



V&T LAW FIRM
万商天勤律师事务所

控制权维持的最新态势与合法性路径探索 ——基于反收购条款法律规制的角度

学校： 北京大学法学院 2019 级

专业： 法律硕士

作者： 曹榕 刘传泰 李范伟 徐梦瑶 赵高雅

日期： 2020 年 5 月 22 日



摘要

近年来，在资本市场多重因素催动下，实务中有关上市公司控制权之争的案例频现。从博弈论的角度，可得利益性是控制权争夺的催化剂，其本质是自由竞争的优胜劣汰。然而事态的发展多表现出对公司运营的消极影响，这推动我们重新思考控制权维持的法学价值。反收购条款作为公司可以使用的成本最低、最便捷的控制权维持手段之一，受到上市公司的普遍认可。囿于相关的立法空白和监管单位的个案认定，反收购条款的合法性边界仍相对模糊。本文希望通过确定的效力判断原则，对反收购条款的合法性进行分析，同时基于上述研究成果，为反收购条款设定指引、为现有制度的完善提出建议。在把握宏观调控底线的同时，能够从合规的角度，正确看待和疏通公司章程中设置反收购条款的渠道。

关键词：控制权维持、反收购条款、合法性分析



目录

引言	1
(一) 研究背景	1
(二) 研究目的	2
(三) 研究意义	2
二、 控制权之争本体初探	3
(一) 上市公司控制权之争概念明晰	3
(二) 上市公司控制权争夺的源起及影响	4
(三) 控制权维持价值的法学分析	7
(四) 反收购条款的法律与现实意义	8
三、 反收购条款的内容与适用	8
(一) 提名权限制条款	9
(二) 分期分级董事会条款	10
(三) 绝对多数条款	11
(四) 限制董事资格条款	12
(五) 金色降落伞条款	13
四、 反收购条款的合法性分析	13
(一) 反收购条款的合法性判断原则	13
(二) 具体条款的合法性分析	14



五、 基于反收购条款的公司章程合规与立法制度改善	18
(一) 基于提名权限制条款的建议	19
(二) 基于分期分级董事会的建议	19
(三) 基于绝对多数的建议	20
(四) 基于董事任职资格限制的建议	20
(五) 基于金色降落伞的建议	21
六、 结语	21
参考文献	23



引言

(一) 研究背景

2019年12月28日，十三届全国人大常委会第十五次会议全体会议审议通过了《中华人民共和国证券法》(修订草案)。从1984年飞乐音响的股票发行、到1990年上交所成立、再到2014年“港股通”结算业务的获批，中国的资本市场走过了波谲云诡的三十年。暗流涌动的，不仅是公众股东的狂热，更有“资本大鳄”的争斗。这种争斗透过虚拟的资本市场，演变成一场场惊心动魄的上市公司控制权之争。在谋求企业发展的多重融资活动中，创始人股权轮番遭到稀释，与之相对的，是外部投资人的虎视眈眈。出于多种原因，资本入侵的现象频繁出现，现代的控制权争夺，由于二级市场的发展而越具隐蔽性。究其本质，上市公司的控制权之争乃至转移，是自由市场的产物，合理的竞争带来优胜劣汰，对公司控制人及其管理层无疑是一种警醒。正是基于这一考虑，以及对资本和“股东中心主义”的偏好，我国《证券法》、《公司法》等法律对反收购措施并不持鼓励态度，反而对其适用制定了诸多限制条款，对于控制权维持的价值及反收购条款的合法边界则缺乏必要认识和说明。偏颇则废，实际情况告诉我们，控制权争夺产生的影响通常表现为消极。一方面是与企业利益交融的企业文化的建构者，一方面是可得利益性催生下的“全副武装”的“外部野蛮人”，因之而来的动荡让我们不得不有所权衡。同时，考虑到比较法提供的视角，或许反收购条款确有其现实价值。



（二） 研究目的

公司反收购条款作为有效的规制利益催生下“外部野蛮人”的手段，对保护原始股东利益、维持企业文化具有重要作用。同时，公司反收购条款作为减少因不合理的控制权争夺产生负面经济、社会效应的必要方法，已经被很多国家的法律予以确认。但目前，我国《证券法》、《公司法》等法律文件对公司反收购条款的规定相对模糊，在实践中往往难以对公司形成有效保护，甚至具有被认定为违规的风险。因此，本文希望通过对公司反收购条款进行合理的法学、现实意义分析，以比较法视角探究公司反收购条款在我国的适用空间，进而结合我国现实的经济、法律政策要素，对反收购条款提出合规制性建议，从而解决控制权争夺的难题，维护我国的经济、社会稳定。

（三） 研究意义

在市场经济日新月异的今天，股东个人交易的自由性受到强调。控制权作为自由竞争的产物，有利于企业市场的优胜劣汰，并促使公司不断改革、发展。但同时，控制权之争会产生相应的不良效应，失格的控制权争夺不仅严重损害公司发展的长远利益，也将导致企业、经济环境的动荡。而通过反收购条款的约束，市场主体得以尽可能的在优胜劣汰的环境下保证合理竞争、减少控制权争夺的负面影响。以立法推动改革，建立完善的反收购规制体系，确认反收购条款合法性地位，对于我国社会、经济发展具有重大的现实意义。



