

# 我国分级董事会践行状况与规制路径研究

林少伟<sup>1</sup> 解军<sup>2</sup>

(1.西南政法大学民商法学院, 重庆 401120; 2.西南政法大学商会法律研究院, 重庆 401120; )

**摘要:** “宝万之争”以来, 诸多公司在章程中引入各种反收购措施。其中, 分级董事会条款已被多家上市公司采用, 使收购方即便取得目标公司足够股份也无法马上入主董事会获得实质控制权, 在很大程度上增加了收购方的收购成本并延缓收购进程。但我国对分级董事会并未作出明确规定, 实践中上市公司对分级董事会条款的移植运用与域外传统制度貌合神离。通过检视立法的缺位、学理的争议、实践的混乱及由此产生的法律风险, 本文提出, 我国应当确立分级董事会条款的效力审查标准, 提高设置分级董事会条款的表决比例, 设立不得无故罢免董事的规则, 以及增加累积投票制的配套规定, 以构建符合我国国情的分级董事会制度。

**关键词:** 分级董事会; 反收购; 累积投票制; 董事罢免; 制度构建

**Abstract:** Since the “Battle of Bao and Wan”, a lot of companies have been “preparing for the rain” by implanting various anti-acquisition measures in the articles of association. Classified board provisions have been adopted by many listed companies as one of the anti-acquisition mechanisms. Even if sufficient shares of the target company are obtained, acquirers cannot immediately enter the main board of directors to acquire substantial control. Therefore, the acquisition cost of the acquirer is greatly increased and the acquisition process is delayed. However, China has not made clear regulations on the classified board. In practice, the transplantation of the terms of the classified board by listed companies is inconsistent with the traditional system outside the territory. The absence of legislation, academic disputes, and confusion in practice have led to the grading of board terms between legal and illegal for a long time. In view of this, it is necessary to review the practice of classified board in China. On the basis of sorting out and evaluating related theories, we propose that China should establish standards for reviewing the effectiveness of the terms of classified board, improve the voting proportion of the terms, set up rules that do not remove directors for no reason, and construct a cumulative voting system, aiming to build a classified board system suitable for China’s circumstances.

**Key words:** classified board, counter-acquisition, cumulative voting system, director removal, institutional construction

**作者简介:** 林少伟, 西南政法大学民商法学院副教授, 研究方向: 民商法。解军, 西南政法大学商会法律研究院研究员, 研究方向: 商法、资本市场。

中图分类号: D922.291.91 文献标识码: A

## 一、引言

分级董事会(classified board), 又称交错董事会(staggered board)、分类董事会, 是指在公司董事会中, 通过分级、分批安排的方式, 交错更换任期届满的董事。具体而言, 公司通常在章程中规定, 将全体董事分成若干小组, 每个小组董事人数大体相当并且任期相

同, 不同小组的任期不同, 每年只需更换任期届满的董事, 这种模式与美国参议院的选举相类似。<sup>1</sup>《美国标准商事公司法》及《特拉华州普通公司法》均有关于此项制度的相关规定。在章程中设置每年只能更换部分董事的条款, 不仅可以保持公司治理的稳定性, 也可以通过巧妙的交错任期设置, 减缓意图收购者取得董事会控制权的进程, 进而延长收购方取得公司实质控制权的时间。

间。而在此期间，收购方不仅需付出巨大的时间和金钱成本，目标公司管理层更可采取增发股份等方式稀释收购方的控股比例，进而达到阻止其收购的目的，在事实上发挥反收购的效果。<sup>2</sup>

因此，分级董事会日益受到我国上市公司的青睐。特别是在“宝万之争”后，上市公司纷纷祭出五花八门的收购防御条款，其中既有屡试不爽的“金色降落伞”和绝对多数表决条款，也有本文所要讨论的分级董事会。然而，相较于域外的成熟规定，我国目前对该条款的规定存在立法和监管标准的双重缺失，尤其在“爱使章程之争”后，分级董事会条款的效力争议不断，不仅无益于收购市场的健康发展，更不利于监管机构的引导。事实上，我国学者对分级董事会的研究也较为少见，在为数不多的9篇相关论文中，有4篇是纯粹从经济学角度探讨分级董事会对公司绩效的影响，从法学角度研究分级董事会条款的寥寥无几。故此，本文通过梳理部分A股上市公司的章程，检视现有上市公司关于分级董事会的设置条款，揭示分级董事会在我国的践行状态，并探析我国分级董事会面临的挑战与障碍，以探寻具有中国特色的分级董事会规制路径。

