

上市公司修改章程设置反收购 条款的合法性检视与监管探讨

陈 霖*

摘要:“宝万之争”后 A 股上市公司修改章程设置反收购条款的现象大范围出现,引起了各方的广泛关注。目前,对于反收购条款的合法性仍有争议,监管应如何回应亟须探讨。因此,有必要在对 A 股市场现有的反收购条款进行类型化划分的基础上,逐一检视反收购条款的合法性;面对法律规定的模糊地带,则需要对法律强制性规定与章程自治之间的界限进行法理探讨。对反收购条款效力的明晰,离不开监管判断,在参考英国和美国的反收购措施监管实践基础上,我国有必要探索符合自身国情的反收购条款监管思路。

关键词:反收购条款 合法性 监管思路

“宝万之争”无疑是 2016 年资本市场最吸引眼球的事件之一,2016 年 6 月宝能系提请万科召开股东大会罢免现任董事更是使得上市公司控制权争夺的攻防战甚嚣尘上。此后,不少股权相对分散的上市公司开始实施事前反收购措施,过去在 A 股市

* 上海证券交易所上市公司监管二部员工。

场仅零星出现的上市公司在章程中增设反收购条款的做法,在沪深两市均多有出现,根据笔者对2016年6~12月间沪深两市公告的整理与统计,至少有伊利股份、雅化集团、佰利联、华神集团、金路集团、诺德股份、三维丝、山东金泰、世联行、云龙股份、中国宝安、金洲管道、新筑股份、方大集团、龙宇燃油等十余家上市公司公告章程修正案,尝试在公司章程中新增反收购条款。从后续进展上来看,部分上市公司在交易所问询后选择取消或暂缓修改公司章程;有相当比例的公司的章程修正案最终被股东大会否决;当然仍有部分公司最终审议通过了这些章程修正案,新增的反收购条款将对这些公司产生深远的影响。目前,对于反收购条款的合法性仍有争议,监管应如何回应仍需探讨。

一、上市公司章程中新增反收购条款的类型化划分

为更好地对A股上市公司修改章程设置反收购条款的合法性进行检视,笔者将依规制对象的不同,对这些条款进行类型化划分。

(一) 限制股东权利、增加股东义务

在众多反收购措施中,最直接的措施就是通过对股东权利的限制和义务的增加,来打击投资者的收购行为,增加其收购的难度和成本。

1. 限制股东的董事提名权

限制股东的董事提名权的做法主要有三种情形:一是通过直接提出股东的持股时间、持股比例等的要求,从而对股东的董事提名权进行限制。例如,诺德股份要求有权提名董事候选人的股东须持有公司有表决权股份总数5%(不含投票代理权)以上。二是剥夺未按章程进行信息披露的股东提名权。例如,华神集团要求,持有公司股份达到5%时,该收购方及其一致行动人拟继续增持的,应在2日内以书面形式向公司董事会报告和披露其持有公司股份、继续增持公司股份或增加控制的具体计划和安排;否则,该收购方及其一致行动人均不得向公司股东大会提名董事候选人。三是限缩股东提案权,从而间接实现对股东提名董事的限制。例如,伊利股份规定持有公司3%以上股份的股东,有权向公司提出股东大会提案;但是,关于更换及提名董事会成员的提

案,须连续两年以上持有公司 15% 以上股份的股东才有权提出。

2. 限制股东的临时提案权和自行召集股东大会的权利

对于股东临时提案权和自行召集股东大会的权利的限制,主要通过
对股东提出高于法定要求的持股时间、持股比例实现。例如,山东金泰规定连续 270 日以上单独或者合计持有公司 3% 以上股份的股东,有权向公司提出股东大会提案;连续 270 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。当然,也有公司通过设置额外的股份锁定要求和信息披露要求,来增加股东自行召集股东大会的成本,从而间接限制股东权利的行使。例如,佰利联要求自行召集股东大会的股东将其持有股份在股份登记机构进行锁定,锁定期至《股东大会决议》公告后次日,并需将股份锁定证明材料送达董事会。又如,隆平高科规定未按章程规定进行信息披露的投资者为恶意收购者,无权提议召集临时股东大会。

3. 加重股东持股信息披露义务、限制违规股东的表决权

尽管上市公司收购必然会触发《证券法》和《上市公司收购管理办法》有关股东持股信息披露的一系列规定,但是,为了进一步阻却收购者的步伐,有些公司在法定的持股信息披露以外规定更高的披露要求,甚至对股东增持的权利进行限制。例如,世联行、雅化集团、伊利股份要求,持有公司股份达到 3% 时,即触发报告或披露义务,期间不得继续买卖公司股票,此后持股比例每增加或者减少 3%,即触发报告或披露义务。又如,隆平高科要求,持有公司 10% 股份的股东,应在达到 10% 后 3 日内向公司披露其持有公司股份的信息和后续的增持公司股份计划,并向董事会请求召开临时股东大会,由股东大会审议是否同意其增持公司股份计划。

更有甚者,对违规股东的表决权进行了限制。例如,华神集团规定如收购者(包括其关联方、一致行动人)存在自最近一次买入公司股票之日起算 36 个月存在被中国证监会及其派出机构处罚的情形或立案调查、未履行信息披露义务或所披露信息存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏的情况,则其所持有的公司股份不得行使表决权。