二、 控制权之争本体初探

(一) 上市公司控制权之争概念明晰

上市公司，是指其股票在证券交易所上市交易的股份有限公司。¹相较于封闭性有限公司或非上市股份公司，上市公司具有可流通的股份，投资者可以通过敌意收购实现对公司的控制。²美国学者伯利和米恩斯通过“所有权与经营权分离”的论述，提出狭义的公司控制权概念，“由于公司的各项活动是在董事会的指挥下进行，那些有权挑选董事会成员的个人或集团掌握着控制权”。³从这个角度出发，控制权可进一步概括为，通过高级管理人员的任免，使得“特定主体对公司的业务经营及决策占有主导力的权力”。⁴如果说狭义控制权局限于公司内部管理权的研究，广义控制权则从影响公司发展的所有因素进行考察。⁵从权力本质的角度，“控制权是指对公司所有资源的控制和管理权力”。⁶这种权力包括但不限于，董事会组成及董事任免、经营决策和战略规划、公司资源的使用和分配、对员工和供应链的把控。

通过上文对概念的界定，并借鉴实务案例，我们可以明晰出一条投资者获取目标公司控制权的基本路径：(1) 增持目标公司股份（实质是背后的表决权），强化重大事项决策权；(2) 提名和选任代表自己利益的董事；(3) 由董事会聘任经理层，后者在授权范围内管理日常经营事务。

¹ 《中华人民共和国公司法》（2018年修正）第120条。

² 傅穹：《敌意收购的法律立场》，载《中国法学》2017年第3期，第226-243页。

³ Adolf A. Berle, Gardiner C. Means: The modern corporation and private property[M], Transaction publishers, 1991: p. 2.

⁴ 汤欣：《公司治理与上市公司收购》，中国人民大学出版社2001年版，第2页。

⁵ 胡智强：《公司控制权的法律透视》，载《安徽大学学报（哲学社会科学版）》2009年1月第1期，第94-99页。

⁶ 殷召良：《公司控制权法律问题研究》，法律出版社2001年版，第25页。



(二) 上市公司控制权争夺的源起及影响

1. 上市公司控制权争夺的缘由

根据博弈行为的分析框架，只要存在不同的利益主体，就会存在博弈行为。上市公司控制权争夺的本质是市场经济的自由竞争、社会资源的有效分配，争夺的可得利益性，使得市场主体间（尤其是收购和被收购方）的对抗频繁出现。⁷通过对实务中不断增多的控制权争夺的案例进行归纳，本文认为存在下列原因：（1）股权结构趋于分散，谋求上市公司控制权成为可能。伴随股权分置改革和金融市场发展，我国上市公司第一大股东持股比例呈现逐年下降的态势。所有权与经营权进一步分离、股权结构趋于分散多元，是证券金融市场的普遍情况。这极大的降低了股权收集的难度和收购方的资金压力，并且通过二级市场操作，控制权转移开始具有隐蔽性。（2）专业投资机构参与公司治理的能力及意愿不断增强。囿于股票市场的有限容量，机构投资者数量和资金的增多，使得短时间内抛售某只股票变得困难。⁸出于最大化自身效用函数，他们转而采取提交议案、选派管理人等“股东积极主义”行为。（3）“买壳上市”是引起控制权转移的重要动因。虽然新修《证券法》全面推行注册制，但改革仍是一个渐进的过程。考虑到 IPO 的时间和资金成本，间接实现自身资产证券化不失为替代方案。通过收购“壳公司”，收购方可以在短时间内满足变相上市的目的，拓宽融资渠道，并迅速提升公司的知名度。⁹（4）获取目标公司经营管理权，保障自身战略目标的实现。当实际控制人及其管理层经营水平受限、股东之间存在严重的理念冲突、公司资源不能实现有效利用或者业绩没有达到预期时，便会出现高效率管理者代替低效率管理者的现象。（5）目标公司价值被低估，收购方认为有利可图。价值低估理论认为，并购来源于能够买到“便宜货”的心理。二级市场上，公司的股票价格与真实价值不匹配，会刺激并购方进行套利操

⁷ 卢文道、方俊：《我国上市公司控制权之争最新态势与监管路径研究》，载《证券法苑》2014年第4期，第1-26页。

⁸ 孙蕾：《机构投资者参与公司治理法律问题研究》，吉林大学2013年博士学位论文。

⁹ 王嘉婷：《绿地集团借壳金丰投资的动因及绩效分析》，江西财经大学2018年博士学位论文。



作。¹⁰从实践来看，股权越分散、市值越大的公司，越有可能被低估；从大环境来看，2015 年至今，股票市场大幅下跌，套利空间出现，上市公司控制权的价值凸显，针对控制权的争夺便会加剧。

2. 上市公司控制权争夺的影响

近年来，公司控制权越来越受到重视，原控制人和外部控制人之间的角逐也愈发激烈。上市公司控制权之争作为把控公司、谋求利益的重要方式，势必会对公司的运营产生影响，这种影响在实务中往往表现为消极。从绿城集团控制权案、上海新梅控制权案、宝万控制权之争三个案例中，我们可以看到，控制权争夺给客户利益、公司运营以及企业文化带来的损害。

绿城集团控制权案中，融创“狼性营销策略”虽然短期内提升了绿城的销售业绩，¹¹但大量客户开始投诉房屋质量下降。外部投资者无视长远发展、损害客户利益的行为，最终使得宋卫平重返绿城。他们多关注经济效益，却忽视了短期的利益增加并非一定是正相关的表现，也有可能是企业漏洞扩大的过程。



¹⁰ 郑雨欣：《并购动因视角下的目标公司特征分析》，天津工业大学 2018 年博士学位论文。

¹¹ 夏淑婧：《我国民营上市公司的智力问题——基于绿城集团控制权争夺案例的研究》，载《经济管理》2019 年第 3 期，第 18-25 页。



上海新梅控制权案中，兴盛集团和开南系在第一、第二大股东之间不断地进行身份变化，疲于控制权争夺，却忽视了新梅公司的主要业务。公司的正常运营无法得到保障，出现了长达三年的连续亏损，最终被暂停股票交易。¹²



