

# 上市公司面临制度环境新变化

□国浩律师集团事务所 吕红兵 刘维 何俊辉

随着股权分置改革的稳步推进和《公司法》、《证券法》的重大修订,2006年无疑是资本市场的制度修订年。以证监会为首的监管层已经开始结合新的《公司法》和《证券法》来大幅修订规范上市公司的各项规章制度。到目前为止,“两法”修订后颁布的与上市公司有关的规章主要有《关于规范上市公司对外担保行为的通知》、《上市公司股权激励管理办法(试行)》、《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》、《上市公司章程指引》、《证券登记结算管理办法》、《上市公司股东大会规则》、《上市公司证券发行管理办法》等。这些法律法规、规章的实施,意味着我国上市公司面临着系列深刻的制度变更,如何调整应对新的法律环境,已经成为时下上市公司面临的重要问题。公司章程被认为是公司之宪章,是构建公司的基础之一,也是公司运作的行为规范。同时,公司章程也是公司自治和政府规制两者边界的结合点,任何外部法律法规、规章等制度环境的变化,最终都可能体现在公司的章程上。本文以证监会新颁布的《上市公司章程指引》为切入点,结合自去年“两法”修订以来证监会等监管层颁布的一系列针对上市公司的规章,来分析上市公司在应对制度环境变化时应该注意的一些问题。

## 上市公司章程修订中的三大焦点

### 一、收购与反收购的博弈

股权分置下上市公司反收购无太大的存在价值,因为股权分置本身就是敌意收购的最大障碍。在后股权分置时代,证券市场的一系列深刻变革减少了收购中的障碍,增强了上市公司反收购的动机,增加了上市公司采取更多反收购措施的可能性。在这种情况下,相当多的上市公司管理层将目光投向了反收购问题。中国证监会于2006年3月16日颁布了新的《上市公司章程指引》,并要求上市公司按照该指引在最近的一次股东大会上修改章程。公司章程中置入反收购条款是反收购最廉价的手段,许多上市公司在此次修改公司章程时,希望能将一些反收购措施体现在公司章程中,以抵御未来的敌意收购。

第一、交错董事会条款。新《公司法》删除了原《公司法》中“董事在任期届满以前,股东大会不能无故解除其职务”的规定。但是新《上市公司章程指引》第96条仍沿用了原《公司法》的表述:“董事在任期届满以前,股东大会不能无故解除其职务”。这一立法变化表明,股东是否可以随时请求股东大会罢免董事,已属于公司自治的范畴,由公司章程来作出约定。

我们认为,交错董事会在我国法律上并不禁止,上市公司完全可以在公司章程中设计此种条款来形成反收购的防线。因而,上市公司可以在章程中作出这样的规定:董事在任期届满以前,股东大会不能无故解除其职务。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1/3。这样,即使发生了敌意收购,公司董事会的大部分董事还是原来的董事,他们仍掌握着多数表决权,可以提议采取增资扩股或其他办法来稀释收购者的股票份额,也可以决定采取其他办法来达到反收购的目的,使收购者的初衷不能得到实现。

第二、董事资格限制条款。公司可以在章程中规定公司董事

的任职条件,非具备某些特定条件者不得担任公司董事,具备某些特定情节者也不得进入公司董事会,这样,将给收购方增加选送合适人选出任公司董事的难度。当然,限制董事资格不能明显违背通常的商业习惯。换言之,董事资格限制应该同时着眼于公司治理水平的提升,而不能仅仅为了反收购而对董事资格进行量身定做。

第三、超级多数决条款。公司可以通过在章程中设定超级多数决条款来提高敌意收购者控制公司的难度。对于董事会的超级多数决条款,如果收购方取得控制权后能够解聘董事或修改章程,这种限制并没有反收购的效果。股东大会的超级多数决条款则是一柄双刃剑,在增加收购者接管、改组公司的难度和成本的同时,也会限制公司控股股东对公司的控制权。

第四、股权激励计划。中国证监会于去年底已发布《上市公司股权激励管理办法(试行)》。股权激励是对公司管理层进行的有效长期激励机制,同时也能稳定管理层的控制权,降低被敌意收购的风险。股权激励计划是预防性的反收购手段之一。在前不久万科企业股份有限公司公布的《首期(2006-2008年)限制性股票激励计划》中就暗含了反收购的规定。该计划的基本操作模式为:在公司达成一定业绩目标的前提下,按当年净利润净增加额的一定比例提取一定的激励基金。通过信托管理的方式,委托信托公司在特定期间购入本公司上市流通A股股票,经过储备期和等待期,在公司A股股价符合指定股价条件下,将购入的股票奖励给激励对象。该激励计划进行了这样的规定:当公司控制权发生变更时,控制权变更前的半数以上法定高级管理人员在控制权变更之日起的三十日内有权书面要求信托机构将本计划项下信托财产立刻全部归属。公司控制权发生变更且控制权变更前的半数法定高级管理人员书面要求将信托财产立刻全部归属时,激励对象名单需由控制权变更前的半数以上法定高级管理人员根据控制权变更前的职位确定,而无须再经