## 二、分级董事会的适用现状

诞生于美国19世纪60~70年代的分级董事会，最初只是为了维护公司治理的稳定性以及管理的连续性，因而美国很多州的法律都认可这一做法。随着20世纪80年代敌意收购浪潮序幕的拉开，分级董事会“无心插柳成荫”地被视为强有力的反收购机制之一。据学者统计，2002年美国2421家上市公司中就有59%的公司设置了分级董事会条款，其中在1992年至1999年之间设置分级董事会的公司比例迅速增加，由34%增加到82%。<sup>3</sup>我国分级董事会条款首次出现于1998年“大港油田收购爱使股份”的过程中，大港油田通过在二级市场收购上海爱使股份有限公司(以下简称爱使公司)的股份，意图借壳上市，但就在其准备控制爱使公司董事会时，爱使公司通过修改章程对其设置阻碍，修改后的章程第67条对董事提名和改选均设置了严苛的门槛，其中对董事换届改选人数的限制引起巨大争议，最后证监会以行政介入的方式令爱使公司对该条章程进行了修改，大港油田因此取得董事会

的控制权。“爱使章程之争”使分级董事会开始进入国人视野，对其合法性的质疑之声也由此发生。

时至今日，我国现行法律法规并没有对分级董事会的合法性进行明确界定，但实践中，已有类似于域外分级董事会的条款引入上市公司章程中。因此，本文对深沪两市主板上市公司章程设置的分级董事会条款进行逐一考察，以期挖掘当中存在的问题，并寻找可能的规制路径。

### (一)深沪主板公司设置分级董事会的数据分析

截至2019年7月20日，深圳证券交易所(以下简称深市)主板上市公司共473家，其中在章程中引入分级董事会条款的有24家，所占比例为5.07%；上海证券交易所(以下简称沪市)主板上市公司共1471家，有36家上市公司规定了分级董事会条款，所占比例为2.45%；深沪两市主板上市公司共1944家，总共有60家上市公司规定了分级董事会条款，所占比例为总样本的3.09%(见表1)。相比于在2002年分级董事会条款设置比例就高达59%的美国上市公司而言，中国设置分级董事会条款的上市公司数量显然偏少，原因可能有二：一是相较于反收购历史悠久且实战经验丰富的美国，中国并购市场的发展时间较短，实践经验不足，且各方面制度也相对不完备；二是我国目前对上市公司设置分级董事会等反收购条款的合法性态度暧昧、立场不明，公司采取分级董事会需面临不确定的法律风险。

此外，相较于深交所发布的《2012年深市上市公司治理情况报告》中44家设置分级董事会条款的主板公司而言，六年间有20家上市公司废除了相关条款，采纳分级董事会的上市公司比例也由原先的9.4%减少为5.07%。<sup>4</sup>有学者在2017年5月对深沪两市主板上市公司中的分级董事会条款进行实证考察时，在总共1663家上市公司(其中深市449家、沪市1214家)中，设置分级董事会条款的公司共有97家(其中深市32家、沪市65家)，占所有主板上市公司的5.83%。<sup>5</sup>由此可见，近三年内，设置分级董事会条款的公司急速减少，比例下降了近一半。究其原因，在2015年“宝万之争”后，随着并购市场的一

表1 深沪两市主板公司分级董事会条款规定情况

市场	数量	占比
深市主板	24	5.07%
沪市主板	36	2.45%
总计	60	3.09%

度活跃,600多家上市公司为预防恶意收购纷纷设置反收购条款<sup>6</sup>,其中就包括分级董事会条款,但这些反收购条款的引入,表现出过度防御、过于保护管理层的倾向,有侵害中小股东合法权益之嫌。故2016年深交所和上交所向很多设置反收购条款的公司发送问询函或关注函<sup>7</sup>,中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称投服中心)也在2018年年初集中向北京238家上市公司发送了股东建议函,要求其对章程中侵害中小股东权益的条款进行修改,其中限制股东改选比例的14家公司赫然在列<sup>8</sup>,从而出现了主板上市公司纷纷删除分级董事会条款,使其设置比例下降过半的情形。然而监管机构并未对此种条款的合法性以及设置标准作出明确认定,因此仍有一些上市公司设置了分级董事会条款。