(二) 维护上市公司现有董事会利益、扩大董事会权力

由于公司只是一个虚拟人格,董事会是公司的意思表示机构,因此控制人对公司的控制最终落实为对董事会的控制。由于董事会实行一

人一票,以多数决的方式作出意思表示,因此控制人必须在董事会中占据人数的优势,才能将自己的意思体现为公司的意思。^[1] 这一点表现在反收购条款上,就是大量关于维护现有董事会架构和利益的设计。

1. 交错董事会

交错董事会是从美国舶来的概念,较为典型的做法是将董事会分成若干组,每组都有不同的任期,每年有一组的任期届满,每年也只有任期届满的董事被改选。^[2] A股上市公司在章程反收购条款的设计中借鉴了这一制度。例如,金路集团要求在董事会任期届满前,每连续12个月内改选董事的总数不得超过章程规定董事会人数的1/4。更有公司将交错董事会制度变形为了针对恶意收购的专有规定,例如,佰利联规定在发生恶意收购时,如该届董事会任期届满的,继任董事会成员中应至少有2/3以上的原任董事会成员连任;在继任董事会任期届满前的每一年度内,改选董事的总数不得超过章程规定董事会组成人数的1/3。

2. 提高董事任职资格

有公司试图通过提高董事任职资格门槛来增加收购人改选董事并进而控制董事会的难度。例如,三维丝规定发生恶意收购时,收购方及其一致行动人提名的董事候选人除应具备与履行董事职责相适应的专业能力和知识水平外,还应当具有至少5年以上与公司主营业务相同的业务管理经验。

3. 金色降落伞

金色降落伞也是源于美国的一种设计,它是指根据合同性的安排,上市公司管理人员在成功的兼并投标之后大幅提高离任补偿。^[3] 例如,金路集团规定非经原提名股东提议,由股东提名而当选的董事在不存在犯罪行为、不存在不具备担任公司董事的资格及能力且不存在违反公司章程规定的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津贴总额的6倍向该名董事支付赔偿金。又如,佰利联规定发生恶意收购时,除给予被动离职的董事税前薪

[1] 彭冰:《中国证券法学》(第2版),高等教育出版社2007年版,第288页。

[2] 王建文:《我国公司章程反收购条款:制度空间与适用方法》,载《法学评论》2007年第2期。

[3] [美]罗伯特·C.克拉克:《公司法则》,胡平等译,工商出版社1999年版,第467页。

酬总额5倍的赔偿金外,还在主动和被动离职的情况下都给予公司高级管理人员和核心技术人员税前薪酬总额5倍的赔偿金。

4. 概括性授权董事会实施反收购措施

有公司通过列举加概括性授权的方式,为董事会未来实施各种反收购措施预留空间。例如,佰利联规定发生恶意收购时,董事会可自主采取为公司选择其他收购者、对公司的股权结构进行适当调整以降低恶意收购者的持股比例、向管理人员支付离职赔偿金、对抗性反向收购、法律诉讼策略等反收购措施以及其他符合法律法规及公司章程规定的反收购行动。华神集团在向董事会进行概括性授权之余,还允许连续持股36个月以上的股东要求董事会采取各种反收购措施。

(三) 设置股东大会、董事会议事规则的绝对多数条款

绝对多数条款,是指公司大幅提高对重大事项决策中的股东投票表决的同意票比例。^[4] A股市场设置绝对多数条款以防御收购的案例中,对于绝对多数条款的运用主要包括三个方面:一是将特别决议事项获得股东大会决议通过的比例,从法定的2/3提高到3/4(如佰利联、雅化集团),也有提高到4/5的(如华神集团)。二是对法定的特别决议事项的范围进行扩展,尤其是纳入关于恶意收购情形下的一系列规定。例如,华神集团规定,发生恶意收购时,特别重大事项应当由出席股东大会的股东(包括股东代理人)所持表决权的4/5以上通过,特别重大事项包括公司的分立、合并、解散和清算;收购方为实施恶意收购而向股东大会提交的关于购买或出售资产、租入或租出资产、赠与资产、关联交易、对外投资(含委托理财等)、对外担保或抵押、提供财务资助、债权或债务重组、签订管理方面的合同(含委托经营、受托经营等)、研究与开发项目的转移、签订许可协议等议案;公司章程的修改;董事会和监事会成员的任免及其报酬和支付方法。三是除对股东大会设置绝对多数条款以外,对于董事会也设置绝对多数条款。例如,方大集团规定股东大会对涉及公司新增发行股份作出的特别决议,应当由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;同时,公司新增发行股份作出的决议,须经全体董事的3/4以上通过。

[4] 邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第682页。

二、基于我国现行规定的反收购条款的合法性检视

(一) 我国与反收购条款规制相关的立法现状

1. 现行立法并没有针对章程反收购条款设置专门规定

我国目前没有专门针对上市公司反收购的立法,与收购有关的规定散见于《证券法》、《公司法》和证监会颁布的部门规章中,其中直接涉及反收购事宜的主要是《上市公司收购管理办法》。根据《上市公司收购管理办法》第8条的规定,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。同时,该办法第33条还对收购人作出提示性公告后至要约收购完成前,被收购公司的董事会活动进行了限制,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。此外,该办法第80条第2款规定,上市公司章程中涉及公司控制权的条款违反法律、行政法规和《上市公司收购管理办法》规定的,中国证监会责令改正。由此可见,我国现行立法对上市公司董事会的反收购行为抱有警惕并进行了一定限制,对于违法的控制权章程条款证监会有权责令改正;但是现行立法并没有针对上市公司修改章程设置反收购条款这一具体行为的明确规定。