公司股东大会、董事会或其他任何机构审核、批准或向其报备。

第五、职工董事制度。在上市公司收购战中,公司董事会是收购方和反收购方争夺的重要阵地。新《公司法》第109条规定了上市公司职工董事制度,这也是利益相关者治理理论在我国公司立法上的具体体现。上市公司的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。就是说,如果一个上市公司规定了职工董事制度,由于职工董事不是经由股东大会选举,其产生与股权比例的多少是无关的,从法律上来看,收购方持股比例再高,也不能依据股权来直接左右职工董事的产生。

第六、相互持股。稳定的股权结构是反收购的第一道防线。为了防止公司的股份过于分散,上市公司可以采取交叉持股的形式,即关联公司、关系较密切的公司之间相互持有部分股权,一旦其中一家公司遭到收购,相互持股公司之间易于形成连环的效果,从而大大增强反收购方的实力。中国目前法律并没有禁止上市公司之间相互持股,因此上市公司可以通过与比较信任的公司达成协议,相互持有对方股份,并确保在出现敌意收购时,不将手中的股权转让,以达到防御敌意收购的目的。

第七、寻找白衣骑士。寻找“白衣骑士”,是指目标公司在遭到敌意收购袭击的时候,主动寻找第三方即所谓的“白衣骑士”来与袭击者争购,造成第三方与敌意收购者竞价收购目标公司股份的局面。显然,白衣骑士的出价应该高于敌意收购者的初始出价。在这种情况下,敌意收购者要么提高收购价格,要么放弃收购。如果敌意收购者志在必得,也将付出高昂代价甚至使得该宗收购变得不经济。我们认为,白衣骑士可以作为反收购的措施,不违反我国有关法律的规定。

除了上述几种反收购措施以外,还有一些反收购措施在实务中也被人们提及并有一些上市公司采用,我们认为,以下的几种反收购措施在我国目前的制度

环境下其合法性值得商榷。

1、股东持股时间条款。股东持股时间条款是指股东在取得一定时间以后才能行使董事提名权,以维持公司管理层和经营业务的稳定。股东持股时间条款有助于阻止收购人在取得上市公司股权后立即要求改选董事会。股东持股时间条款是我国上市公司使用最多也是最受争议的反收购条款之一。在1998年的“大港油田”与“爱使股份”的反收购战中,双方争议的焦点之一就是股东持股时间条款的合法性问题。在近期,已有数家上市公司将股东持股时间条款置入公司章程中以应对未来可能发生的敌意收购。我们认为,选择管理者是我国《公司法》上规定的股东的三项基本权利之一,该权利在成为股东时就应该即刻被享有。

2、股东在提名董事人数方面限制条款。上市公司章程中设置股东在提名董事人数方面限制条款是否合法,在理论界和实务界多有争论。我们认为,选择管理者的权利是公司赋予公司股东的一项法定权利,非依法律规定,任何人不得以任何方式加以限制和剥夺。董事的提名权是股东选择管理者权利的一个重要内容,亦属强制性规范,公司章程无权另作安排。

3、发行超级表决权股份。20世纪80年代美国曾经在上市公司兴起过发行不同类别的普通股。A类普通股实行一股一票可自由转让,B类普通股不可转让,拥有超级表决权,通常一股有十个表决权,B类普通股通常掌握在经理层的手中。我国《公司法》第104条规定,在股份公司中,除公司持有的本公司股份没有表决权外,股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权。这说明了我国股份公司是禁止发行超级表决权股份的。

4、金降落伞计划。金降落伞是指在上市公司章程中规定,收购者解聘管理层时需向原来的高级管理人员支付巨额补偿金的反收购措施。我们认为,虽然我国法律允许上市公司对于解聘的董事给予离职补偿,但如果高于正常的行业标准,很难获得司法的支持。

5、章程约定较《证券法》

要求低的全面要约收购触发点。有一种观点认为,上市公司可以在章程中设置比《证券法》要求低的全面要约收购触发点,以此提高恶意收购者的收购成本。我们认为,上市公司收购制度是以《公司法》为基础,并以《证券法》为直接法律依据建立起来的。全面要约收购制度是《证券法》这一以监管为主要内容的公法上的约定,公司以自己的约定来改变公法上的强制性制度不合法理。另外,全面要约收购这一制度的立法目的在于:一方面,上市公司控制权的转移是有溢价效益的,这一效益应该由全体股东共同享有,另一方面,全面要约收购也是给小股东一个退出公司的机会,保护小股东的利益。显然,章程中约定比《证券法》要求低的全面要约收购触发点有违全面要约收购制度的立法价值本意。