## (二)分级董事会条款的设置内容

### 1.董事改选时间的限制

虽然60家采用分级董事会条款的上市公司大都采用直接限制董事改选人数或比例的形式,但章程中对于限制董事改选数量的时间规定较为混乱,主要有五种类型。第一种是限制董事换届时的改选数量<sup>9</sup>,共8家,占比13.3%;第二种是在董事任期内限制改选数量<sup>10</sup>,共10家,占比16.7%;第三种是对换届时以及任期内的董事改选数量都分别加以限制<sup>11</sup>,共4家,占比6.7%;第四种是不区分董事任期是否届满对改选数量进行限制<sup>12</sup>,共28家,占比46.7%;第五种则是在特定的情况下才对董事改选的数量进行限制<sup>13</sup>,共7家,占比11.7%。

### 2.董事改选比例的限制

在60家设置分级董事会的上市公司中,除了3家公司采取直接限制改选人数的方式外<sup>14</sup>,其余公司都采用限制董事改选比例的方式。在具体改选比例的章程规定中,限制人数最高的比例为全部董事人数的1/2<sup>15</sup>;限制人数最低的比例为董事总人数的1/7<sup>16</sup>;其余限制比例还有1/3、1/4和1/5,其中大部分公司都采用1/3的比例限制。在对换届时与任期内的董事改选数量都加以限制的上市公司中,大部分也对两种时间改选董事的比例进行了区分,且在换届时的限制改选比例都高于非换届时的限制改选比例。<sup>17</sup>

通过上述分析可以发现,我国上市公司对于分级董事会条款的规定除了具有限制董事改选的比例这一共性

外,其他方面均呈现较强的个性化色彩,无论是在限制董事改选的比例、时间还是内容上都存在较大差异。

## 三、分级董事会条款的本土化困境

我国虽有部分上市公司设置了分级董事会条款,但在分级董事会条款的本土化过程中,却无可避免地出现了“水土不服”的困境,不仅其合法性遭受监管机关和投资者的质疑,其与美国传统的分级董事会条款也存在迥异之处,可谓是“貌合神离”。此外,在其他相关配套制度缺失的情况下,设置分级董事会条款还可能会损害中小股东的合法权益。故此,分级董事会条款在中国本土化过程中面临一定的困境与挑战。

### (一)效力认定体系的缺失

#### 1.立法层面效力规范缺位

我国《公司法》《证券法》《上市公司收购管理办法》等法律规范虽然或多或少有涉及反收购措施的相关指引或规范,但大多数条款过于原则化、操作性不强,难以直接指导实践。比如我国《公司法》第五条及第二十二条对反收购措施不得违反法律法规作出了原则性规定,第一百四十七条也规定了董事的勤勉义务和忠实义务,但颇为遗憾的是,《公司法》并未规定董事在反收购过程中具体义务的履行标准。<sup>18</sup>《证券法》第四章对上市公司的收购问题进行了规制,但当中并未涉及反收购的相关问题,同样不具有针对性。作为专门规范收购市场的规范性文件,《上市公司收购管理办法》针对收购行为进行了详细的规制,其中针对反收购措施的规制仅有第八条关于目标公司董事忠实和勤勉义务的规定,第三十三条对目标公司董事会在收购人作出提示直到要约收购完成前的行为作出的限制性规定,以及第八十条董事违反信义义务的责任和涉及控制权的条款违反法律法规由证监会责令改正的规定。

这些涉及不同法律文件的反收购规定,主要侧重于董事义务,但在董事义务的具体内容及判断违反董事义务的标准等方面,仍然存在操作性较低的弊端,并对反收购行为抱有一种“警惕”的限制心态。<sup>19</sup>同时,对于分级董事会条款等反收购机制的效力认定也存在缺失。这就导致上市公司章程中分级董事会相关条款不仅杂乱无章、形形色色,而且存在难以确定有效与否的法律风