“宝万之争”中，万科集团并非存在经营衰落的情况。从国企改制到最大房企，万科 25 年股东回报位居 A 股前十，这是以王石为首的管理层长期经营的结果。从某种角度来说，创始人是企业文化的守望者，“分红文化”是其中的一个缩影。



¹² 沈思琦、袁仁森：《上市公司控制权争夺分析——以上海新梅为例》，载《商业会计》2019年第9期，第49-51页。



（三） 控制权维持价值的法学分析

从上述案例，我们可以看到控制权争夺带来的负面作用。相反，公司法实际操作中的大量案例，则显示出公司控制权维持的正向效应。如 Facebook 创始人通过双层股权结构、马云通过“中国合伙人”模式、任正非通过员工持股计划，在即使不是最大股东的情形下，依然保持对公司发展战略方向的控制。对于控制权维持，本文认为具有下列价值。

1. 降低委托代理成本

委托代理理论产生于公司控制权与股权的分离，以信息不对称为基础。股东作为委托人，公司职业经理人作为代理人，皆以自身利益最大化为追求。前者对公司实际经营情况了解得越少，与代理人掌握的信息越不对称，需要为此承担的风险和成本也就越高。保护与企业利益紧密联系的创始人利益及其控制权，既能激励创始人做出更谨慎的决策，降低委托代理成本，也能最大化地防范职业经理人因道德问题反噬公司管理层的风险。

2. 缓和创始人融资困局

对于想要进一步拓展的公司，尤其是希冀上市的公司，融资是一种高效且必须的方式。融资作为一把双刃剑，一方面为公司带来流动资金，另一反面则稀释了创始人股权。创始人常常陷入两难的境地：是对内保持现状还是寻求融资突破？为创始人提供控制权保护，能够有效地破局，缓解融资的不确定性，帮助缓解公司发展的后顾之忧。

3. 保护上市公司企业品牌

上市公司作为公众公司，企业品牌是利益谋划必不可少的环节。创始人在公司初建、到发展壮大、直至最后上市的过程中，不仅用个人理念影响着公司的经营治理，完成了组织文化的塑造，还担当着“精神领袖”和“代理人”的职责。创始人的个人声誉与上市公司的成功与否高度相关，较之非创始人，其掌握公司经营控制权更有利于提升企业品牌价值。



（四） 反收购条款的法律与现实意义

所谓反收购条款，也称驱鲨剂条款或箭猪条款，是指目标公司为预防敌意收购，通过在公司章程中设置收购障碍，增加收购成本从而阻止收购行为。¹³上市公司章程自治下的反收购条款在国外十分常见，在我国的发展虽然可以追溯到上世纪 90 年代，但立法上仍存在诸多空白。这使得我国司法界在实务中对反收购条款合法性的判断多有争论，监管机构也偏向于从严看待反收购条款的效力，对偏离公司章程示范条款的公司予以问询。因而，公司章程常常被视为应对审查之必要范本，缺乏治理意义上的考虑，反收购条款的重要性长期受到忽视。

与立法对反收购条款的忽视相左，反收购条款是公司可以使用的成本最低、最便捷的控制权维持手段之一，仅 2017 年上半年就有 600 余家上市公司在公司章程中进行了相应设置。从效能来看，在面临融资导致的股权稀释困境时，创始人完全可以使用公司章程来构筑控制权维持的第一道防线，有效防止公司在控制权市场上被恣意收购，提高创始人及管理团队的稳定性。¹⁴此外，章程条款与时俱进的灵活性、修订的便利性及抵御收购风险的前瞻性和低成本性，使得公司能够迅速回应控制权市场的变化。¹⁵在当前的背景下，对公司章程中适用反收购条款进行研究不仅可以满足创始人维持控制权的需求，同时也有利于厘清利益相关者，保护公司及公众股东利益不受随意设置之公司章程的侵犯。

三、 反收购条款的内容与适用

¹³ 王健文：《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，第 135-140 页。

¹⁴ 赵欣瑶：《创始股东维持控制权措施的法学分析》，上海交通大学 2017 年硕士学位论文。

¹⁵ 曹青青：《我国上市公司章程反收购条款法律规制研究》，吉林大学 2018 年博士学位论文。



（一）提名权限制条款

1. 提名权限制条款的概念

提名权限制条款，是指通过给收购方提名董事设定限制，稳定公司管理层架构。虽然我国《公司法》目前并无“董事提名”这一概念，仅在第 102 条规定了“提案”权，¹⁶在第 4 条赋予了股东“选择管理者”权，¹⁷且股东提案权是否必然包含董事候选人提名权仍存不同观点。¹⁸但从股东平等原则、股东积极主义的法理考量，同时参考与反收购措施和股东提案权相关的法律规范及证监会发布的治理文件，¹⁹董事提名权被认为包含在股东提案权之中。提名和选任董事是控制权之争的重要路径，对该权利的限制则成为上市公司普遍采取的反收购措施。

2. 提名权限制条款的适用现状

研究发现，约 20% 的上市公司设定了提名权限制条款，²⁰具体可分为三类。（1）设定持股比例：我国《公司法》规定的临时提案权持股比例为 3%，实践中一般上调至 5%²¹—10%²²不等。（2）设定持股期限：在现有法律未规定持股时间的情况下，

¹⁶ 《中华人民共和国公司法》（2018 年修订）第 102 条第 2 款：“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前 10 日内提交临时提案，该提案的内容必须属于股东大会的职权范围，且有明确的议题和具体决议事项”。

¹⁷ 《中华人民共和国公司法》（2018 年修订）第 4 条：“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”。