6、股份回购。在成熟资本市场,股份回购具有反收购、维持公司控制权的功能。在我国现行制度条件下,股份回购由于有严格的程序和条件限制,当上市公司遭到恶意收购攻击时,股份回购不可能成为反收购的反击措施。

### 二、民主和效率的促进

在上市公司中,如何使股东民主和经营效率都得到促进,既能防备经营者的机会主义行为,保护投资者和公司利益相关者的利益,又能提升经营者的效率,促进股东利益最大化,成为上市公司治理的核心问题。公司治理的关键是公司内部的制衡机制。公司内部有效的制衡机制不但要求公司内部机关,即股东大会、董事会和监事会及其成员之间的分工明确,权利义务清晰,而且要求具有实现职责分工和实现权利义务的机制,包括实现的动力和条件等。新《公司法》、《上市公司章程指引》等法律法规、规章从这个角度出发,对上市公司的“三会”制度作了较大的调整。

第一、健全董事会制度,突出董事会集体决策作用,细化董事会议事规则。这方面的修改大致涉及以下五方面:(1)增设董

事长不履行职务的应对措施(《上市公司章程指引》第113条)。(2)增设有关董事会临时会议提议权的规定(《上市公司章程指引》第115条)。(3)明确规定董事拥有平等的表决权(《上市公司章程指引》第118条第2款)。(4)删去了董事会可以授权董事长在董事会闭会期间行使董事会部分职权的规定。

第二、完善监事会的组织方式和议事规则,强化监事会的监督职权。关于监事会的组织方式,原《公司法》仅规定监事会成员不得少于三人并应在其中推选一名召集人。《上市公司章程指引》第143条规定:“监事会设主席1人,可以设副主席。监事会主席和副主席由全体监事过半数选举产生。”对于监事会的议事规则,《上市公司章程指引》第145条作了具体规定。而对于监事会的监督职权,《上市公司章程指引》第144条不但规定“监事会行使职权所必需的费用,由公司承担”,而且增设了以下几项职权:(1)罢免建议权;(2)召集和主持股东大会会议权;(3)提案权;(4)质询权和提议权;(5)调查权;(6)诉讼权。

第三、完善股东大会的召集程序和议事规则。这方面的修改涉及以下五方面:(1)缩短股东大会召集程序中的通知时间;(2)增设董事会不召集和不主持股东大会的应对措施;(3)增设股东临时提案权;(4)扩大绝对多数决议的适用范围;(5)增加了股东大会的召开方式,为防范股东大会“走过场”,同时增加股东的参与度,新修订的《上市公司章程指引》增加了“非现场参会”形式。

第四、加强公司职工对公司治理的参与度,维护职工合法权益。这方面的修改涉及以下两个方面:(1)要求监事会中的职工代表比例不得低于三分之一,并允许董事会成员中有职工代表;(2)增设公司可以将股份奖励给本公司职工的规定。

### 三、公司自治和政府规制的平衡

公司自治与政府规制乃公司治理中之两大主题,二者的此消

彼长演绎了一部公司立法的发展史,而二者的冲突与平衡则牵动着整个公司法制的价值取向和制度设计。在我国,相当多的上市公司不诚信行为已经严重损害了整个资本市场的声誉,加强对上市公司监管的呼声日益高涨。于是,如何于公司自治和政府规制这二者之间寻求适合于时代个性的平衡点便成了我国上市公司立法研究的中心课题。从新《公司法》、《证券法》及其后颁布的针对上市公司的法规、规章来看,新制度环境催生了崭新的公司诉讼形态,司法权的大面积介入将更加强化对上市公司的监管。

新《上市公司章程指引》第10条、第34条、第35条、第36条等条文均对司法权介入上市公司治理进行了规定。将这些条文结合新《公司法》的相关规定来看,不仅原《公司法》架构下司法实务中已经出现的股权转让、股东权益诉讼、公司法人人格否认、公司设立等四类纠纷均有涉及,而且上市公司还面临着可能发生的系列新诉讼:小股东对大股东的滥用控制权诉讼;董事、监事、高级管理人员赔偿诉讼;股东决议撤销与无效诉讼;股东知情权诉讼;异议股东评估补偿权诉讼;公司设立不能诉讼;股东代表诉讼;公司法解散诉讼。从具体规定上看,新《上市公司章程指引》也注重了公司诉讼的可操作性。比如第35条关于股东代表诉讼的规定,既对诉讼主体做了明确限定(股份有限公司连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东),又设置了详细的诉讼前置程序及其例外(监事会、或者董事会收到股东书面请求后拒绝提起诉讼,或者自收到请求之日起三十日内未提起诉讼,或者情况紧急、不立即提起诉讼将会使公司利益受到难以弥补的损害的),使股东代表诉讼具有了相当的可操作性。这些诉讼的存在,无疑将成为悬在上市公司董事、监事、公司高管、大股东及实际控制人头上的“达摩克利斯之剑”,使他们不得不更严格地遵守各项规章制度,规范自己的行为。