险，进而导致公司可能因此类条款的被迫取消而丧失反收购的抵御能力。反收购作为一种实践性的行动，具有较高的自由度，法律一般不宜作正面性规定，而应采取反面性的做法加以规制。<sup>20</sup>故此，我国应当在立法中对分级董事会的效力认定标准予以明确，以回应现实需求。

## 2. 监管主体定位的模糊

### (1) 证监会

证监会作为国务院证券监督管理机构，根据《证券法》第七条的规定对全国证券市场进行统一的监督管理，其中也包括对反收购行为的监管。但在证监会具体的监管文件中，监管面向的主要是证券收购市场中的违法行为，甚少对反收购行为予以关注，更无对分级董事会等类似反收购措施予以定性定调。著名的“爱使章程”反收购事件中，在双方针对爱使公司修改后的章程第六十七条的合法性争执不休时，大港油田以此条款违法为由通过临时提案的方式要求证监会对其章程行使检查权<sup>21</sup>，其法律依据是《上市公司检查制度实施办法》第四条第三款，但证监会并没有对分级董事会条款的效力作出明确判定，而只是通过发函的形式要求爱使公司对其章程第六十七条进行修改。由此可见，证监会在缺乏法律指引的情况下，对于分级董事会条款的监管态度模糊，对相关条款是否合法有效以及如何合法有效并没有予以判定。

### (2) 证券交易所

证券交易所在我国作为非营利性质的自律管理法人，不同于证监会具有的法定行政管理职能，其主要是针对证券市场中的股票交易行为，通过《证券法》及相关部门规章的授权进行监督管理，并有权采取纪律处分措施和自律监管措施。<sup>22</sup>但在反收购市场中，证券交易所的监管职责和监管边界都不甚明确，这导致其是否有权判定分级董事会条款的效力存在不确定性，进而导致其在市场监管活动中“畏手畏脚”。此外，监管手段过于简单化也是交易所的监管问题所在。在60家设置分级董事会条款的上市公司中，本文发现，上交所和深交所通常是以“询问函”或“关注函”的形式进行监管，要求上市公司对于其章程中设置的分级董事会条款是否侵害股东的基本权利以及做出此种设置的理由进行说明，除此之外，并没有其他的“监管手段”或“沟通渠道”。在这样模糊不清的“监管”模式下，有些公司出

于种种顾虑最终删除了相关条款，有些公司则“勇敢无畏”地不予理会，仍然保留此类条款。换言之，交易所的“询问”或“关注”，并没有解决分级董事会条款的效力问题，相反，该类条款最终去留的决定权始终掌握在上市公司手中。

### (3) 法院

法庭提供的救济是证券市场执法不可或缺的一个组成部分。<sup>23</sup>司法介入在反收购市场中具有与行政监管相当的作用，目前在为数不多的分级董事会条款合法性之争的实践中，并没有最终进入司法程序的案例可循。例如在大港油田与爱使公司的收购事件中，虽然两家公司对于分级董事会条款合法性的争论僵持不下，但在各方的协调下最终以爱使公司修改章程结束。宝能系旗下的前海人寿与一致行动人钜盛华股份有限公司对南玻A发起收购行动时，南玻A企图通过修改章程设置分级董事会条款等措施反收购，但双方所达成的修改章程的决议也同样没有进入司法程序<sup>24</sup>，这也导致了法院作为司法裁判机构在反收购措施的效力认定方面有所缺位。

### (4) 投服中心

经中国证监会批准设立并直接管理的金融类公益机构中证中小投资者服务中心，以维护中小股东利益为目的，通过持股行权制度代表中小股东行使表决权、质询权等，以此来参与和监督公司治理。因此，投服中心在反收购措施的合法性监管方面也可积极作为。如投服中心2018年向北京二百多家上市公司发送股东建议函，要求这些公司对章程中侵害股东权益的条款进行修改，并判定其中限制董事改选比例的分级董事会条款违法违规。<sup>25</sup>投服中心虽然判定了分级董事会条款不合法，但因其行权的合法性存疑，在实践中屡次被上市公司无视和质疑。究其原因，一方面，其监管行权的主体资格并没有得到《证券法》等相关法律法规的授权，仅在证监会《持股行权试点方案》中有规定；另一方面，我国股权结构较为集中，中小投资者服务中心仅持有最低限度的100股，在公司治理上很难有话语权。<sup>26</sup>在缺乏法定的行权资格和行权依据的情况下，投服中心的地位较为尴尬，因而其监督上市公司治理的功能也收效甚微。