¹⁸ 肖和保：《股东提案权制度：美国法的经验与中国法的完善》，载《比较法研究》2009 年第 3 期，第 95-106 页。

¹⁹ 中国证券监督管理委员会公告（〔2016〕23 号）《上市公司章程指引》，第 82 条；中国证券监督管理委员会公告（〔2018〕29 号）《上市公司治理准则》，第 55 条。

²⁰ 汪伟忠、萨日娜：《反收购背景下董事提名条款的合法性问题研究》，载《经济与法》2019 年第 11 期。

²¹ 《600162 深圳香江控股股份有限公司章程》（2019 年 10 月）第 82 条：“单独或合并持有公司有表决权股份总数 5%（不含投票代理权）以上、持有时间半年以上的股东”。

²² 《600186 莲花健康产业集团股份有限公司章程》（2018 年 7 月）第 99 条：“单独持有或者合并持有本公司有表决权股份总数 10% 以上的股东”。



有的上市公司对此设定为 3 个月或 180 日，²³最长的达到 24 个月。²⁴（3）限制被提名董事资格：相较于现有法律仅对董事任职进行消极限制，有的上市公司另行规定了积极条件。²⁵虽然上述实例均通过了主管部门的审核，但证监会尚未形成统一的审核态度，个案各判是常见情形。在边界模糊、实际操作困难的情况下，收到问询函的公司倾向于直接取消待解释的条款，隆平高科案²⁶、伊利股份案²⁷即是如此。

（二） 分期分级董事会条款

1. 分期分级董事会条款的概念

分期分级董事会条款（Staggered Board Provision），也称为“交错选举董事条款”。此类条款将董事会分为几个任期不同的组，每年只有任期届满的董事方可被改选。因此，即使公司多数股份在多次融资中被外部股东控制，外部股东也只能在经历过几次股东大会之后完全地控制董事会，从而掌握公司的经营决策权。²⁸从公司角度来看此类可以延缓创始股东对于公司控制权旁落的进程，在这段时间中创始股东可以进行与外部股东的协商，以对公司长远发展做出更合适的安排。

2. 分期分级董事会条款的适用现状

我国大陆法律并没有对分期分级董事会条款的正当性进行过明文规定，在立法例上，美国《商事公司示范法》（2002 年）第 8.06 条对分期分级董事会条款作

²³ 《600206 有研新材料股份有限公司公司章程》（2018 年 3 月）第 85 条：“公司董事会、监事会、连续 180 日以上的股东”。

²⁴ 《600167 联美控股公司章程》（2019 年 6 月）第 82 条：“董事候选人……也可以由连续 24 个月以上……的股东”。

²⁵ 《000926 福星股份公司章程》（2019 年 6 月）第 96 条：“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，还应当具有至少五年以上与公司主营业务相同的业务管理经验”。

²⁶ 深圳证券交易所《关于对袁隆平农业高科技股份有限公司的关注函》（公司部关注函【2016】第 8 号）。

²⁷ 上海证券交易所《关于对内蒙古伊利实业集团股份有限公司修改公司章程事项的问询函》（上证公函【2016】0949 号）。

²⁸ 同前注 13。



了明确规定，且目前美国有 70%以上的上市公司在章程中规定了该项条款。²⁹分类董事会在我国的本土起源可以追溯到 1998 年的爱使章程之争。有学者对截止 2017 年 6 月的上海证券交易所 1214 家上市公司章程进行分析，发现其中有 65 家上市公司设置了“分类董事会”的条款，比例为 5.35%。³⁰但是在我国法律中并没有对分期分级董事会条款的正当性进行明文规定，在实践中，证监会对此类该反收购条款一般会进行“不规范”的认定，并责令修改。

（三） 绝对多数条款

1. 绝对多数条款的概念

绝对多数条款 (Super-majority Provision)，是指公司进行并购、重大资产转让或者经营控制权更迭等重大决策时，必须获得绝对多数股东的同意，条款修改也是如此。³¹多数情况下，绝对多数条款会附加董事会除外条款，赋予董事会决定绝对多数表决条款是否生效及何时生效的权利，避免董事会在善意收购谈判中受到限制而缺乏灵活性。³²

2. 绝对多数条款的适用现状

对于绝对多数条款能否在我国得到运用，法律并没有明确规定。虽然《公司法》对特别决议事项的规定属于强制性规范，但仍具有任意性规范的特点。学术界目前普遍认为，公司章程应当采取自治规则说，做出高于法定比例的规定则不应认定为违法。一项关于绝对多数条款的实证研究表明，采用绝对多数条款的 100 家上市

²⁹ 唐青林、李舒、赵越：《章程设计：分期分级董事会制度——反并购公司章程条款设计》，载微信公众号“公司法权威解读”，2017 年 10 月 26 日。

³⁰ 曹清清：《我国上市公司章程反收购条款法律规制研究》，吉林大学 2018 年博士学位论文。

³¹ 同前注 2

³² 同前注 31



公司被收购的比率是 28%，对照组为 38%。³³虽然成效显著，但我国上市公司运用该条款的数量极少，且无一例外的会被证监会约谈。

（四） 限制董事资格条款

1. 限制董事资格条款的概念

限制董事资格条款，是指非具备某些特定条件以及具备某些特定情节者不得担任公司董事。³⁴积极的任职资格限制是董事任职的必备条件，比如职业限制、年龄条件、身体条件、国籍条件、工作经验等；消极的任职资格限制则列明了公司董事不具有当选资格的情况，包括兼职情况、法律责任条件、行为记录限制等。³⁵两者结合，在挑选优质人才、增加选任透明度、防止恶意收购等方面起着重要作用。一方面能够排除部分不合格的董事成员，防止无德无才之人当选董事；另一方面使得董事人员的门槛提升，具备一定的反收购功能。

