



投服中心系列丛书

China Securities Investor Services Center

投服研究

第3辑·2018年

郭文英 徐 明◎主编

中国上市公司章程反收购条款效力研究

中国各类投资者交易行为研究

ISC Research



法律出版社

LAW PRESS · CHINA



投服中心系列丛书

China Securities Investor Services Center

投服研究

第3辑·2018年

郭文英 徐 明◎主编

ISC Research



法律出版社

LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

 投服研究. 第3辑. 2018年 / 郭文英, 徐明主编. --
北京 : 法律出版社, 2018
 ISBN 978 - 7 - 5197 - 2641 - 6

 I. ①投… II. ①郭… ②徐… III. ①证券市场—投
 资者—法律保护—研究—中国 IV. ①D922.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 204587 号

投服研究(第3辑·2018年) TOUFU YANJIU(DI 3 JI · 2018 NIAN)	郭文英 徐 明 主编	策划编辑 陈 妮 责任编辑 陈 妮 装帧设计 李 瞻
--	------------	----------------------------------

出版 法律出版社	编辑统筹 财经法治出版分社
总发行 中国法律图书有限公司	开本 787 毫米×1092 毫米 1/16
经销 新华书店	印张 13.25
印刷 固安华明印业有限公司	字数 220 千
责任校对 李景美	版本 2018 年 9 月第 1 版
责任印制 吕亚莉	印次 2018 年 9 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)	
网址/www.lawpress.com.cn	
投稿邮箱/info@lawpress.com.cn	销售热线/010-63939792
举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn	咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)	
全国各地中法图分、子公司销售电话:	
统一销售客服/400-660-6393	
第一法律书店/010-63939781/9782	西安分公司/029-85330678
上海分公司/021-62071639/1636	重庆分公司/023-67453036
	深圳分公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5197 - 2641 - 6	定价:68.00 元
(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)	

编辑委员会

主 编：郭文英 徐 明

副 主 编：黄 勇 马继东

执行主编：李国俊

本辑主编：孙效敏 蒋健蓉

撰 稿 人：（按姓氏笔画排序）

朱国华 孙效敏 刘 洋

纪 洪 陈玉英 费 璇

龚 芳 蒋健蓉

本辑编辑：汤 沸

投服研究

ISC
Research

总 序

2018年金秋,中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)主编的“投服中心系列丛书”终于与大家见面了。投服中心是中国证监会直属的证券金融类公益机构,成立3年来,不忘初心,始终坚守保护中小投资者合法权益的使命,积极探索投资者保护新路径,努力引导投资者理性投资、全面知权、积极行权、依法维权。“投服中心系列丛书”的出版是对“知权、行权、维权”工作的一个总结,希望借此契机能凝聚一批法学学者、市场实务人士等专家对资本市场的热点难点问题进行长期的探讨研究。

自2014年成立以来,投服中心在中国证监会党委的领导和部署下,在证监会投资者保护局的指导和相关部门、各派出机构的支持下,在证监会系统兄弟单位和社会各界的大力支持下,从中小投资者权益保护和救济诉讼的实际需求出发,创新了一套适合我国资本市场中小投资者保护的机制和实现路径——以投资者教育工作为基础,通过事前持股行权、事中纠纷调解、事后支持诉讼来切实维护广大中小投资者的合法权益。投资者是资本市场发展的重要基石,培育良好的投资者群体,保护好广大中小投资者合法权益,是促进资本市场健康发展的重要一环,直接关系到社会的公平正义,直接关乎亿万人民群众的切身利益。但中国资本市场的中小投资者既是数量上的多数,又是专业知识、投资理念、维权能力等方面的“弱势少数”,因此,中小投资者合法权益时常受到漠视甚至侵害。长期以来,中小投资者权益保护问题既是资本市场的一个宏观问题,又是要落实到每位投资者身上的微观问题。如何从立法层面更细致地规定中小投资者保护的内容,形成法律、行政法规、部门规章及操作性指引;如何从司法层面推动示范判决制度、探索强制调解机制等制度的建设;如何从监管层面创新机制,加大对侵害中小投资者合法权益的违

违法违规行为的打击和惩罚力度,更多地保护中小投资者的合法权益;如何帮助中小投资者树立权利意识,建立长期投资、价值投资理念,强化风险意识,提高维权能力。这些问题的解决都不是一蹴而就的,我们需要扎根于中国资本市场的土壤,需要政策、法律的研究,需要投保机制的创新,需要与广大中小投资者面对面的交流。为此,投服中心出版系列丛书,以投服中心工作为蓝本,研究了一些热点问题,探索了一条“投服模式”的投资者保护道路,积累了一些经验分享给读者。