2. 判断反收购条款的合法性依据

我们在对具体反收购条款的合法性进行判断时,仍需主要依据《公司法》的相关规定。我国《公司法》第22条规定,公司股东会或者股东大会、董事会的决议内容违反法律、行政法规的无效。上市公司设置反收购条款的章程修正案也属于董事会决议、股东大会决议的内容,因此也应适用该条的规定。目前,我国理论界和司法实践均认可董事

会决议、股东大会决议以及公司章程违反法律、行政法规的强制性规定才无效。例如,北京市高级人民法院《关于审理公司纠纷案件若干问题的指导意见(试行)》明确了公司章程与公司法条款规定不一致时,应当结合具体案件判定所涉法条的性质是否属于强制性规定,凡所涉法条不属于强制性规定的,即不影响公司章程的效力;同时,该指导意见在所附说明中定义了强制性条款是指不能由当事人自行选择而必须遵守的规定,对该类规定的违反可能损害国家和社会公共利益。^[5]我国合同法同样在合同无效情形中规定了“违反法律、行政法规的强制性规定”的合同无效。^[6]同时,合同法司法解释明确了该强制性规定特指效力性强制性规定。^[7]但是,目前公司法上并没有明确是否如合同法一样,对强制性规定做效力性强制性规定和管理性强制性规定的明确划分。

(二) 反收购条款合法性的逐条分析

1. 关于限制股东权利、增加股东义务的条款

(1) 针对限制股东的董事提名权条款

目前,《公司法》关于具备什么样条件的股东方能行使对董事的提名权并无明确规定,仅在第4条笼统地规定“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”。证监会颁布的《上市公司章程指引》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。”同时也注明公司应当在章程中规定董事、监事提名的方式和程序。因此,《上市公司章程指引》也没有明确具备什么样条件的股东方能行使对董事的提名权。不过,对于有权提名独立董事的股东的条件,证监会颁布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》

[5] 参见2004年2月北京市高级人民法院《关于印发〈北京市高级人民法院关于审理公司纠纷案件若干问题的指导意见(试行)〉的通知》(京高法发[2004]50号)。

[6] 《合同法》第52条规定:“有下列情形之一的,合同无效:(一)一方以欺诈、胁迫的手段订立合同,损害国家利益;(二)恶意串通,损害国家、集体或者第三人利益;(三)以合法形式掩盖非法目的;(四)损害社会公共利益;(五)违反法律、行政法规的强制性规定。”

[7] 最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释(二)》(法释[2009]5号)第14条规定:“合同法第五十二条第(五)项规定的‘强制性规定’,是指效力性强制性规定。”

中倒是有明确的规定,该意见第4条规定:“上市公司董事会、监事会、单独或者合并持有上市公司已发行股份1%以上的股东可以提出独立董事候选人,并经股东大会选举决定。”

由于我国目前并没有关于享有一般董事(非独立董事)提名权的股东应符合哪些条件的明确规定,因此,公司章程中规定享有董事提名权的股东需具备的条件是否具有合法性很难一概而论,关键还是看董事提名权是否是股东的固有权利,以及章程自治的边界划分。

(2) 针对限制股东的临时提案权和自行召集股东大会的权利条款

《公司法》对于股东临时提案权和自行召集股东大会的权利有明确的规定,^[8]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,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股东大会。但是公司章程对股东行权提出高于法律规定的持股时间和持股比例要求是否具有合法性,很难根据公司法条文做出直接判断,关键还是在于公司章程的规定是否剥夺了股东的固有权利。

(3) 针对加重股东持股信息披露义务、限制违规股东的表决权条款

《证券法》第86条^[9]和《上市公司收购管理办法》第二章对于上市公司股东的权益变动信息披露有详尽、明确的规定,投资者持有上市公司股份达到5%时,才触发报告及披露义务,此后每增加或减少5%,

[8] 《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”。《公司法》第101条第2款规定:“董事会不能履行或者不履行召集股东大会会议职责的,监事会应当及时召集和主持;监事会不召集和主持的,连续九十日以上单独或者合计持有公司百分之十以上股份的股东可以自行召集和主持。”

[9] 《证券法》第86条规定:“通过证券交易所的证券交易,投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之五时,应当在该事实发生之日起三日内,向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告,通知该上市公司,并予公告;在上述期限内,不得再行买卖该上市公司的股票。投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之五后,其所持该上市公司已发行的股份比例每增加或者减少百分之五,应当依照前款规定进行报告和公告。在报告期限内和作出报告、公告后二日内,不得再行买卖该上市公司的股票。”

需履行报告或披露义务。公司章程能否在立法规定的基础上加重股东的持股信息披露义务,关键还在于关于信息披露的立法规定是否具有强制性。至于限制违规股东的表决权是否合法,则取决于章程的规定是否剥夺了股东的固有权利。