2. 限制董事资格条款的适用现状

如提名权限制条款已经提到的，《公司法》仅对董事任职采取了消极资格限制。虽然《上市公司治理准则》对董事的积极任职条件有规定，但也只涉及董事所必须的知识和技能。内容既太过模糊，法律效力又较低，难以有效地发挥作用。同时，该条款往往是以对董事提名、表决程序予以限制的方式实现反收购目的，因与股东权利存在矛盾而具有被认定为无效的风险。

³³ 拉姆措：《论上市公司反收购章程条款的合法性》，西南民族大学 2018 年硕士学位论文。

³⁴ 同前注 13。

³⁵ 叶敏：《公司董事法定任职资格问题研究》，载《法学》2006 年第 3 期，第 110-116 页。



（五） 金色降落伞条款

1. 金色降落伞条款的概念

“金色降落伞”（Golden Parachute）最早产生于美国，其为企业高层在离职后的经济补偿提供了充足的保障，保障形式多表现为遣散费、奖金、股票期权及其相应组合。³⁶“金色降落伞”作为形式特殊的管理层雇佣和薪酬契约，以控制权变更为触发条件，一般由控制权变更条款、终止条款和补偿条款这三项构成。“金色”代表着丰厚的补偿，“降落伞”意味着高管在面临公司控制权变动的冲击时，也能实现平稳“软着陆”。

2. 金色降落伞条款的适用现状

受“宝万之争”的启发，我国 600 多家公司陆续修改公司章程³⁷，完成“金色降落伞”条款的落地。雅化集团等上市公司纷纷修改公司章程，引进“金色降落伞”计划，但该条款的合法性受到普遍质疑，引来交易所的问询函，投服中心还呼吁中小投资者在股东大会上投票反对此类修订案。³⁸诚然，“金色降落伞”对于化解公司管理层的利益危机发挥了巨大的作用，但随之而来的争议也表明引进“金色降落伞”条款时，若不严格加强风险控制，不合理设置降落伞的触发条件，管理层可能以权谋私而损害股东利益

四、 反收购条款的合法性分析

（一） 反收购条款的合法性判断原则

如上所述，公司章程反收购条款旨在保护创始人控制权，但其合法性边界却因

³⁶ 穆昕：《金色降落伞计划在我国部分国企的适用性思考》，载《前沿理论》2010年第29期，第16-17页。

³⁷ 刘天：《中国宝安设金色降落伞》，载微信公众号“行知部落”，2019年6月29日。

³⁸ 熊锦秋：《公司章程反收购条款不能越过自治边界》，载《上海证券报》2016年8月5日，第8版。



法律规定的缺失、主管部门的个案认定而相对模糊。为了能够使各条款达到反收购的效果而又不至于影响其自身效力，有必要确定条款的效力判断原则，并在逐类分析各限制类型的合法性后，为反收购条款的设定提供指引，为现有制度的完善提出建议。

反收购条款的效力判断通常需要综合考虑内容和程序两方面。下文将主要围绕反收购条款确定的内容展开合法性分析，包括是否违反公司法强制性规定，是否侵害成员权益。³⁹违反公司法强制性规定的条款并非当然无效，⁴⁰若遵循公司自治原则仍有可能被认定为合法；符合公司法强制性规定的条款也并非当然合法，仍需考虑是否损害了股东权益。

（二） 具体条款的合法性分析

1. 提名权限制条款的合法性分析

前述三类限制中，仅设定持股比例与限制被提名董事资格有《公司法》的规定。“3%”作为股东提案权持股比例，是防止提案权滥用与股东权利保护之间的平衡。考虑到上市公司股权结构本就分散，超出 3%的比例已属过高限制而会剥夺绝大多数股东的董事提名权，应当被认定与《公司法》不一致而无效；对于被提名董事资格的消极规定，则并未排除公司章程对董事积极条件的设定，毕竟业务水平高、能力强的董事对公司运营无害且具有正面效应。但积极条件的设定是否一定合法，还有待是否侵害股东权益的讨论。

股东权利的合法保护是公司制度赖以存在的基石之一，⁴¹被明确纳入了评价反收购条款合法性的标准之中。⁴²提名权限制条款是否破坏了股东之间的平等，是否

³⁹ 徐银波：《决议行为效力规则之构造》，载《法学研究》2015年第4期，第164-183页。

⁴⁰ 王保树：《从法条的公司法到实践的公司法》，载《法学研究》2006年第6期，第21-29页。

⁴¹ 汤欣、徐志展：《反收购措施的合法性检验》，载《清华法学》2008年第2期，第89-104页。

⁴² 中国证券监督管理委员会令【第35号令】《上市公司收购管理办法》，第6条。



忽视了中小股东的合法权益，将直接影响其自身的合法性。限制持股期限，本意是为了避免短期股东的投机提案扰乱董事会组成，而将公司的控制权寄望于真正有经验的忠实股东，但可能剥夺部分股东提名董事的合法权益。法院判决支持了后一种判断：“‘连续持股 90 天以上’的规定限制了股东权利，违反《公司法》规定，不具备法律效力。”⁴³限制被提名董事资格的积极条件，则应当具有合理性，能帮助公司提升治理水平；应当是平等的，不能针对不同股东作差异化规定；同时，不能在实质上剥夺新股东的提名权。如若限定被提名董事须有 5 年以上本公司工作管理的经验，构成对原董事职位的固化，极大限制了可供新股东提名董事候选人的范围。