## 上市公司章程修订中的八大变化

### 一、上市公司非公开发行股票

按照新《上市公司章程指引》第21条的规定,上市公司可以非公开发行股票。非公开发行股票是上市公司融资的一个新渠道,为上市公司引入新的战略股东、注入新的优质资产提供了途径。《上市公司证券发行管理办法》对上市公司非公开发行股票作了相关规定。

### 二、股东表决权排除制度

股东表决权排除制度,即表决权回避制度。确立表决权排除制度实际上是对利害关系和控股股东表决权的限制和剥夺,客观上保护了公司和小股东的利益。1997年版的《上市公司章程指引》引入了

表决权排除制度,但是对该项制度的规定并不彻底,原指引第72条为避免因关联股东回避表决导致股东大会表决时难以达到足够的通过率,对关联股东回避作出了例外规定:“如有特殊情况关联股东无法回避时,公司在征得有关部门的同意后,可以按正常程序进行表决”,而新修订的《上市公司章程指引》删除了该项规定。今后上市公司在遇到因关联股东回避表决导致股东大会难以达到足够的通过率的情况时,只能设法召集更多的非关联股东参会,再次召开股东大会进行表决。

### 三、发起人和公司高管持有股权禁售期的变化

新《公司法》第142条对原《公司法》关于股份公司发起人三年内不得转让所持股份、

公司董事、监事、经理转让股份的禁止等规定作了重大修改。对发起人所持有的股份禁售期缩短,将更好地为企业投资基金的退出创造条件,而对董事、监事、高管人员出售公司股份的规定可以有条件地出售,则对股票期权这种股权激励方式提供了制度上的支持。值得注意的是,上市公司章程可以对公司董事、监事、高级管理人员转让其所持有的本公司股份作出其他限制性规定。

### 四、对外担保事宜

从新《公司法》及其后监管层颁布的《关于规范上市公司对外担保行为的通知》等相关规定来看,立法层和监管层对上市公司担保问题的监管思路有了较大改变,根据现行的相关规定,公司章

程可以自由设定公司担保事项的决策机构,但是公司为股东和实际控制人提供担保时,必须经股东大会决议通过且相关股东要回避表决。从以往一味对担保对象的严格限制转变为如今着重强调担保决策程序的合法,可谓是立法思路的进步。

### 五、发行优先股有了预留空间

根据新《公司法》第167条的规定,股份公司可以在章程中约定按股东持股比例以外的情形分配公司利润,新颁布的《上市公司章程指引》也删除了原指引中“公司发行的所有股份均为普通股”的规定,这为上市公司发行优先股提供了法律上的支持。此外,新版《上市公司章程指引》第15条规定“同种类的每一股份应当具有同等权

利”,第78条规定“股东(包括股东代理人)以其所代表的有表决权的股份数额行使表决权”,这两条规定意味着不同种类的股份可以有不同的权利,没有表决权的股份是不能表决的。而优先股符合没有表决权这一特征,可见,中国资本市场上股权融资方式多样化的时代很快就会出现。

### 六、内部董事不能超过半数

监管层已经注意到了上市公司中存在的内部人控制问题,《上市公司章程指引》第96条第3款规定:“董事可以由经理或者其他高级管理人员兼任,但兼任经理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。”

### 七、选聘会计师事务所

1997年版的《上市公司章程指引》规定“在会计师事务所职位出现空缺,董事会在股东大会召开前,可以委任会计师事务所”,在实务中,也经常出现董事会决定、股东大会追认的聘用程序。新《上市公司章程指引》第159条规定:“公司聘用会计师事务所必须由股东大会决定,董事会不得在股东大会决定前委任会计师事务所。”

### 八、累计投票制

2002年初颁布实施的《上市公司治理准则》首次在我国引入了董事选举的累积投票制,此次新《上市公司章程指引》第82条对上市公司实施累计投票制进行了原则性规定。从累计投票制度

本身看,它虽为扩大小股东的发言权提供了相应保证,但这种保证仍以小股东持有或者合计持有数量一定的表决权为条件。若小股东出现空缺,董事会在股东大会召开前,可以委任会计师事务所”,在实务中,也经常出现董事会决定、股东大会追认的聘用程序。新《上市公司章程指引》第159条规定:“公司聘用会计师事务所必须由股东大会决定,董事会不得在股东大会决定前委任会计师事务所。”