2. 关于维护上市公司现有董事会利益、扩大董事会权力的条款

(1) 针对交错董事会条款

根据《公司法》第109条的规定,股份有限公司董事适用公司法第45条关于有限责任公司董事任期的规定,也即董事任期由公司章程规定,但每届任期不得超过3年;董事任期届满,连选可以连任。基于该规定,有学者认为董事任期在3年期限内具体由公司章程规定,且公司法并未要求所有董事的任期相同,因此,交错董事会的安排并不违反公司法的规定。^[10]

然而交错董事会可能导致新进股东即使达到绝对控股的持股比例也无法在短时间内通过董事改选获取董事会的控制权,这将造成上市公司董事会长期被少数权益股东把持的不合理局面,有违公司法关于资本多数决的基本原则。因此,对于交错董事会的合法性判断,还需在公司法条文以外,结合各公司的具体章程条款设计和实际运行可能导致的后果进行综合考量。

(2) 针对提高董事任职资格条款

《公司法》规定了不得担任董事的五种具体情形,^[11]但是并未就董事任职资格的积极条件做出明确规定。因此,公司章程规定和细化董

[10] 王建文:《我国公司章程反收购条款:制度空间与适用方法》,载《法学评论》2007年第2期。

[11] 《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,被判处刑罚,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。公司违反前款规定选举、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、高级管理人员在任职期间出现本条第一款所列情形的,公司应当解除其职务。”

事积极任职资格是否具有合法性,关键在于厘清章程自治的边界。

(3) 针对金色降落伞条款

我国现行法律法规并没有关于公司董事和高级管理人员的薪酬的明确限制,因此,公司章程对于董事和高管的离任赔偿金进行特别规定是否具有合法性,关键还在于厘清章程自治的边界。

(4) 针对概括性授权董事会实施反收购措施条款

我国现行法律法规并没有关于能否概括性授权董事会实施反收购措施的明确规定。对于这一问题的回答涉及不同的法律价值选择,对此,美国和英国采取了截然相反的规定。从证监会颁布的《上市公司收购管理办法》的规定^[12]来看,我国现行规定倾向于限制目标公司董事会采取反收购措施的立场,因此,对于概括性授权董事会实施反收购措施条款应持谨慎态度。

同时,案例中关于允许连续持股36个月以上的股东要求董事会实施反收购条款的规定,很显然是为控股股东量身定制的赋权条款,其他股东很难适用该条的规定而行使权利,如此规定极为不公平、非常不合理。

3. 关于设置股东大会、董事会议事规则的绝对多数条款

根据《公司法》的有关规定,股东大会对于一般事项,采取半数以上多数决;对于特殊事项(修改公司章程、增加或者减少注册资本、公司合并、分立、解散或者变更公司形式),采取2/3以上多数决;而董事会则均为半数以上多数决,并没有关于特别决议事项的规定。^[13]因此,公司章程规定高于立法要求的表决通过比例是否具有合法性,关键在于公司法关于股东大会和董事会的表决通过比例的规定是否具有强制性。

[12] 《上市公司收购管理办法》第8条第2款规定:“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。”

[13] 《公司法》103条第2款规定:“股东大会作出决议,必须经出席会议的股东所持表决权过半数通过。但是,股东大会作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议,以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议,必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。”《公司法》第111条规定,董事会作出决议,必须经全体董事的过半数通过。

(三) 面对法律模糊地带,仍有两大问题亟待解决

从上文分析可以看出,总体而言,各类反收购条款基本是在法律无明文规定的地方创设新的规定,或是在法律已有规定的基础上提出更高的要求 and 标准,在判断这些条款的合法性时,我们经常可能面临法律模糊地带的尴尬。仅仅依据我国现行法律,很难明确界定大部分反收购条款是否具有合法性,判断结论的得出很大程度上有赖于具体法条的规定是否具有强制性、公司章程自治的边界厘定以及监管者在法律价值选择后的实质判断。

因此,我们有必要探讨两个核心的问题:一是公司章程能够在多大程度上改变和补充公司法的规定;二是监管者在对章程反收购条款进行判断时应遵循怎样的监管思路。

三、法律强制性规定与公司章程自治之间的界限的法理探讨

公司章程是一种具有契约属性的自治规则,公司法则同时具有强制性和任意性的特征。在任意性规范的范围内,公司法充分尊重当事人的意思自治,章程规定具有优先的法律效力;但是公司章程的规定不能突破强制性规范所设定的行为边界,否则将不具备法律效力。然而,目前对于公司法上哪些条文属于强制性规范,哪些条文属于任意性规范,并没有一个统一的标准和认识。因此,要判断反收购条款是否违反了法律的强制性规范、是否突破了章程自治的界限,则有必要结合上市公司修改公司章程以设置反收购条款的特殊情境进行分析。

对于反收购条款触及的法律条文的强制性与任意性区分,笔者认为,可以抽象出以下四方面的原则帮助判断:

(一) 关注公司属性,上市公司的内部治理机制呈现出更多的强制性

从合伙到有限责任公司,再到股份有限公司,商事组织人合的属性渐弱而资合的属性渐强。因而,任意性规范和强制性规范的设计,在有限责任公司和股份有限公司中应当有所不同。^[14] 有限责任公司的股

[14] 胡田野:《公司法任意性与强制性规范研究》,法律出版社2012年版,第202页。

权相对集中,所有权与控制权主体同一,股东与经理人员意志重叠,各方合意相对充分,故而公司法宜给有限责任公司留下更为充分的合意空间。^[15]然而,股份有限公司,尤其是上市公司则完全不同,涉及众多的公众股东,属于资合性的公司,安全是立法者所要重点考虑的问题。上市公司更多地涉及外部股东的利益,因此公司法关于内部治理机制、尤其是对内部人的制约方面的规定呈现出更多的强制性。