2. 分期分级条款的合法性分析

根据我国 2019 年最新修订《公司法》第 108 条⁴⁴及第 45 条⁴⁵的规定，公司章程规定的每届董事任期不得超过三年。董事任期届满，连选可以连任……该规定表明公司章程可以在 3 年范围内具体规定董事任期，且所有董事的任期并不强制要求完全一致。依此，在公司章程中对董事任期进行分期分级规定并不违反法律规定。由此，公司制定分期分级董事会制度作为反收购措施具有合法性的。但须注意的是，依据《公司法》第 100 条及 99 条的规定，收购人有权请求召开临时股东大会，利用股东大会决议修改公司章程中的反收购条款，⁴⁶然后再改选董事，这是收购人在实务中会普遍使用的针对分期分级董事会制度的反制方法。

⁴³ 中证中小投资者服务中心有限责任公司与上海海利生物技术股份有限公司公司决议效力确认纠纷案，上海市奉贤区人民法院（2017）沪 0120 民初 13112 号民事判决书。

⁴⁴ 《中华人民共和国公司法》（2018 年修订）第 108 条：“股份有限公司设董事会，其成员为五人至十九人……本法第四十五条关于有限责任公司董事任期的规定，适用于股份有限公司董事……”。

⁴⁵ 《中华人民共和国公司法》（2018 年修订）第 45 条：“董事任期由公司章程规定，但每届任期不得超过三年。”

⁴⁶ 《中华人民共和国公司法》（2018 年修订）第 37 条：“股东会行使下列职权：（二）选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；（十）修改公司章程……”。



3. 绝对多数条款的合法性分析

我国《公司法》第 103 条⁴⁷和 121 条⁴⁸，规定了八种需经出席股东大会的股东所持表决权三分之二以上通过的特别决议事项。对于这些关系到公司及中小股东利益的典型事项，法律做出明确规定，但由于公司数量众多、经营范围各异，该规定本身并非列举性规定。⁴⁹而《上市公司章程指引》第 76 条第 6 款⁵⁰、第 77 条第 6 款⁵¹，则隐含了扩大特殊决议事项的自治授权。公司章程通过列举特殊表决权事项，强调其对于公司的重要性，符合私法自治的原则。

各国公司法对特别事项的表决权比例均有规定，其中日本和美国为 2/3、英国和德国为 3/4。从数字上看，2/3 是最低比例，而各国存在不同规定从侧面上说明了，制定高于表决权下限的规定应是符合公司自治精神的。但是在股权相对集中的情况下，“超级多数条款”可能让大股东获得一票否决权，沦为其滥用权利的利器，因有损股东平等原则，而失去合法性。

《上市公司收购管理办法》第 32 条及 33 条的规定，⁵²被收购方董事会有权向

⁴⁷ 《中华人民共和国公司法》（2018 年修订）第 103 条：“……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。”

⁴⁸ 《中华人民共和国公司法》（2018 年修订）第 121 条：“上市公司在一年内购买、出售重大资产或者担保金额超过公司资产总额百分之三十的，应当由股东大会作出决议，并经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。”

⁴⁹ 王建文、范健：《论我国反收购条款的规制限度》，载《河北法学》，2007 年第 7 期，第 98-102 页。

⁵⁰ 《上市公司章程指引》（2019 年修订）第 76 条第 6 款：“……下列事项由股东大会以普通决议通过：（六）除法律、行政法规规定或者本章程规定应当以特别决议通过以外的其他事项。”

⁵¹ 《上市公司章程指引》（2019 年修订）第 77 条第 6 款：“……下列事项由股东大会以特别决议通过：（六）法律、行政法规或本章程规定的，以及股东大会以普通决议认定会对公司产生重大影响的、需要以特别决议通过的其他事项。”

⁵² 《上市公司收购管理办法》（2014 年修订）第 32 条：“被收购公司董事会应当对收购人的主体资格、资信情况及收购意图进行调查，对要约条件进行分析，对股东是否接受要约提出建议，并聘请独立财务顾问提出专业意见。”第 33 条：“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。”



股东是否接受收购提出建议但不得对公司经营成果等造成重大影响。我国法律虽未明确反收购决定权的归属，但从理论和实践上，都更倾向于股东中心主义而非董事会中心主义。在绝对多数条款中附加不加区别的董事会除外条款，会赋予董事会过高的自主权，有悖于我国的立法原则。但如果公司章程上明确在何种情况下、通过何种方式，董事会有自主决定的权利，该规定则可能被有关机关认可，毕竟公司章程本是公司自治的产物。

4. 限制董事条款的合法性分析

从《公司法》奉行的私法自治角度来看，只要该条款不是针对特定人或者明显违反公司利益，即在保证公司发展的前提下，给予多数人以任择权是合法的。但目前突出的问题在于即使部分公司在章程中对董事品行、素质等进行了特别的要求，但由于规定得过于模糊而使其成为了宣示性条款，无法发挥切实的作用。⁵³

同时，目前上市公司限制董事资格的内容多是对董事产生途径的限制，即将有权提名组成董事会的股东权利限定在一定的持股比例之上，此种持股比例往往会引发一定的合法性矛盾。《公司法》第 102 条第 2 款⁵⁴明确固定了可以提出董事任择权的股东持股比例，而实践中上市公司多会对此条件进行进一步限缩，进而产生极大的被认定为无效的风险。

5. 金色降落伞条款的合法性分析

上市公司在公司章程构筑反收购防线，加入一系列保护原控股人既得利益的条款可以理解。但引来问询函，遭到投服中心质疑也确实表明市场对于“金色降落伞”的本土化还未完全接受与肯定。

