工作所得的薪酬,被解聘之后他们不再为公司工作,故其实际补偿金额应为其应然补偿金额的 60% ~ 80%,而非全部。

至于“金色降落伞”条款规定的补偿金数额超过上述标准是超过部分无效还是全部无效,本课题组认为,是整个条款无效,而不是超过部分无效。在这种情况下,补偿金数额应该根据最低标准确定,而非根据最高标准确定,这样既有利于防止利益输送,又有利于激励股东大会合理确定补偿金的数额。

第六章 董事会反收购措施的合法性研究

——以宝万之争为例

上市公司反收购,是指目标公司的经营者为了维护自己的利益或公司的利益,防止收购的发生或挫败已发生的收购而采取的一系列措施。反收购的实质是收购方与目标公司管理层对控制权的争夺。收购方由于未取得管理层同意而被视为“野蛮人”,而收购行为是一种中性的市场行为。收购行为以及过程是否合法,是收购行为本身的合法性问题,而董事会运用的反收购措施是否合法就值得研究。本课题组以 2016 年的宝万之争为案例进行研究,以期获得普遍适用的标准。

一、问题的提出

自 2015 年 7 月以来,宝能系不断购买万科股份。^① 12 月 17 日王石指出不欢迎宝能系成为万科第一大股东。12 月 18 日万科以正在筹划资产重组为由申请停牌。2016 年 3 月 17 日万科召开临时股东大会,决议 A 股股票继续停牌,并披露了拟重组的潜在交易对手方之一为深圳市地铁集团有限公司(以下简称深地铁)。交易方式主要为向深地铁新发行股份。^② 股东华润股份有限公司(以下简称华润)和宝能系投了赞成票。

^① 为了论述方便,下文将前海人寿保险股份有限公司和深圳市钜盛华股份有限公司,以及其他构成一致行动人关系的均称为宝能系。

^② 详见万科 A 2016 年 3 月 18 日公告的《2016 年第一次临时股东大会决议公告》(公告编号:〈万〉2016-037)以及《关于重大资产重组继续停牌的公告》(公告编号:〈万〉2016-036)。

停牌半年后,万科董事会审议公司发行股份购买深地铁下属公司的股权。^①按照该议案,深地铁将晋升为万科第一大股东。华润委托的3位董事投了反对票。宝能系也发表声明反对重组方案。^②随后,宝能系提议召开临时股东大会,审议罢免万科全部现任董事、监事。^③宝能系被证实为争夺万科控制权。但议案遭到董事会否决。^④之后,宝能系转变态度,公开披露做万科长期的战略财务投资人,希望管理层中的优秀者继续留任万科。^⑤至此,宝能系针对万科的控制权之争落下帷幕。^⑥

在宝万事件中,宝能系持股将近25%时提出罢免董事、监事的议案。从行为来判断,宝能系目的是谋取万科的控制权。在整个事件中,大股东华润的种种行为折射出其不赞成反收购的态度。并且在反收购过程中,未召开股东大会决议反收购。因此,此次事件中至少存在以下问题值得关注:第一,董事会是否拥有反收购的权力?第二,反收购中定向增发的合法性问题。第三,反收购中停牌的合法性问题。

二、董事会反收购权力来源

(一) 现行法律和章程规定

关于董事反收购的法律规定,《公司法》和《证券法》没有直接规定。但是《公司法》规定了董事的忠实义务和勤勉义务,这两大义务可以规范董事在反收购中的行为。但是,忠实义务和勤勉义务规范董事行为存在制度上的缺陷。除此之外,主要法律依据为《上市公司收购管理办法》。除这些规范之外,公司章程作为公司的自治“宪法”,对规范董事反收购起着重要作用。

① 详见万科A 2016年6月18日公告的《第十七届董事会第十一次会议决议公告》(公告编号:<万>2016-077)。

② 《声明》,载宝能集团官网:<http://www.baoneng.com/news.aspx?type=24&id=100>,最后访问日期:2018年3月10日。

③ 详见万科A 2016年6月27日公告的《深圳市钜盛华股份有限公司及前海人寿保险股份有限公司关于提请公司董事会召开2016年第二次临时股东大会的通知》。

④ 详见万科A 2016年7月4日公告的《第十七届董事会第十二次会议决议公告》(公告编号:公告编号:<万>2016-089)。

⑤ 详见万科A 2016年7月7日公告的《详式权益变动报告书》。

⑥ 但万科对宝能系的反击并未结束。2016年7月4日,万科针对宝能系提起诉讼。2016年7月20日万科A公告《关于媒体报道的说明公告》(公告编号:<万>2016-096)。公告披露公司向证监会、证券投资基金业协会、深圳证券交易所、证监会深圳监管局提交了一份《关于提请查处钜盛华及其控制的相关资管计划违法违规行为的报告》。