(二)关注章程条款设置时点,IPO以后的章程修改自由度更受限制

一条与公司法规定有所不同的章程条款,在公司IPO以前设置和在IPO以后的章程后续修改中设置截然不同。如果初始章程条款对投资者不利,他们大可不必购买该公司股票,继而股票发行价格将直线下挫,受此顾虑影响的管理层不至于对章程做出太过出格的规定。然而,公司IPO以后修改章程,则产生了股东被盘剥的可能,因为投资者已经投入资本,即使章程的修改不利于投资者,他们也只能寻求在二级市场上“用脚投票”,但往往这时股价往往已相应回落,投资者仍难逃章程不利修改所带来的消极影响。^[16]

尽管章程修改必须经过股东大会的同意,属于股东合意的结果,但是只需多数股东同意的章程修改,与标准的、合意充分的契约行为仍有差异。同时,即使股东大会审议通过章程修正案,也不代表大部分股东都支持该议案。首先,上市公司的股东人数众多而分散,多数股东呈现出“股东理性冷漠”,“搭便车”现象严重。其次,在我国,虽然章程修改属于股东大会的特别决议事项,需要出席会议的股东2/3以上表决通过。但是,由于公司法没有规定股份公司的股东大会必须出席的股东数目,因此最终决定通过章程修正案的也许只是少数股东。最后,即使股东意识到了修改章程的议案对其不利,可能还会被“胁迫同意”。比如,公司管理层在章程的修正案中一方面加入可能损害股东利益的内容(如限制股东权利条款);另一方面又给股东们一些期待的议案作为糖饵(如派发特别红利),股东很有可能整体接受章程修改议案。因

[15] 罗培新:《公司法的法律经济学研究》,北京大学出版社2008年版,第101页。

[16] 同上注,第96~97页。

此,对于公司上市后修改公司章程来新增反收购条款的行为,应持谨慎态度,其做出与公司法不同规定的自由度更应受到限制。

(三)关注股东权益保护,有关股东固有权利的规定为强制性规范

按照公司法的一般理论,可以将股东权利分为固有权利和非固有权利。这种划分是根据股权的规范渊源进行的,固有权利是公司法赋予股东的权利,不得以公司章程或股东会决议来加以限制和剥夺,比如投票权。非固有权利则可以由公司章程或者股东会决议来加以限制和剥夺。共益权往往属于固有权利,如临时股东大会召集权。自益权往往属于非固有权利。^[17] 固有权利属于股东的最基本的权利,不可通过章程自治而剥夺。

(四)关注法律属性,证券法上有关信息披露的规范具有强制性

如果说公司法还带有一定的自治属性,那么证券法则属于强制性规范,具体到证券法关于股东持股信息披露的规则就是不可任意变更。股东持股信息披露的规则实际上是法律平衡市场透明度与维护公司控制权竞争的产物。立法者在确定权益变动信息披露触发点及配套规则时考虑了规则背后重要而微妙的政策平衡,倘若允许随意改变,那么,艰难谋求的价值平衡将付诸东流。因此,公司章程条款不能对有关股东持股信息披露的规则做出不同于立法要求的规定。

四、关于反收购条款的监管思路探讨

虽然笔者尝试厘清判断反收购条款是否具有合法性的客观性标准,然而仍无法覆盖反收购条款的所有类别和可能出现的各种情形。因此,对反收购条款效力的明晰,离不开监管判断,也势必受到监管思路的影响。从英美两国的反收购措施监管实践来看,两种完全不同的监管思路都取得了较好的监管效果。我国有必要基于独特的市场状况,探索符合我国国情的反收购条款监管思路。

[17] 邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第361页。

(一)英国和美国的反收购措施监管实践

1. 英国

英国针对收购活动的监管规则划定了两大基本原则,即股东可以独自决定如何回应收购要约,以及股东应当享受平等待遇。^[18]在英国模式下,反收购措施的决策权属于目标公司的股东大会而不是管理层,董事会无权擅自阻挠敌意收购的进行。^[19]

长期以来,英国的收购监管采用的是“准自律监管”模式,在20世纪五六十年代,收购者们占尽了监管缺位的便宜,出于对当时并购乱象的忧虑,伦敦金融城的一个工作组在1959年制定了一套较为温和的规则,即《有关英国商事企业合并的通知》;该规则于1968年被内容更为详尽的《伦敦金融城收购准则》所取代,同时成立了专门的“收购与兼并专家组”,负责该准则的适用和执行。“收购与兼并专家组”的成员包括由专家组自己任命的1名委员长、最多3名副委员长和其他20名委员,以及各个相关团体、全国退休基金协会、投资公司协会、英国银行家协会、特许会计师协会和英国工商业联合会指定的个人。^[20]

虽然专家组没有成文法赋予的权力,但它作为监管者做得很不错,这在很大程度上是因为那些经常涉足收购咨询业务的机构(主要是投资银行和大型律师事务所)清楚地意识到,如果他们胆敢藐视专家组的权威,那么,议会的立法者们也许就会找到借口插手介入,取而代之的可能是他们更不喜欢的监管手段。同时,专家组能够实现监管的效力也与英国法院的自我克制相关,法院在1987年一个因不服决定而状告专家组的案件中明确指出,司法审查后给予不服决定当事人的救济,只对将来的行为发生作用,而不会对专家组已经做出的裁决产生任何影响。^[21]