《公司法》同时作为调整私人利益关系的私法和商法，具有一定的任意性和强制性。对于涉及公司之外的他人利益部分以及刚性规则部分，《公司法》的调整具

⁵³ 同前注 31。

⁵⁴ 《中华人民共和国公司法》（2018 年修订）102 条，同注 16。



有强制性。对于涉及公司内部利益分配的公司章程部分，《公司法》的调整更多是任意性。公司章程是公司自治的体现，是对《公司法》的适用、细化和补充。上市公司在公司章程反收购条款中引入“金色降落伞”机制，只要是在《公司法》赋予的公司章程自治权限之内，那么，法律合法性是无可争议的。当然，除法律合法性外，公司当然不能跨过自治边界触及其他市场主体利益，不能违反行政法规的强制性要求。在符合以上要求的情况下，“金色降落伞”机制作为一种报酬机制，根据《公司法》第 37 条⁵⁵和第 46 条⁵⁶的相关规定，是公司章程自治的体现，只要其效力仅及于公司和相关当事人，就不应称其有违反法律行政法规的嫌疑。

五、 基于反收购条款的公司章程合规与立法制度改善

经过逐条分析上述反收购条款的现实适用与困境，并深入挖掘其合法性后，可以发现：普遍存在于上市公司章程中的该类条款或是违反强制性法律规定，或是损害股东权益，并因此无法通过合法性检验或者遭到行政质疑。这样普遍存在却普遍不合法的情况，反应了对公司章程反收购条款进行合规操作的必要性，也突出体现了我国法律法规、公共政策在面对市场时的部分滞后。从市场个体来说，公司章程的不合规使得公司步步为难，丧失部分自由市；从市场整体来说，法律制度的缺陷会让上市公司在制定公司章程时，缺乏预测能力，承担更多未知的违规风险；同时，也会让执法部门在审核时只能个案处理以至于漏网之鱼更多，让司法机关出现同案不同判的严重情形。因此，在引导公司章程合法合规的基础上，我国立法机关很有必要顺应市场需求，有借鉴有适用地明晰反收购限制条款的合法性边界，在守住宏观调控底线的基础上，对上市公司章程反收购条款设定规范指引。

⁵⁵ 《中华人民共和国公司法》（2018 年修订）第 37 条，同注 47。

⁵⁶ 《中华人民共和国公司法》（2018 年修订）第 46 条：“董事会对股东会负责，行使下列职权：（三）决定公司的经营计划和投资方案；（四）制订公司的年度财务预算方案、决算方案；（七）制订公司合并、分立、解散或者变更公司形式的方案；（八）决定公司内部管理机构的设置；（九）决定聘任或者解聘公司经理及其报酬事项，并根据经理的提名决定聘任或者解聘公司副经理、财务负责人及其报酬事项；（十）制定公司的基本管理制度。”



（一） 基于提名权限制条款的建议

首先，凭借立法将股东的提名董事权概念化、明文规定化，使其无需依附于关系不清的临时提案权，而拥有独立的受保护地位；其次，通过将已然证明侵害股东权益的限制条件清单化，给上市公司设置提名权限制条款提供指引，降低上市公司解释甚至重新修订的成本。譬如，对于董事任职资格的积极条件，对不同行业的公司细化制定具有其行业特点且操作性强的统一标准，包括但不限于知识、技能、素质这三方面；同时，统一执法部门的监管内容，为上市公司的行为提供有效预期。既确保循规监督上市公司章程的合法性，也容许其按照自身实际情况制定有效提升公司治理水平的个性化提名权限制条款。

（二） 基于分期分级董事会的建议

设置分期分级董事会条款的目的是防止敌意收购者通过大幅更换董事、掌握董事会控制权的方式获取公司控制权，因此，该条款的很多细节设计应该尊重公司自身更换董事的正常节奏。

公司在制定分期分级董事会制度时应当充分列举例外情况。例如因董事辞职或因董事违反法律规定被解除职务而导致董事人数不足章程规定的人数时，该制度中对于增任董事的比例限制，可能会导致公司董事人数过低无法维持公司正常运转。因此，公司在章程中对分期分级董事会条款进行规定时应当充分考虑并列举其例外情况。

同时为强化分期分级董事会条款的效果，上市公司可以借助职工董事制度明确规定职工董事条款。⁵⁷如果上市公司在章程中明确规定了一定比例的职工董事，则即便收购人获得了控股地位，除了因对换选董事的限制而一时无法控制公司之

⁵⁷ 《中华人民共和国公司法》（2018年修订）第108条第2款规定：“董事会成员中可以有公司职工代表。董事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。”



外，也会因无法直接改选职工董事而减缓其敌意收购的步伐，从而进一步加强反收购的效果。⁵⁸

（三） 基于绝对多数的建议

针对设定特殊事项的绝对多数条款可能出现的问题，应在《公司法》中加以明确：（1）上市公司章程中设定的法定事项外的特殊事项需要事先向有关部门报备，赋予董事会特定条件下的除外条款也应得到审批。在尊重公司章程自治的同时，加强规范监督，杜绝损害中小股东和社会公共利益的规定；（2）绝对多数表决权比例的设定，要充分考虑上市公司股权架构。采取分级制的解决办法，即股权越分散，绝对多数表决权比例可以相应提高，但是一般不能超过 75%。一是从各国实践来看，3/4 是法定的特殊事项表决权比例上限（如德国、英国）；二是匹配我国上市公司流通股的最低比例 25%；（3）对于实际控制人通过增持股票获得一票否决权的情况，应理性看待，不可一律否定。诚然，有损害中小股东的可能性，但并非事前预谋，同时增持释放的信号对股价带来的积极影响，让后者享受到实实在在的收益。