1.《公司法》的规定

《公司法》中虽然没有规定收购和反收购,但是可以对比股东大会职权和董事会职权。股东大会拥有重大事项的决定权,董事会拥有部分事项的决定权。在股东大会和董事会的职权中,和反收购最相关的是股东大会决定公司的经营方针和投资计划,董事会决定公司的经营计划和投资方案。显然反收购不属于经营方针和投资计划,而更接近经营计划和投资方案。这样解释似乎有些牵强。

我国《公司法》第 147 条规定了董事的忠实义务和勤勉义务,第 148 条规定了董事、高级管理人员违反忠实义务的禁止行为。^① 但是对于勤勉义务却没有进一步解释。我国学者将勤勉义务与注意义务一并使用。^② 在美国,绝大多数州的公司法对于注意义务的规定都借鉴或类同于美国《1984 年示范公司法》§ 8.30(a),董事应以如下方式履行职责:(1) 怀有善意;(2) 尽到一个正常的审慎之人在相同处境之下应有的注意义务;(3) 采用其有理由相信最符合公司利益的方式。^③ 因此,董事基于忠实义务和勤勉与注意义务,当董事会合理地认为收购不符合公司最佳利益时,其有权采取反收购措施。忠实义务和勤勉义务是对于董事行为的规范,但是《公司法》缺乏对董事违反忠实义务和勤勉义务责任标准的规范。由此,董事会反收购在很大程度上取决于全体董事的道德水平以及董事对公司的忠诚度,更取决于董事的利益与公司的利益是否一致。当董事的利益与公司的利益不一致时,董事很难舍弃自己的利益去维护公司的利益。即使董事标榜其出发点是基于对公司利益的考虑,但是将一个公司未来的发展置于董事的道德考量上是有极大风险的。因此,明确违反忠实义务和勤勉义务的责任标准是董事遵守忠实义务和勤勉义务的制度保障。

^① 《公司法》第 147 条规定:“董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程,对公司负有忠实义务和勤勉义务。董事、监事、高级管理人员不得利用职权收受贿赂或者其他非法收入,不得侵占公司的财产。”第 148 条第 1 款规定:“董事、高级管理人员不得有下列行为:(一)挪用公司资金;(二)将公司资金以其个人名义或者以其他个人名义开立账户存储;(三)违反公司章程的规定,未经股东会、股东大会或者董事会同意,将公司资金借贷给他人或者以公司财产为他人提供担保;(四)违反公司章程的规定或者未经股东会、股东大会同意,与本公司订立合同或者进行交易;(五)未经股东会或者股东大会同意,利用职务便利为自己或者他人谋取属于公司的商业机会,自营或者为他人经营与所任职公司同类的业务;(六)接受他人与公司交易的佣金归为己有;(七)擅自披露公司秘密;(八)违反对公司忠实义务的其他行为。”

^② 冯果:《公司法》,武汉大学出版社 2007 年版,第 265 页。

^③ [美]罗伯特·W. 汉密尔顿:《美国公司法》(第五版),齐东祥译,法律出版社 2008 年版,第 334 页。

2.《上市公司收购管理办法》的规定

我国《上市公司收购管理办法》对于反收购主要规定在第8条和第33条。《上市公司收购管理办法》第8条规定:“被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务,应当公平对待收购本公司的所有收购人。被收购公司董事会针对收购所做出的决策及采取的措施,应当有利于维护公司及其股东的利益,不得滥用职权对收购设置不适当的障碍,不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助,不得损害公司及其股东的合法权益。”对于该条文存在以下理解:第一,“不得滥用职权对收购设置不适当的障碍”,那么未滥用职权但是设置不适当的障碍是否可行?从文义解释来说是可行的,即在董事会未滥用职权的情况下可以设置不适当的障碍。但是,对于规范董事反收购行为而言,这种情形应当被否定。第二,如何理解“不适当的障碍”?首先,从字面理解,“不得滥用职权对收购设置不适当的障碍”即可以设置障碍,而非不得设置任何障碍。其次,董事会设置的障碍即采取的反收购措施不是无限制的,而最低的限度应当是不违反法律的强制性规定,以及不损害公司以及全体股东的利益。因此,是否适当的判断标准是以法律的规定以及公司和全体股东的利益为依据,而不是对于收购方来说是否适当。第三,从文义上解释,董事会可以主动采取反收购,只要坚持一个原则即未损害公司及其股东的合法权益。“不得滥用职权对收购设置不适当的障碍,不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助”是该原则的具体表现。第四,从上下文解释,该条文中的禁止性规定是针对董事的忠实义务和勤勉义务进行的具体性限制,而不是对于董事会无权进行反收购的限制。因此,并不能从该条文认定董事会没有反收购决定权。

《上市公司收购管理办法》第33条规定:“收购人作出提示性公告后至要约收购完成前,被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外,未经股东大会批准,被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式,对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。”该条规定针对要约收购情况下股东大会和董事会在反收购中的权力配置。对于以其他方式进行的收购,该条并不适用。