[18] [英]保罗·戴维斯、莎拉·沃辛顿:《现代公司法原理》,罗培新等译,法律出版社2016年版,第1008页。

[19] 汤欣、徐志展:《反收购措施的合法性检验》,载《清华法学》2008年第6期。

[20] [英]保罗·戴维斯、莎拉·沃辛顿:《现代公司法原理》,罗培新等译,法律出版社2016年版,第1009~1011页。

[21] 谢华宁:《公司收购的监管与争议解决模式》,载赵旭东、宋晓明主编:《公司法评论》,人民法院出版社2010年版。

总体而言,在英国,目标公司的管理层采取反收购措施受到严格的限制,监管上则由相对独立的准自律机构来审查目标公司管理层实施的反收购措施的合法性,准自律机构的裁决具有效力,司法审查对此保持克制态度。这一监管模式体现了英国在机构投资者的强大作用下形成的“股东大会中心主义”思路。

2. 美国

在美国,往往是由目标公司的董事会来发起和主导实施各类事前和事后收购防御机制。美国对反收购措施的监管可以分为联邦和各州两个层面。联邦法上,对收购行为的规范主要体现在威廉姆斯法案,该法案关注对股东利益的保护和在收购方与被收购方利益之间保持平衡。^[22] 该法案对于收购和反收购持不偏不倚的中间立场,对反收购的规制主要体现为要求目标公司管理层在采取反收购措施时进行充分的信息披露。^[23] 州法上,又可以划分为制定法与判例法两个体系:美国许多州制定了反收购法管制发生在该州内的公司收购,与威廉姆斯法案的相对中立态度不同,各州反收购立法的主要目的是保护公司不受侵略者的侵略,对公司收购持限制态度,强化了目标公司董事会采取反收购措施的权力。^[24] 而判例法上则仍坚守着董事信义义务的底线,通过司法判例确立了一系列规则来审查反收购措施的合法性。

各州制定法会支持现任管理层的反收购行动的主要原因是害怕如果收购成功,收购方很有可能将公司迁出该州、关闭工厂,进而影响本地经济。^[25] 还有一种说法是这是管理层利益集团游说的结果:20世纪60年代随着公司兼并收购的风起云涌,管理层担心公司成为股权收购的对象,试图游说联邦立法机关冻结股权收购,但是当威廉姆斯法案于1968年通过并呈现出一种中间姿态后,希望禁止股权收购的利益集团转而游说州立法机关,并使各州基于州际竞争的考量而采取反收购立场。^[26]

[22] 四方:《美国反收购立法合法性问题》,载《金融法苑》2003年第8期。

[23] 汤欣、徐志展:《反收购措施的合法性检验》,载《清华法学》2008年第6期。

[24] 施天涛:《公司法论》,法律出版社2006年版,第496页。

[25] 同注[24]。

[26] [美]罗伯特·C.克拉克:《公司法则》,胡平等译,工商出版社1999年版,第461页。

由于美国绝大多数大型公众公司的注册地为特拉华州,因此,针对反收购措施合法性审查的判例法标准也主要来自特拉华州的司法判例。对董事会采取反收购措施的合法性审查,特拉华州法院采用以个案为基础的信义义务规则,并逐渐发展出了三种审查标准:Unocal 标准适用于董事会的反收购措施意图留存公司独立的情况,明确了董事会可以为了自己的利益行事,但是董事会需要证明敌意收购对于公司价值或者政策存在威胁,且董事会选择的反收购措施与遭遇的威胁相称;Revlon 标准适用于董事会决定卖掉公司或者公司控制权变更的情况,此时董事会的信义义务是选择能够使得股东收益最大化的要约,董事会需要证明其选择要约时程序和价格都合理方能适用该标准;Blasius 标准适用于董事会的反收购措施故意阻碍股东投票权,尤其是选举新董事权利的情况,如果董事会的反收购措施是故意干预股东行使投票权,则董事会必须证明采取这样的措施有非常迫切的正当理由。^[27]

总体而言,在美国,目标公司的管理层享有反收购措施的决策权,监管上则由法院来对目标公司管理层实施的反收购措施的合法性进行判断。这一监管模式的形成与美国公司法上的“董事会中心主义”传统有关,也与美国悠久的判例法传统和发达的司法审判制度密不可分。

(二)对我国反收购条款监管思路的建议

1. 建议对于章程设置反收购条款进行适当监管

首先,上市公司收购具有价值,因此政策导向向上对于正当的收购行为应予支持。公司由于所有权与经营权的分离,容易产生委托代理问题,而这一问题在上市公司中表现得尤为明显。上市公司的资本由无数的个人提供、股东高度分散、公司资产相对庞大,因而不是所有的股东都能够因其投入公司的资本而对公司享有绝对支配权。相比之下,公司的经营管理者相对集中,更容易控制公司。由此,经营管理者从自身利益角度出发易于采取与股东目标和利益不一致的行为。事实上,可以考虑通过一些组织和市场机制控制代理所带来的问题,避免损害