## (二) 本土与域外制度的“貌合神离”

我国上市公司设置的分级董事会条款，表面上似乎借

鉴了域外的分级董事会制度，具有“貌合”之观；但通过仔细观察，不难发现，其与域外制度存在某种“神离”之别。美国的分级董事会一般根据董事的不同任期，将之分为若干小组，每年只改选任期届满的董事。依此而言，每年改选哪些董事、改选多少名董事均是确定的。此种选任模式也完全符合我国《公司法》第四十五条关于董事任期的规定。然而，我国上市公司的分级董事会条款都是直接限制改选董事的比例和数量，对于改选董事的人选并不确定，尤其在换届选举时通过股东大会改选董事，股东根据自己的自由意志投票选举时所有的董事改选几率相同，对于如何保证按照条款规定的比例改选董事并无详细规定，在实践中无法操作。同时，由于其直接对股东选任管理者的权利进行了数量上的限制，因此其效力在学界引起巨大争议，导致合法性存疑。

在改选董事的时间上，域外传统的分级董事会条款根据相关法律规定限制改选董事的时间，即分别在每组董事任期届满时进行改选，保证每年都只有部分董事改选。我国由于没有相关法律法规的指引，对于改选时间的规定五花八门，主要类型包括限制换届时的改选数量、在任期内限制每年的董事改选数量、不区分换届与否限制每年的改选数量、对一段时间内的董事改选数量进行限制以及限制特定情况下(例如恶意收购、公司控制权转移)董事的改选数量，因而其中某些限制改选的时间在实践中没有可操作性且效力存疑。例如金地集团(600383)章程第九十六条规定，“为保持公司重大经营政策的连续性，董事会换届时所更换、增加的董事数额总计不得超过上届董事会董事名额的三分之一”，此种在董事任期届满时限制换届的董事改选数量在实践中几乎无法操作。在我国，董事任期三年期满后召开股东大会进行换届选举所有董事，而在收购方取得控股股东地位后，按照资本多数决的原则，其可以轻而易举地使得前任董事“大换血”，即使在采取累积投票制的公司，也只能保证部分董事不被改选，很难达到章程规定的1/3要求。另外很多公司在设置分级董事会条款时考虑不全面，仅仅规定了每年更换的比例。例如浙江富润(600070)章程第一百零五条关于限制董事改选仅规定了“董事会每年更换和改选的人数不得超过董事总数的三分之一”，并没有考虑到发生特殊情况时该怎样操作。假如在董事自

动辞职或者董事违反法律、法规及章程被解除职务后董事人数明显不足时，即使只更换限制的人数也仍然达不到章程规定的最低人数，此时该条款的效力显然存疑。

在相关配套制度上，传统的分级董事会条款在规定每年改选规定董事以外，还加以有关股东不得无故罢免董事的限定，防止收购方取得公司控股地位后通过股东大会罢免董事<sup>27</sup>，以达到反收购的效果。尤其是美国所采用的“董事会中心主义”的公司治理模式，在章程条款修改方面大多将权力赋予董事会<sup>28</sup>，从而可以很好地避免收购方通过召开股东大会修改相应的分级董事会条款。反观本土化后的分级董事会条款，由于我国《公司法》并没有关于股东不可随意罢免董事的相关规定，因此一些设置分级董事会条款的章程往往没有与之相配合的“股东不得无故罢免董事”的规定，这就使得收购方有了“可乘之机”，并可借此在实质上推翻该条款。我国《公司法》第一百条第三款规定了单独或合计持有公司百分之十以上股份的股东可以请求召开临时股东大会，且我国股东有权选任非由职工代表担任的董事，由此一旦收购方成为公司大股东后，其很有可能通过请求召开临时股东大会的方式将有关限制董事改选数量的条款删除，随后在股东大会上选举出自己的董事从而达到入主目标公司董事会的目的，由此，相关配套制度的缺失，会使得分级董事会的反收购效果大打折扣。