3. 公司章程的规定

公司章程是公司治理的“宪法”。除不违反法律的强制性规定外,公司章程可

以修改法律的任意性规定,并制定法律没有规定的内容。作为自治规章,无论是股东还是董事、监事都必须遵守公司章程的规定。股东大会的职权和董事会的职权也通过公司章程进行权力配置。因此,在法律没有直接规定反收购权力的情况下,公司章程可以将反收购的权力赋予股东大会或者董事会。公司章程具有类似于法的预测作用,对于收购人而言,其可以根据目标公司章程判断在目标公司董事会反对收购的情形下是否进行强行收购。

(二) 董事会反收购权力理论

在实然层面,股东大会反收购大多数是表象,背后是董事会主导下的反收购。理由如下:第一,在一般情况下,股东大会由董事会提议召开,审议的议案由董事会提出。在个别情况下,股东增加临时提案。但是通常股东大会授权董事会办理某项事宜。在授权时多数是全权授予,而不是分权授予。这样就容易变成董事会主导办理某项事宜。第二,即使召开股东大会,由于股东的专业能力不及董事以及在时间、精力等方面对于公司的关注度较少,对于公司的现状以及未来的发展,股东和董事在信息上存在不对称。董事可以通过引导、暗示、建议等手段“劝诱”股东。这样从形式上是股东大会进行的反收购,但是实质上是董事会主导的反收购。第三,董事是由股东选举,董事的意志在很大程度上代表股东的意志。董事是否进行反收购在某种程度上也代表股东的意思表示。在多数情况下,如果股东反对收购,其委托的董事执行股东的决定。此外,部分董事也是股东,双重身份决定了作为董事和作为股东利益的一致性。因此,实际发生的反收购,大多是董事会直接反收购,并未针对反收购进行股东大会决议。

但是在应然层面,应当是由股东大会决议反收购。理由如下:第一,法律未规定剩余权力的归属。在股东大会和董事会权力配置中,我国《公司法》并没有规定反收购的权力。在公司章程没有规定的情况下,立法者没有明确列举的剩余权力由谁行使?《公司法》并未将经营权垄断于董事会之手,也未规定股东大会依该法或公司章程行使的决策权之外的其他权力皆由董事会行使。因此,《公司法》的态度基本上属于股东会中心主义。^① 第二,基于委托—代理理论,董事是股东的代理人,在代理过程中存在代理成本。股东通过股权激励、董事在职消费等形式激励董

^① 刘俊海:《现代公司法》,法律出版社2008年版,第407页。

事。但是,面对公司控制权变更时,董事有极大的可能被解聘。董事在物质层面、精神层面,以及社会层面的威望、人脉、社会评价等更有可能因此受损。对于既得利益和经营管理权的丧失,在面临收购时公司并未给予董事超出平时的激励范围。即使存在“金色降落伞”条款的保护,但是其合法性存疑。因此,当董事不同意收购时,其很难中立地判断该项收购对于公司和全体股东的意义。即使其能判断该项收购的意义,也很难有足够动力去维护一项其反对的收购,这就可能导致董事违背股东的真实意思。第三,公司的所有者是股东。公司的盈利或者亏损都归属于股东来承担。因此,面临是否反收购时,应当由全体股东参与决策,体现其真实意思表示。股东参与表决的权利不应当由董事剥夺。“因为股东有权自己决定与无权被别人决定命运是根本不同的。这就是现代市场经济的规则和程序正义。”^①有学者提出应当警惕大股东,尤其是控股股东操纵股东大会利用反收购措施抢占公司控制权,滥用公司控制权,为自己谋利的行为。^②这属于另一个问题。第四,董事与公司的利益冲突。董事与公司之间利益冲突是董事滥用权利的根本原因。^③当董事利益和股东利益不一致时,董事不一定遵从股东的决定。因此,在面对是否反对收购的问题上,应该由股东大会决议。

(三) 万科董事会的反收购权力

基于上述分析,探讨万科董事会是否有反收购的权力。首先,宝能系收购过程中并未运用要约收购,那么,《上市公司收购管理办法》第33条的规定就不适用于规范万科董事会的行为。其次,笔者查阅万科公司章程,章程并没有规定董事会有反收购的权力。最后,从股东大会对董事会的授权来看,在整个事件过程中,股东大会并没有授予董事会进行反收购。而且,万科并无控股股东和实际控制人。综上,可以说万科董事会反收购并未有法律、章程或者股东大会的授权。