[27] 约翰·阿莫、杰克·雅各布、柯提斯·米尔霍普:《敌意收购机制在发达国家以及新兴市场中的演进》,夏戴乐译、宋子笠校,载《金融法苑》2015年总第90辑。

股东的利益。^[28] 上市公司收购就是一个有效地解决代理问题的市场机制。并购是降低缔约成本,特别是降低监督和解任管理层的成本的有效方式。^[29] 当收购方完成对目标公司的收购活动以后,目标公司存在的代理问题就可以通过替换管理层的方式而解决。这种外部人监督的现实和前景,使公司一旦经营业绩下滑就可能面临被收购的危险,公司管理层必须努力改善公司运营以降低被收购的可能性。公司收购有助于革除低效管理,并以更为有效的方式重新利用低值资产和低效资产,以促进管理质量的提高。

其次,上市公司控制权市场的正常竞争秩序需要维护,监管机构有必要对于过度的反收购措施做出回应。诚然,过于具有侵略性、着眼短期利益的收购行为,可能不利于公司经营稳定性的维护,长远来看不利于公司和市场的发展,适度、正当的反收购措施有存在的必要性。但是如果任由旨在无限增加收购难度与收购成本的反收购措施随意泛滥,则可能导致收购制度的内在功能和控制权市场的外部约束作用被架空,既不利于收购制度作用的发挥,也不利于上市公司控制权市场秩序的维护。

最后,我国上市公司普遍存在大股东控制的问题,上市公司董事会基本听命于大股东的安排、独立性较弱。因此,我国除存在上市公司管理层的委托代理问题以外,还存在大股东利用董事会把持公司控制权、过度抵御收购的问题,这些章程反收购条款的设计很大程度上都是基于对现有大股东利益的考量。同时,我国上市公司股价普遍较高,且由于现行立法已经规定了一套较为完善的强制要约收购制度,因此目前A股市场收购上市公司的成本已然较高。在此情况下,如果再任由上市公司的章程对收购者作为股东的权利进行大量限制、对公司现有管理层结构过度维护、对反收购措施的实施进行过度授权,则都有可能过分增加了收购的成本,这可能减弱收购者的收购动力,减少收购交易的数量,进而导致上市公司收购市场的萧条,将不利于收购制度功能的发挥。

[28] 罗培新:《公司法的法律经济学研究》,北京大学出版社2008年版,第198页。

[29] [美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法的经济结构》,罗培新、张建伟译,北京大学出版社2014年版,第171页。

因此,综合各方面因素和我国市场现状来看,监管机构有必要对于章程设置反收购条款进行适当监管。

2. 建议未来立法明确规定由证监会担任反收购条款的审查机关

与英美的情况不同,由证监会来作为反收购的监管机构更符合我国的具体国情,理由如下:一是美国法院审查模式的建立有赖于其悠久的判例法传统和特拉华州法院的高度专业性,而我国为成文法国家,且我国上市公司的地域分布广泛,很难集中由一地法院统一审理,各地基层法院在审核效率、证券专业性和审查标准统一等方面仍有欠缺,因此法院审查模式不适合我国。二是英国准自律监管模式的形成与其监管开始时尚无收购相关的成文法规定有关,与我国当前的情况有所不同。三是《证券法》对于证监会监管上市公司收购交易已有授权,且《上市公司收购管理办法》也规定了对于违法的控制权章程条款证监会有关责令改正。因此,对于我国反收购条款监管机构的选择,建议继续承袭现有规定,由证监会或其指定的下属机构担任。

3. 建议对于具体反收购条款的合法性判断依法从严把握

证监会在判断具体反收购条款的效力时,宜立足于我国现有的立法规定,并结合区分反收购条款触及的法律条文的强制性与任意性的四大原则,依法从严把握。按此思路,笔者对A股市场现有的反收购条款的合法性逐条分析如下:

(1) 针对限制股东的董事提名权条款。

由于《公司法》没有关于提名一般董事(非独立董事)的股东需具备的条件的规定,因此,理论上可以在章程中予以约定,但是章程的有关细化规定应注意把握一定的适度性,若对享有董事提名权的股东做过高的要求,则有可能限制和剥夺了股东本应享有的权利。前述案例中的规定均超越了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中规定的享有独立董事提名权的股东的条件要求,也超越了《公司法》对享有临时提案权的股东的要求,存在不当限制和剥夺股东权利之嫌,这些反收购条款的合法性值得商榷。

(2) 针对限制股东的临时提案权和自行召集股东大会的权利条款。

按照《公司法》的规定,满足法定条件的股东即享有股东大会临时

提案权和自行召集股东大会的权利,而通过公司章程对股东行权规定明显高于法定条件的要求或对股东权利行使设置额外的负担,这都是对股东法定权利的不当限制和剥夺,相关条款不具有合法性。

(3)针对加重股东持股信息披露义务、限制违规股东的表决权条款。

法律关于股东权益变动信息披露的规定,直接涉及上市公司收购和信息披露的秩序,必须具有强制力,上市公司章程无权通过额外规定来自行降低持股信息披露的触发点、增加股东信息披露义务,更无权通过信息披露义务来限制股东增持的权利。因此,前述案例中违反现行法律关于股东持股信息披露强制性规定的章程约定应属无效。