### (三)对累积投票制的抑制

起源于美国的累积投票制，是指股东大会选举董事或监事时，每一股份拥有与应选董事和监事人数相同的表决权。不同于直接投票的方式，累积投票制源自公司民主的理论<sup>29</sup>，目的是使小股东也有机会选任董事，防止大股东利用持股优势长期把持董事会。我国《公司法》第一百零五条和《上市公司治理准则》第三十一条对累积投票制作出了规定，以许可立法的形式赋予了股份有限公司在选举董事时选择适用的权利，当上市公司控股股东的控股比达到30%时才强制采用累积投票制。而公司是否采用累积投票制，一般是以“普通决议”的方式予以定夺。本文发现，所有设置分级董事会的上市公司均无一例外采纳了累积投票制，然而，分级董事会与累积投票制之间存在某种可能势不两立的矛盾，即二者的同时施行可能会损害累积投票制的原本功能与效

果。此外，累积投票制适用于至少有两名以上董事需要改选的情况，如果分级董事会条款规定每次只改选少于两名董事，那么中小股东的权利更是大受损失<sup>30</sup>，至此，累积投票制已名存实亡，沦为公司装饰门面的花瓶。

## 四、分级董事会之论争

虽然不少国家或地区采纳或承认分级董事会，但该制度本身仍有不少争议，特别是随着股东积极主义的崛起，将分级董事会写入章程的提案也未必能顺利获得股东会通过，分级董事会条款是否具有存在的价值存疑。此外，没有明确采纳该制度的国家对此则存有效力之争，既有认为其不合法而不具有效力之说，也有认为其并不违法因而具有法律效力之理。

### (一)制度之论

反对分级董事会的观点主要基于管理层自保说，即认为分级董事会只是管理层维护自身私人利益的辅助手段而已，因为股权结构分散的公司容易出现所有权与经营权的分离，此种分离使得持有公司少量股份的管理层不足以全心全意为公司利益服务，因此与股东利益产生冲突。而分级董事会条款的设置使得目标公司管理层以牺牲股东的利益作为代价，通过谈判使自身利益最大化。<sup>31</sup>已有实证研究证明，随着管理层持股比例的上升，公司业绩呈现先上涨后下降的趋势，原因在于，当管理层的持股比例达到某一水平而不再上涨时，将逐步减少考虑公司利益，分级董事会的设置使得管理层获得与收购方谈判的筹码，而逐利性使管理层谈判时会以自身利益出发，这不仅会增加收购方的收购成本，也会损伤目标公司股东的交易机会。<sup>32</sup>有学者基于此理论进一步提出，如果市场已反映出目标公司的管理层经营不善、资产运用效率低下，则收购方以溢价提出收购表明其有能力通过收购改善公司管理经营，由此不仅能使目标公司股东获得溢价，也能使违反信义义务的管理层得以替换并受到惩戒，因此，分级董事会作为反收购措施并不利于整个社会效益的提升。<sup>33</sup>

赞同设置分级董事会的则以股东利益说为代表。该理论认为类似分级董事会的反收购措施一方面能够将分散在非理性、无知股东手中的对公司的管理权集中起来，以便更高效地管理公司；另一方面在面对外部恶意

收购威胁的同时，分级董事会能够提高管理层的议价能力，以此对潜在低价收购者施加压力，为股东争取溢价收益。<sup>34</sup>再者，有学者认为分级董事会可维护公司治理的稳定性，通过延长董事的任期，使之与公司建立长时间的合作关系，有利于公司经营政策的长期施行，并激励管理层为公司的长远利益考虑。<sup>35</sup>此外，利益相关者理论也为分级董事会的设置提供了理论支撑，认为该设置不仅能够使股东在收购交易中获得溢价，还可以克服股东的短视，进而维护利益相关者的利益。<sup>36</sup>

从不同角度而言，无论是支持还是反对的观点，都具有一定的合理性。从实证研究来看，分级董事会同样存在争议之处。有学者利用1996~2000年五年间美国的敌意收购数据分析了分级董事会对公司价值的影响，结果显示虽然分级董事会确实具有强大的反收购力量，但数据表明分级董事会的有效性降低了目标股东的回报。<sup>37</sup>然而，更早的研究则呈现出另一番风景，有学者对1979~1985年649家设置分级董事会条款的公司进行了研究，通过分析其资本结构、盈利能力和支出成本等因素判断分级董事会对公司价值的影响，结果显示分级董事会与公司的价值成正相关，符合股东的利益。<sup>38</sup>最新的研究与之前的又不一致，Cremers et al.将公司价值与采用(或取消)分级董事会的关系进行了实证研究，结果显示，分级董事会并没有明显对公司产生有益或有害的结果，或者说，分级董事会对公司的影响应具体而论，不能一概断之。<sup>39</sup>综上所述，无论是从理论依据或施行效果来看，对分级董事会这一制度存在“公说公有理婆说婆有理”的现象，至于是否采纳或设置则需依据具体情况判断。