但是,万科董事会对公司有忠实义务和勤勉义务。王石在董事会内部讲话中

① 华生:《万科模式:控制权之争与公司治理》,东方出版社2017年版,第17页。

② 林王威:《中英上市公司反收购措施立法浅谈》,载王保树主编:《中国商法年刊》,北京大学出版社2008年版,第789页。

③ 黎友强:《目标公司董事会是否有权采取反收购措施吗?——美国立法例研究及其对我国的启示》,载《法律科学》1997年第4期。

透露了万科董事会反收购的理由：^①(1)宝能系控股万科，即大股东的背景可能影响万科的评级，而万科的信用是其最宝贵的无形资产。信用评级的调整将会对万科造成一系列的影响。(2)宝能系在房地产的交易额远低于万科，其中一部分为关联交易，宝能系控制万科能力不足。(3)宝能系通过举债进行杠杆收购，风险很大，是一种“走钢丝”行为，这对万科的长远发展是不利的。因此，基于对于公司的长远发展考虑，宝能系成为控股股东不利于万科的发展。以上反收购的理由是董事会出于自保，还是履行忠实义务和勤勉义务为了公司利益，抑或两者兼而有之，可以从其实施的定向增发和停牌行为进行判断。

三、收购中定向增发的合法性

2016年6月17日万科召开董事会会议，审议公司发行股份购买资产暨关联交易方案的议案。^②如果议案通过且成功发行股份，深地铁将晋升为万科第一大股东。宝能系为第二大股东，华润由第一大股东降为第三大股东。华润、宝能系对定向增发的态度，由在万科2016年第一次临时股东大会上的同意变为反对。“定向增发的方案和过程涉及公司利益在获得增发的股东(包括部分原有股东和新股东)和没有获得增发的原有股东之间的重新分配”，^③在这个过程中，是否触碰大股东的利益？是否侵害了中小股东的利益？以下对定向增发对于公司、股东华润、深地铁、收购方宝能系、万科管理层、中小股东的影响进行分析。

(一)定向增发对利益各方的影响

第一，定向增发对深地铁的影响，从发行价格、取得万科股份进行衡量。从发行价格来说，本次发行价格为定价基准日前60个交易日上市公司股票交易均价的

^① 《王石：不欢迎宝能系成第一大股东 你的信用不够》，载新华网财经网：http://www.xinhuanet.com/fortune/2015-12/18/c_128543452.htm，最后访问日期：2018年3月19日。

^② 本次发行股份购买资产的交易对方为深地铁，标的资产为深地铁持有的前海国际100%的股权。标的资产的预估值为456.13亿元，协商确定标的资产交易价格暂定为456.13亿元。本次发行股份购买资产的定价基准日为公司第十七届董事会第十一次会议决议公告日。发行价格以不低于定价基准日前60个交易日公司股票交易均价的90%为基础，经协商确定为人民币15.88元/股，为定价基准日前60个交易日上市公司股票交易均价的93.61%。

^③ 朱红军、何贤杰、陈信元：《定向增发“盛宴”背后的利益输送：现象、理论根源与制度成因——基于驰宏锌锗的案例研究》，载《管理世界》2008年第6期。

93.61%。而定价基准日前公司一直处于停牌。结合《上市公司重大资产重组管理办法》(2016年修订)第45条第1款的规定,本次发行价格应当以停牌前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的价格为计算依据。^①而万科以定价基准日前60个交易日公司股票交易均价为基础,这个价格相对较低,对于深地铁是有利的。^②定向增发价格低,深地铁增发成本就低,未来的收益空间就高。如果未来股价上涨,深地铁将获得高额的回报。如果未来股价下跌,在获得股份时的折价有助于弥补股价下跌带来的损失。即使暂时未弥补该损失,深地铁也拥有所持有股份的其他权利。而且在股份锁定期内,公司可以通过送红股的形式额外增加深地铁的收益。深地铁的股东为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会,其代表深圳市政府的利益。其承担国有资产保值增值的任务。而投资拥有优秀业绩的公司股份,有助于国有资产的保值增值。因此,定向增发对于深地铁是有利的。

第二,定向增发对管理层的影响。对于管理层来说,通过定向增发引入“白衣骑士”,可以抵御宝能系对于控制权的争夺。直接为宝能系改组董事会设置障碍,保住了管理层职位。深地铁作为消极的财务投资者,对谋取公司的控制权以及公司内部治理并不关心。管理层可以继续保持其独特的公司治理模式,实现自主经营。此外,根据《2015年年度报告》,公司董事、监事、高级管理人员持有万科股份共计0.1832%。相比失去控制权,被摊薄的股份损失可能不足其1年的年薪。^③因此,对于万科管理层来说,本次定向增发有利于管理层保持对公司的控制权。

第三,定向增发对大股东的影响。根据《深圳证券交易所主板上市公司规范运

^① 《上市公司重大资产重组管理办法》(2016年修订)第45条第1款规定:“上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一。本次发行股份购买资产的董事会决议应当说明市场参考价的选择依据。万科A第十七届董事会第十一次会议决议公告日为2016年6月18日,而停牌日期为2015年12月18日。那么,发行价格应当以2015年12月18日之前20个、60个或者120个交易日的价格为计算依据。”

^② 停牌前20个交易日的股票交易均价为18.57元,前60个交易日的股票交易均价为16.96元,前120个交易日的股票交易均价为15.2元。以上数据根据wind系统进行统计计算得出。