此外,按照《公司法》的规定和立法精神,表决权是股东固有的权利,不可通过公司章程的自由约定而排除。且投资者购买上市公司股票过程中存在信息披露违规行为并不必然导致其持有的股权丧失表决权,从对上海新梅持股信息披露违规股东的判决来看,法院对于以未依法履行信息披露义务、违规超比例购买上市公司股票为由而要求限制股东权利行使的诉讼请求未予支持。^[30]因此,前述案例中关于剥夺违规股东表决权的条款不具有合法性。

(4)针对交错董事会条款。

对于交错董事会条款应持否定态度,理由如下:一是交错董事会可能造成上市公司董事会长期被少数权益股东把持的不合理局面,新进股东即使达到绝对控股的持股比例也无法在短时间内通过董事改选获取董事会的控制权,这显然违背了公司法关于资本多数决的基本原则。二是作为舶来品,交错董事会在美国有其作用与合理性,但与我国不相适应。由于美国各州公司法普遍规定公司应当定期召开年度股东大会时选举全体董事,公司董事的任期往往仅有一年,相对较短,因此交错董事会的设置有利于防范股东为追求短期利益而更换董事从而对公司

[30] 参见2016年6月上海市第一中级人民法院针对上海兴盛实业发展(集团)有限公司诉王斌忠、上海开南投资控股集团有限公司等及第三人上海新梅置业股份有限公司证券欺诈责任纠纷案作出的(2015)沪一中民六(商)初字第66号民事判决书。

的长期稳定经营产生影响。但是我国《公司法》允许公司章程规定最长不超过3年的董事任期,实践中大多数上市公司章程规定的董事任期为3年,因此在我国推行交错董事会制度,有叠床架屋之嫌,可能使得董事的任期过于冗长而影响公司治理制约机制效用的发挥,不具有合理性。三是前述案例中佰利联关于恶意收购时任期届满的董事会仍至少有2/3以上的原任董事会成员连任的条款实质上允许了原董事可以不受法定任期的约束,并可以不经股东大会选举就连任,这显然违背了公司法的规定。

(5) 针对提高董事任职资格条款。

我国《公司法》并未就董事任职资格的积极条件做出明确规定,因此理论上公司章程可以规定和细化董事积极任职资格的具体内容。但是,对于董事任职资格的限制应注意把握一定的度,应主要着眼于公司治理水平的提高,同时不能违反法律的强制性规定、通常的商业习惯以及社会的公序良俗。尤其是针对上市公司收购的情形,不能仅仅为了反收购而对董事资格进行过多的不当限制。如果对于董事任职资格的要求,排除了外部人在公司担任董事职务的可能性,事实上造成了公司的内部人控制,则应对该董事任职资格条款持否定态度。

(6) 针对金色降落伞条款。

我国现行法律法规并没有关于公司董事和高级管理人员的薪酬的明确限制,因此,公司章程对于董事和高管的离任赔偿金进行特别规定并无不可,但是,对于该条款应特别关注享受离任赔偿金的人员的具体范围(应仅针对给公司创造巨大价值的极少数人才)、赔偿金支付标准的合理性及其对公司经营业绩的影响(支付赔偿金不应超出公司经营业绩和支付能力的合理范围)等,避免金色降落伞沦为公司内部人取得不当利益的工具。若享受离任赔偿金的人员范围过于宽泛、赔偿金支付的金额标准过高,则可能存在利益输送之嫌、违反了董事高管的忠实义务,并可能会给上市公司造成过重的经济负担,对于这样的金色降落伞条款则不应支持。

(7) 针对概括性授权董事会实施反收购措施条款。

董事在公司的股份遭受恶意兼并投标时就面临严重的利益冲突。由于面临被替换的风险,董事会很可能把对自己最有利的说成对公司

和股东最有利、大肆挥霍公司的钱财以反击收购者、为了一己私利不惜出卖股东利益。^[31] 这有可能极大地损害股东利益。因此,把决定和采取反收购措施的权利概括性地授予董事会并非明智之举,监管机构对于这类条款的审查应持谨慎态度,并对不当授权的条款进行限制。

(8) 针对股东大会、董事会议事规则的绝对多数条款。

《公司法》关于股份有限公司股东大会和董事会的表决权比例要求具有较强的强制性,不宜任意修改。对于绝对多数条款的设置,应结合上市公司的股权结构,关注是否会导致大股东变相获得一票否决权。针对恶意收购事项的绝对多数条款,过度地增加了收购事项获得通过的难度,是否确实有利于中小股东利益的保护这一问题值得商榷。

五、结论

我国上市公司控制权市场方兴未艾,反收购措施必将随着市场的日趋活跃而不断推陈出新。对于设置公司章程反收购条款的各种尝试,应在法律的框架内进行,违反法律强制性规定的反收购条款不具有法律效力。在区分法律强制性规定与公司章程自治的界限时,应充分考虑上市公司的公众公司属性、反收购条款设置的时点、股东固有权利的不可剥夺、权益信息披露规范的强制性等。综合各方面因素和我国市场现状来看,监管机构有必要对于章程设置反收购条款进行适当监管,建议未来立法明确规定由证监会担任反收购条款的审查机关,并由证监会制定相关的监管规则,对于有争议的案件设置相应的机制安排;证监会在判断具体反收购条款的合法性时,宜依法从严把握。

[31] [美]罗伯特·C. 克拉克:《公司法则》,胡平等译,工商出版社1999年版,第475页。