“投服中心系列丛书”由《投资者权益知识读本》《重大资产重组行权案例评析》《纠纷调解案例评析》《支持诉讼维权案例评析》《投服研究》等书组成。其中《投资者权益知识读本》登载的“权益360”系列文章,根据我国资本市场和广大投资者的实际情况,接地气、聚人气,本着知识性、实用性、趣味性的宗旨,为投资者普及权益知识。《重大资产重组行权案例评析》《纠纷调解案例评析》《支持诉讼维权案例评析》汇集了投服中心持股行权、纠纷调解及支持诉讼工作中具有代表性的实际案例,旨在进一步发挥投服中心示范引领作用,唤醒广大中小投资者的股东意识,督促上市公司提高依法运营水平;以及进一步探讨在全国范围内的建立调解合作、小额速调、诉调对接、证券支持诉讼示范判决等机制。《投服研究》选取了投服中心课题中较突出的研究报告,包含投资者交易行为研究、上市公司章程反收购条款效力研究、证券市场投资者保护条例等一系列资本市场热点、难点问题的研究。“投服中心系列丛书”综合了普及性、专业性及学术性的特点,面向广大投资者、上市公司及专家学者等群体,期望与其一道共同推动中小投资者权益保护工作。

我们希望,“投服中心系列丛书”是一涓细流,能不断汇集中国资本市场土壤上的经验与创新机制,不断丰富学术理论,不断普及权益知识。我们相信,中国中小投资者保护事业能在资本市场各方的努力下,共同谱写新的篇章。

2018年8月

目 录

第一篇	中国上市公司章程反收购条款效力研究	
前 言		003
第一章	中国上市公司章程反收购条款现状研究	005
	一、上市公司章程反收购条款概况	005
	二、研究方法	006
第二章	判断反收购条款效力的标准	011
	一、不得违反强制性公司法律规范	012
	二、不得损害公司及中小股东的利益	020
第三章	董事选聘条款效力研究	022
	一、问题的提出	022
	二、限制董事候选人提名权现状研究	023
	三、董事候选人名额分配现状研究	038
	四、董事选聘条款反收购效果研究	042
	五、董事选聘条款合法性分析	045
	六、结论	049
第四章	分层董事会条款效力研究	051
	一、问题的提出	051
	二、我国分层董事会现状分析	051
	三、分层董事会条款的分类	055
	四、分层董事会理论分析	059
	五、分层董事会条款合法性分析	061

六、结论	063
第五章 “金色降落伞”条款效力研究	064
一、问题的提出	064
二、“金色降落伞”条款研究文献回顾	065
三、“金色降落伞”条款现状研究	067
四、“金色降落伞”条款分类研究	069
五、“金色降落伞”条款合法性分析	074
六、结论	079
第六章 董事会反收购措施的合法性研究——以宝万之争为例	081
一、问题的提出	081
二、董事会反收购权力来源	082
三、收购中定向增发的合法性	087
四、反收购中停牌的合法性	092
五、结论	094
参考文献	095
第二篇 中国各类投资者交易行为研究——基于中小投资者保护的视角	
前 言	101
绪 论	103
一、近年来我国投资者保护机制不断完善	103
二、违法违规事件仍然时有发生	104
三、投资者交易行为研究为完善投资者保护机制提供新视角	104
第一章 投资者结构分类及交易行为分析框架	106
一、投资者交易行为分析的理论基础	106
二、投资者交易行为分析的四个维度	108
三、基于投资者分类的分析	110
第二章 公募基金交易行为分析	114
一、四维度下公募基金交易行为的特征分析	114
二、公募基金容易产生的侵害中小投资者权益的交易行为	116

三、公募基金交易行为的监管重点及建议	123
第三章 私募证券投资基金交易行为分析	125
一、四维度下私募证券投资基金交易行为的特征分析	125
二、私募证券投资基金可能发生的侵害中小投资者权益的交易行为	128
三、私募证券投资基金交易行为的监管重点和建议	135
第四章 私募股权基金交易行为分析	138
一、四维度下私募股权基金交易行为的特征分析	138
二、私募股权基金可能发生的侵害中小投资者权益的交易行为	141
三、私募股权基金交易行为的监管重点和建议	146
第五章 产业资本交易行为分析	148
一、四维度下产业资本交易行为的特征分析	148
二、产业资本可能发生的侵害中小投资者权益的交易行为	149
三、产业资本交易行为的监管重点和建议	155
第六章 完善中小投资者保护相关建议	157
一、损害中小投资者权益的共性行为及监管重点	157
二、损害中小投资者权益的差异性行为及监管重点	159
三、基于不同维度梳理保障中小投资者权益的监管重点	162
参考文献	164
附 录	165

第一篇

中国上市公司章程
反收购条款效力研究*

ISC
Research

* 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,即在没有法律明确规定的情况下,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不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。”

^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。”