^③ 以王石为例,根据万科A《2015年年度报告》披露的内容,王石持股7,617,201股。如果按照华润认为的万科每股净资产约21元的估值测算,且华润认为增发后现有股东的权益被摊薄5%。那么王石持有股份的资产总额为159,961,221元,被摊薄的资产总额为7,998,061.05元。宝能系于2016年6月27日,提议召开2016年第二次临时股东大会时提议罢免王石,议案中提到“王石于2011~2014年担任董事期间……从万科获取现金报酬共计5000余万元”。那么,王石平均年薪大约为1667万元。被摊薄的资产损失不足其一年的年薪。

作指引》的规定,^①根据2016年3月14日万科公布的《2015年年度报告摘要》,^②万科大股东分别为:华润股份有限公司,持有万科A股15.23%;HKSCC NOMINEES LIMITED,持有万科H股11.90%;宝能系合计持有万科A股13.58%。除去H股股东,万科的大股东为华润和宝能系。在此分析定向增发对华润的影响,对宝能的分析见下文论述。对华润的影响,应当从持有股份以及对公司的控制权两方面进行衡量。

一方面,华润不是本次定向增发的对象。华润投反对票的理由是定向增发摊薄了其持有股份,且其在2016~2018年的每股盈利将被摊薄。其同意用现金支付交易对价,或在项目层面与地铁集团成立合资企业。此后,华润发文称,本次万科增发股票定价为15.88元,比资本市场目前平均对万科每股净资产约21元的估值测算低约24%,增发后现有股东的权益被摊薄5%。而且因注入的净资产在未来两年至三年不能贡献盈利,从而导致万科的每股盈利均被摊薄约20%,影响股东回报。^③但是,王石解释和深地铁进行战略合作的原因,“城市已经到了轨道改变城市的时代,万科需要让位于轨道,扮演好开发商新的角色。”^④对比双方的解释,华润从短期盈利角度出发,股东利益受损。以王石为代表的管理层从商业角度,指出房地产公司的前景,认为和深地铁合作有利于公司的长远发展。

另一方面,华润对于定向增发前后不一致的态度,以及质疑本次董事会决议的合法性,预示着宝万之争公开演变为华万之争。而华万之争争夺的是谁要真正取得公司的控制权。公司的控制权应当由掌握资本多数的股东控制还是由拥有经营管理权的管理层控制,这是华万之争的实质。若本次定向增发成功,华润成为第三大股东,这将直接影响代表华润的董事席位,进而影响华润对于万科的实质控制。因此,基于以上两方面的原因,定向增发导致股东华润利益受损,华润投了反对票。

第四,定向增发对收购方宝能系的影响。理论上,宝能系作为持有万科股份较

① 根据《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》(2015年修订)第2.2.7条第2款的规定“……中小投资者是指除公司董事、监事、高级管理人员以及单独或者合计持有公司5%以上股份的股东以外的其他股东”。

② 详见万科A 2016年3月14日公告的《2015年年度报告摘要》(公告编号:〈万〉2016-031)。

③ 华润官方微信2016年6月18日发表《华润对万科发行股份购买资产预案投反对票 质疑决议已获通过的合法性》,最后访问日期:2018年3月20日。

④ 《首次同框,万科和深圳地铁解释为何选择了对方》,载腾讯财经网:<https://finance.qq.com/a/20160612/025444.htm>,最后访问日期:2018年3月20日。

大的股东,现有股份遭到稀释,并且摊薄了其持有股份的权益。如果继续争夺控制权,需要持续收购股份。换言之,定向增发增加了争夺控制权的难度。对于定向增发,宝能系理应投反对票。但事实上2016年第一次临时股东大会针对深地铁重组的方案,宝能系投了赞成票。这一行为对谋取控制权的目的来说不符合常理。那么,宝能系不断增持的真实意图就很重要。根据万科独立董事华生披露:“据华润方面在董事会上介绍,华润方面与宝能接触沟通很多,还有不少项目合作,关系并非一般。”^①“华润方面在董事会上承认,在第一大股东易主这个问题上与宝能有多次接触谈判,有过第一大股东多次易主的协议或默契但至今秘而不宣。今后到底谁做第一大股东,双方至今也未公开披露。”^②通过以上内容可以合理怀疑,宝能系与华润在某种利益上存在一致性,因此在2016年第一次临时股东大会上针对深地铁重组的方案双方投了赞成票。而董事会决议定向增发,宝能系随华润之后进行抗议,也是其利益受损的表现。受损的利益包括控制权,也可能不止包含控制权。