（四） 基于董事任职资格限制的建议

为了进一步改善董事任职资格限制条款的合法性，必须明确章程约定提高公司管理者的准入门槛并不具有违法性，即只要对董事任职积极条件的限制没有因人而异也没有因人设限，从而使得股东丧失可供选择的合格的董事候选人，便不能认定为侵害选任公司管理者的权利，⁵⁹此外可以在章程中规定资格缺陷董事的解任程序的规定，从而规制管理者的行为，进而从反面提升收购的门槛。

⁵⁸ 同前注 13。

⁵⁹ 同前注 50。



（五） 基于金色降落伞的建议

首先，不应当将设置“金色降落伞”看作是所有上市公司都应遵循的惯例，而要区别对待，按需设置。其次，必须根据上市公司自身发展情况制定，补偿金额与形式可以“因地制宜”，但一定要公开透明，维护公司、原控股人、股东的多方利益，激发基层员工的工作热情。同时在内容上，具体金额、形式要结合实际情况，要摆正管理层心态，不应虚高，建立综合考量标准：根据管理层工作的年限、考勤、业绩等等。在程序上，要对“金色降落伞”适用做出附加税费、投票程序等限制。在保障上，要在公司章程中明确“金色降落伞”属于报酬事项，是自治权的范畴。此外之外，要合理利用“金色降落伞”，与其他反收购措施一并发力，才能发挥反收购防线的最大作用。

基于我国市场逐步高涨的自治性，国内公共政策与营商环境的开放趋向，对《上市公司治理准则》或通过相关规则对反收购条款予以明确是亟待解决的问题。在借鉴境外经验对其条件和程序做出一定规范和限制的基础上，“金色降落伞”和其他反收购措施配套的允许适用有助于在控制权争夺背景下，在维护公司稳定经营之间取得博弈平衡。

六、 结语

公司在章程中设置反收购条款可以实现对原始股东的高效保护，减少企业因控制权争夺产生的经济、管理压力，进而维护公司的核心竞争力和相关者的合法权益。本文通过对上市公司反收购条款进行法学价值和现实意义分析，从提名权限制、分期分期董事会条款、绝对多数条款、限制董事资格条款、金色降落伞条款等内容出发，论证各条款的适用现状以及法律困境，并从立法和股东权益保护的角度分析了条款的合法、合规性，进而着眼现实，基于反收购条款的公司章程提出了合规和立法制度改善的建议。通过理论与案例结合，有效的证明了反收购条款在我国具有鲜活的生命力和长远的发展前景。坚持公司体制、经济制度改革，谋求商主体利益最大化和社会总体利益的均衡，是目前经济体制改革的重要内容。而反收购条款的



有效确立，必然会对市场经济的进一步发展起到重要作用，为规制公司恶意控制权争夺提供有效的治理手段和治理环境。



参考文献

- [1] 何美欢：《公众公司及其股份证券》，北京大学出版社 1999 年版，第 356 页。
- [2] 汤欣：《公司治理与上市公司收购》，中国人民大学出版社 2001 年版，第 2 页。
- [3] 殷召良：《公司控制权法律问题研究》，法律出版社 2001 年版，第 25 页。
- [4] 曹清清：《我国上市公司章程反收购条款法律规制研究》，吉林大学 2018 年博士学位论文。
- [5] 傅穹：《敌意收购的法律立场》，载《中国法学》2017 年第 3 期，第 226-243 页。
- [6] 胡智强：《公司控制权法律透视》，载《安徽大学学报（哲学社会科学版）》2009 年 1 月第 1 期，第 94-99 页。
- [7] 拉姆措：《论上市公司反收购章程条款的合法性》，西南民族大学 2018 年硕士学位论文。
- [8] 卢文道、方俊：《我国上市公司控制权之争最新态势与监管路径研究》，载《证券法苑》2014 年第 4 期，第 1-26 页。
- [9] 穆昕：《金色降落伞计划在我国国企的适用性思考》，载《前沿理论》2010 年第 29 期，第 16-17 页。
- [10] 沈思琦、袁仁森：《上市公司控制权争夺分析——以上海新梅为例》，载《商业会计》2019 年第 9 期，第 49-51 页。
- [11] 孙蕾：《机构投资者参与公司治理法律问题研究》，吉林大学 2013 年博士学位论文。
- [12] 汤欣、徐志展：《反收购合法性分析》，载《清华法学》2008 年第 2 期，第 89-104 页。
- [13] 唐青林、李舒、赵越：《章程设计：分期分级董事会制度——反并购公司章程条



款设计》，载微信公众号“公司法权威解读”，2017年10月26日。

[14]汪伟忠、萨日娜：《反收购背景下董事提名条款的合法性问题研究》，载《经济与法》2019年第11期，第2页。

[15]王保树：《从法条公司法到实践公司法》，载《法学研究》2006年第6期，第21-29页。

[16]王建文、范健：《论我国反收购条款的规则限制》，载《河北法学》2007年第7期，第98-102页。

[17]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，第135-140页。

[18]夏淑婧：《我国民营上市公司的智力问题——基于绿城集团控制权争夺案例的研究》，载《经济管理》2019年第3期，第18-25页。

[19]肖和保：《股东提案权制度：美国法的经验与中国法的完善》，载《比较法研究》2009年第3期，第95-106页。

[20]熊锦秋：《公司章程反收购条款不能越过自治边界》，载《上海证券报》2016年8月5日，第8版。

[21]徐银波：《决议行为效力规则之构造》，载《法学研究》2015年第4期，第164-183页。

[22]叶敏：《公司董事法定任职资格问题研究》，载《法学》2006年第3期，第110-116页。

[23]赵欣瑶：《创始股东维持控制权措施的法学分析》，上海交通大学2017年硕士学位论文。