### (二)效力之争

我国公司法并没有对分级董事会作出明确规定，但根据《公司法》第45条的规定，公司可以在三年的范畴内自行规定董事任期，且无需任期相同。<sup>40</sup>因此，如果只是每年改选任期届满的董事并没有违反我国法律的规定，不存在效力之争。<sup>41</sup>但我国上市公司所设置的分级董事会条款与域外传统的分级董事会规定存在较大差异，主要是以直接限制董事改选为特征，因此可能涉嫌违反《公司法》的相关规定以及否认股东选举和罢免董事的权利，这也是分级董事会在我国存在巨大争议的原因。根据艾森伯格的观点，公司法规范可分为结构性规

则、分配性规则和信义性规则三种。<sup>42</sup>结构性规则和信义性规则作为公众公司的核心规则，应将其认定为强制性规范。以此而言，股东选举董事的权利作为结构性规则，也归入强制性规范范畴，公司章程不得随意加以限制，而分级董事会恰恰是不当地限制了这一股东权利。

本文认为，在我国没有对分级董事会作出明确立法表态的情况下，判断分级董事会条款的效力应当采取“基本标准”与“辅助标准”相结合的审查方法。具言之，审查我国分级董事会的效力问题应当解决两大要素：一是识别判断分级董事会是否违反我国公司法强制性规范这一基本标准，如有违反则认定无效；二是在不违反或者难以识别的情况下，考虑该条款是否遵循《上市公司收购管理办法》第八条指引的董事信义义务以及是否符合公司及股东的利益等，以作为辅助标准。只有通过这种全方位审查的综合标准判断，才能更为全面地探析分级董事会的效力问题。

第一，就基本标准而言，关于公司法规范属性的类别划分存在多种学说<sup>43</sup>，但无论哪种分类，分级董事会所涉及的股东对董事的选举，不仅归属于公司的结构性规则，也属于(上市公司)有关权力分配的普通规则，因此属于公司法强制性规范无疑。而我国《公司法》仅在第四十五条指出“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”。<sup>44</sup>根据这一规定，传统意义上的分级董事会每年只改选任期届满的董事，并没有违反上述第四十五条的规定，合法无疑。而对于我国上市公司以直接限制董事改选比例为主要内容的分级董事会条款，本文认为，该条款同样没有剥夺股东会选举和更换董事的权利，只不过是对其权利施加了一定限制，这种限制恰恰是股东会通过行使其本身的决策权修改公司章程所作出的决定，是股东自由意志的体现。根据艾森伯格的分类理论，纯粹对股东改选董事的权利予以限制(但不剥夺)并不意味着是对“股东选举董事”这一强制性规范的违反，因此也不能推断分级董事会条款因违反强制性规范而无效。

第二，在分级董事会条款没有违反强制性规范(或难以识别)的情况下，有必要拷问其是否遵循董事信义义务并符合公司及股东的利益等。首先，分级董事会条款规定每年只能改选部分董事，并没有剥夺股东罢免不称

职董事的权利，由此也依然能够敦促董事在任职期间认真履行忠实义务和勤勉义务，并切实为公司和股东的整体利益服务。因此，分级董事会并没有违反董事信义义务。此外，从公司整体利益和股东利益的角度而言，分级董事会能够使有经验的董事得以留任，协助新任董事了解公司事务<sup>45</sup>，进而可以避免董事潜在的短视近利，激励其制定有利于公司长远发展的计划，也可使公司在经验传承中稳步发展。其次，分级董事会条款延缓了收购方取得董事会控制权的时间，在此期间，收购方为降低收购成本必然要主动和目标公司董事会进行谈判，借助分级董事会条款，董事会拥有较大的谈判优势，可以借此提高收购价格，进而获得最大收购溢价。<sup>46</sup>最后，由于部分股东不可避免地存在短视主义，在面对收购活动时，股东(尤其是中小股东)由于对公司信息掌握不全面，不能对其真正目的作出判断，也很难有效识别其中的不利因素，此时分级董事会条款给予目标公司董事会充足时间对收购行为作出判定，并与公司股东进行沟通，能够在很大程度上维护公司的整体利益。有鉴于此，无论域外传统的分级董事会制度，或是本土化后以直接限制董事改选比例为主要内容的条款，其法律效力应当予以肯定。