第五,定向增发对于万科公司的影响,可以从发行价格以及注入资产进行衡量。本次定向增发的节点是处于股票价格上升期。相比控股股东在定向增发前通过时机选择和停牌操纵来锁定较低的增发价格,^③本次定向增发的股价处于高位。万科以定价基准日前60个交易日公司股票交易均价为基础,而没有采用定价基准日前20个交易日和120个交易日的均价。定价基准日前20个交易日的价格偏高,甚至虚高。^④定价基准日前120个交易日的价格偏低,交易双方也未采纳。从深地铁的立场考虑,其要避免国有资产流失和财务亏损。因此,发行价格为定价基准日前60个交易日股票交易均价为基础,体现了公允性。折价率93.61%涉及注入资产的价值和股票的价值是否等价的问题。本次注入的资产为位于深圳前海枢纽项目T201-0074号地块和安托山项目T407-0026、T407-0027号地块,标的资产交易价格暂定为456.13亿元。^⑤换言之,深地铁用两块土地换取万科A股20.65%的

① 华生:《我为什么不支持大股东意见》,载《上海证券报》2016年6月25日,第1版。

② 华生:《大股东就是上市公司的主人吗?》,载《上海证券报》2016年7月6日,第1版。

③ 吴育辉、魏志华、吴世农:《时机选择、停牌操纵与控股股东掏空——来自中国上市公司定向增发的证据》,载《厦门大学学报》(哲学社会科学版)2013年第1期。

④ 2015年5月18日至11月30日,万科A股票每日均价在12~15元。自2015年12月1日起,股票每日均价在16~23.6元。以上数据来自wind系统。因此,如果以定价基准日前20个交易日来计算发行价格,价格偏高。

⑤ 详见2016年6月18日万科A公告的《发行股份购买资产暨关联交易预案》。

股份。作为稀缺的城市土地资源,如果通过市场竞争,是否可以以相同的价位竞拍到不无疑问。此外,价格的高低可以通过与宝能系取得的股份做比较来衡量注入的资产是否对公司有利。对比宝能系取得股份所需要的资金,“截至2016年7月19日,宝能系共斥资约451亿元买入万科A 25.4%的股份。”^①深地铁用价值金额456.13亿元的土地仅换取万科A 20.65%的股份。通过这个对比,可以说本次定向增发注入的资产有利于公司。万科在《发行股份购买资产暨关联交易预案》中也披露了本次定向增发短期内公司不能盈利的风险。因此,本次定向增发对于公司长远发展是有利的,但是其短期内不能盈利是其不利影响。

第六,定向增发对于中小股东的影响。首先,摊薄了现有中小股东持有的股份。其次,中小股东大多为散户,其获益主要通过以下方式:一是上市公司分红派息,二是通过低买高卖赚取股票价差。分红派息取决于本次收购资产未来的盈利能力,如果盈利较好,那么有较高的概率分红派息,否则相反。由于收购的资产在短期内不能盈利,对于部分投机短期利益的中小投资者不利。而定向增发方案被否,股票复牌股价下跌。从wind系统统计的每日股票均价,2016年7月4日复牌当日股票价格为21.99元。7月5日至8月4日,股票均价在17~19元。而2015年12月18日收盘价为24.43元。对于停牌前买入且追求短期利益的中小投资者来说,股票下跌导致其利益受损。股价下跌与其说是市场对于定向增发的态度,不如说是定增方案被否,对于公司未来走向不明的态度。

综上所述,本次定向增发对于公司、管理层和深地铁均是有利的。股东华润的短期利益受损,且不利于控制权的取得。收购方宝能系受到定向增发的不利影响。追求短期利益和投机的中小投资者利益受到损害。

(二)合法性判断标准

定向增发作为反收购措施,其合法性如何判断?徐洪涛认为,反收购措施合法性的判断应根据不能违反法律强制性规定、不能违反股东和董事的诚信义务、不得损害公司其他参与人的利益三个原则进行判断。^②对于定向增发的合法性判断,有

^① 《2016年险资举牌十大案例:宝能系耗资451亿举牌万科》,载网易财经网:<http://money.163.com/17/0104/00/C9T8ECDA002580S6.html>,最后访问日期:2018年3月20日。

^② 徐洪涛:《公司反收购法律制度研究》(上),载中国民商法律网:<http://old.civillaw.com.cn/article/default.asp?id=33101>,最后访问日期:2018年3月18日。

如下标准:第一,不能违反公司证券方面的强制性规范,这是首要判断标准。爱森伯格根据调整对象不同,将公司规则分为结构性规则(structural rules)、分配性规则(distributional rules)和信义规则(fiduciary rules)。信义规则是规范管理层和控股股东的义务,^①最核心的信义规则是强制性规则。^②董事的忠实义务和勤勉与注意义务是信义义务,属于强制性规范。第二,不得损害公司以及绝大多数利益相关者的长远利益,尤其不能损害绝大多数中小股东的利益,具体表现为:(1)公司价值增值来源于人力资本与物质资本的密切合作。^③那么衡量公司利益是否受损,即公司减值可以从人力资本和物质资本两方面进行衡量。人力资源是否流失,公司有形资本和无形资产是否受到损失。损失孰轻孰重取决于对公司长远发展最为重要的资本是否受到损失。(2)利益相关者的范围。对此学术界早前有不同争论,在此将利益相关者缩小为与定向增发之间存在直接利益关系的人。这些利益相关者包括现有股东、管理层,现有股东又包括大股东、中小股东,但是将定向增发对象排除在外。因为定向增发对象是潜在的股东,暂时不构成公司的一部分。定向增发不得损害以上绝大多数利益相关者的利益。而中小股东的利益在绝大多数利益相关者中属于少数,定向增发尤其不得损害绝大多数中小股东的利益。(3)从时间上利益可以区分为长远利益和短期利益,只有长期获利才能最终使公司和股东获得长远利益。

四、反收购中停牌的合法性

2015年12月17日王石公开表示不欢迎宝能系。12月18日下午万科董事会宣布停牌。停牌的理由是重大资产收购。停牌价格为24.43元。公司股票于2016年7月4日复牌,复牌当日开盘价即为跌停价21.99元。从停牌时机的选择以及从抵御宝能系收购的现实情况来看,停牌是基于反收购的现实需要。

(一)停牌对利益各方的影响

以下分析停牌对公司、股东华润、收购方宝能系、管理层、中小股东的影响。第

^① Melvin Aron Eisenberg, "The Structure of Corporation Law", *Columbia Law Review*, 1989(89), p. 1462.

^② Ibid.

^③ 刘丹:《利益相关者与公司治理法律制度研究》,中国人民公安大学出版社2005年版,第60页。

一,对于公司来说,上涨的股价可以给公司带来收益。2015年12月18日股价上涨到24.43元涨停,但股票依然可以交易。停牌导致股票不能交易,损失的收益对于公司不利。第二,对于宝能系来说,停牌导致其无法继续在二级市场收购,争夺控制权受到影响。且其运用杠杆收购,停牌加大了收购资金的风险。第三,对于管理层来说,停牌期间可以商讨反收购方案,同时抵御了宝能系的收购。管理层可以保住职位。第四,对于华润来说,其在停牌和复牌前后均未增持股票或减持股票,因此停牌对其最大的影响为交易权受到损害。第五,对于中小股东来说,广大中小股东在事前缺乏任何意思自治的情况下,却被大股东或经营管理层绑架,不仅要承担并购重组的风险,而且因停牌堵塞了其规避风险的途径。^①长期停牌不仅使其失去交易机会,更是股票无法变现背后的资金受损。对于意图投机获取短期利益的中小股东来说,尤其以低于24.43元买入股票的投资者,停牌导致其无法赚取价差,利益受损。受损的每股金额为24.43元与当初买入时的股票价差。以高于24.43元买入股票的投资者来说,停牌导致其无法抛售股票。受损的每股金额为24.43元与其当初买入时的股票价差。甚至复牌后,其损失扩大。该部分投资者的利益受损是建立在复牌后股价大跌的基础上,即事后判断。2016年7月4日复牌,开盘价为21.99元。如果投资者停牌前高于21.99元买入股票,那么复牌当天利益受损。受损的每股金额为21.99元与买入时的股票价差。如果停牌前以低于21.99元的价格买入股票,那么复牌当天利益未受到损失。

万科管理层选择在股价上涨期间“突然”停牌,存在管理层操纵停牌时机的嫌疑。停牌行为本身以及长期停牌对公司、股东华润、收购方、中小股东均不利,尤其损害了中小股东的利益。

(二)合法性判断标准

停牌作为董事会采取的反收购措施,其合法性的判断标准如下:第一,不能违反停牌的强制性规定,不得滥用停牌制度。停牌必须短暂且有必要。^②滥用停牌制度已经超出停牌制度设置的初衷,构成不当使用。具体表现为:(1)停牌事由笼统且随意。例如,以“收到问询函并需要答复”“相关内容需要核查”“拟筹划重大资

^① 郭富青:《我国上市公司并购重组停复牌的法理逻辑思考》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第19卷),法律出版社2017年版,第133页。

^② 王通平:《停复牌制度应处理好关系》,载《中国金融》2017年第10期。

产重组”“重要事项未公告”等理由停牌。(2)停牌目的的不当性。停牌目的为达到规避质押风险、应对股价下跌、抵制收购等。(3)停牌时间随意。具体表现为随意停牌以及长期停牌。第二,不得损害公司以及绝大多数利益相关者的长远利益,尤其不能损害绝大多数中小股东的利益。停牌必须衡量利益相关者的利益,尤其是中小投资者的利益,确保停牌的必要性。

五、结 论

宝万之争是资本市场收购与反收购中的典型案例,但其背后的问题却值得立法者以及学者反思。诸如敌意收购的法律立场是什么,^①管理层采取的反收购措施以及公司章程设置反收购条款的效力如何判断等。本课题组以宝万之争为例,论证了董事会采取定向增发以及停牌措施反对收购的合法性。董事会基于忠实义务和勤勉与注意义务可以进行反收购。尽管如此,我国仍然是股东大会中心主义,是否进行反收购应当由全体股东决定。未经法律或者章程的允许,董事不可剥夺股东参与表决的权利。具体反收购合法性的判断有以下两个标准:一是不能违反公司证券方面的强制性规范。二是不得损害公司以及绝大多数利益相关者的长远利益,尤其不能损害绝大多数中小股东的利益。

^① 傅穹:《敌意收购的法律立场》,载《中国法学》2017年第3期。

参考文献

1. 蒋大兴:《公司法中的合同空间——从契约法到组织法的逻辑》,载《法学》2017年第4期。
2. 傅穹:《敌意收购的法律立场》,载《中国法学》2017年第3期。
3. 顾慧莹、王小妹、姚铮:《管理者反收购策略研究评述和展望》,载《外国经济与管理》2017年第5期。
4. 罗培新:《股东会与董事会权力构造论:以合同为进路的分析》,载《政治与法律》2016年第2期。
5. 李芬芬:《上市公司2015年收购及权益变动有关问题探讨》,载《证券市场导报》2016年第11期。
6. 李善民、许金花、张东:《分层董事会制度与公司价值——基于公司章程的视角》,载《厦门大学学报》(社会科学版)2016年第2期。
7. 蒋大兴:《社团罚抑或合同罚:论股东会对股东之处罚权——以“安盛案”为分析样本》,载《法学评论》2015年第5期。
8. 伍坚:《美国法中股东提名董事制度研究》,载《证券市场导报》2014年第2期。
9. 潘成林:《提名委员会制度:美国法的经验与中国法的完善》,载《证券市场导报》2013年第3期。
10. 刘诗鸿:《从“美国证监会14a-n规则无效案”看董事提名权改革》,载《法学》2013年第5期。
11. 李芬芬:《2014年以来上市公司收购与反收购情况探析》,载《证券时报》2013年8月12日,A12版。

12. 罗培新:《公司高管薪酬:制度积弊及法律应对之限度——以美国经验为分析视角》,载《法学》2012年第12期。
13. 谢俊、蒋峦:《西方分级董事会制度研究综述》,载《珞珈管理评论》2010年第1期。
14. 罗培新:《科学化与非政治化:美国公司治理规则研究述评——以对〈萨班尼斯—奥克斯莱法案〉的反思为视角》,载《中国社会科学》2008年第6期。
15. 罗培新:《公司法强制性与任意性边界之厘定:一个法理分析框架》,载《中国法学》2007年第4期。
16. 伍坚:《限制董事改选数量:交错董事会的中国模式》,载《证券市场导报》2007年第6期。
17. 张舫:《对董事选任和分类董事会问题的思考》,载《甘肃政法学院学报》2007年第5期。
18. 朱慈蕴:《公司章程两分法论——公司章程自治与他治理念的融合》,载《当代法学》2006年第5期。
19. 罗培新:《公司法的合同路径与公司法规则的正当性》,载《法学研究》2004年第2期。
20. 刘素芝:《股东会董事罢免权初探》,载《政法论坛》2001年第3期。
21. 王学斌:《目标公司反收购决策权归属问题的法律研究》,载《上海大学学报》(社会科学版)2004年第1期。
22. 蒋大兴:《公司法的展开与批判》,法律出版社2001年版。
23. 潘成林:《董事任免制度研究》,吉林大学民商法学系2013年博士学位论文。
24. 贺少峰:《公司强制性规范》,西南政法大学经济法学系2007年博士学位论文。
25. 王毓莹:《公司章程自治研究》,中国政法大学民商法系2005年博士学位论文。
26. 董慧凝:《论公司法强制性规范与公司章程自由》,载《中国社科院研究生院学报》2007年第6期。
27. 李芬芬:《2014年以来上市公司收购与反收购情况探析》,载《证券市场导

报》2017年第12期。

28. 周芬棉:《600多家公司修章程引入反收购条款》,载《法制日报》2017年5月25日,第6版。

29. 汤欣:《论公司法的性格——强行法抑或任意法?》,载《中国法学》2001年第1期。

30. Eisenberg, “The Structure of Corporate Law”, *Colum. L. Rev* (89), 1463 (1989).

31. Robin Sidel, “Staggered Terms for Board Members Are Said to Erode Shareholder Value, Not Enhance It”, *Wall Street Journal*, Apr. 1. 2002.

32. Bebchuk et al., “The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy”, *Stan. Law Review* (54), 887 (2002).

33. Branson, “Assault on Another Citadel: Attempts to Curtail the Fiduciary Standard of Loyalty Applicable to Corporate Directors”, *Fordham Law Review* (57), 1988.

34. Martin M. Cohen, “‘Poison Pills’ As A Negotiating Tool: Seeking A Cease-Fire In The Corporate Takeover Wars”, *Columbia Business Law Review*, Columbia Law School, 1987.

35. Stephen M. Bainbridge, “Precommitment Strategies in Corporate Law: The Case of Dead Hand and No Hand Pills”, *The Journal of Corporation Law*, University of Iowa, Fall, 2003.