## 五、分级董事会本土化的构建路径

在我国部分上市公司已设置分级董事会条款的背景下，如何克服分级董事会本土化的种种困境，并使之发挥应有作用，无疑值得深思。本文认为，应当细化配套制度，以构建适合我国国情的分级董事会制度。

### (一)明确分级董事会条款的效力审查标准

分级董事会条款是否有效之所以富有争议，主要原因在于我国对此缺乏正式的效力性回应及判断标准。故此，应在立法中明确分级董事会的效力审查标准，以此作为监管机构的法律指引。首先，可以借鉴美国和我国香港地区的做法，在《上市公司章程指引》中明确分级董事会设置的标准模式，就直接限制董事改选数量的条款内容、改选的时间点等予以模板化的指引，以供公司在章程中自由选择；其次，如公司在分级董事会条款法律指引以外作出相关配套规定，对于此种配套规定的效力审查应在法律中明确具体的审查标准，如前述的“基

本标准”与“辅助标准”相结合的审查方法等。根据此种原则性的审查标准指引，监管机构及司法裁判机关可在具体条款审查中进行个案判定。

考虑到诸多上市公司在设置分级董事条款时一般均将“恶意收购”设定为此种条款的触发条件，在相关法律上明确恶意收购的概念也关乎分级董事会条款的效力，以防止管理层利用“法无明文规定”的漏洞随意以主观标准判定恶意收购是否发生，进而触发分级董事会条款故意排除“善意”收购。故此，本文认为，可将恶意收购行为与违法收购行为相结合，通过负面清单的方式列举违法收购行为，以此为标准判定恶意收购行为，不仅能够规避公司管理层的道德风险，也能有效维护股东及公司的整体利益，并随着实践中新情况的出现而不断完善负面清单。

## (二)提高设置分级董事会条款的表决比例

根据我国《公司法》第四十三条和第一百零三条的规定，做出修改章程的决议需要经(出席会议)股东所持表决权的三分之二以上通过，相较于普通决议的过半数通过而言，修改章程的表决比例显然要高得多。除非是在初始章程就规定分级董事会条款，否则该条款一般是通过修改章程而设置。由于初始章程是各发起人股东协商一致的产物，反映了发起人股东的共同意志，即便是后加入的新股东，也是在充分了解公司章程各项内容尤其是股东固有权利的基础之上而选择加入，因此在初始章程中设置分级董事会条款的公司，不存在压迫中小股东或不公平损害之说。而在通过后续修改章程设置分级董事会条款的公司中，由于分级董事会是对股东选举董事这一基础性权利进行限制，从而改变其基础权利的配置结构，因此在对是否设置这一条款进行表决时，实际上是股东对归属于自身固有权利是否选择予以限制的表决，如果将之与普通的章程条款修改的表决程序等同，则不仅会在形式上危及股东的投资预期<sup>47</sup>，也容易导致我国本来就处于弱势地位的中小股东愈发“淹没”在大股东强势的声音中。有鉴于此，本文认为，应当提高设置限制股东改选董事权利条款的表决比例，以更好地维护中小股东的固有权利以及其加入公司时的预期利益。

## (三)设立不得无故罢免董事的规则

分级董事会条款通过限制董事改选的数量，在反收

购时可以起到延长收购方控制目标公司董事会的时间，以此为目标公司取得最大利益争取时间，由此产生反收购之效果。国外法律在明确分级董事会条款设置的具体模式时，考虑到收购方可以利用股东罢免董事的权利对此项措施进行反制，从而导致其丧失反收购效果，因此在相关法律中明确了“股东不得无故罢免董事”的规定。例如美国《特拉华州普通公司法》就规定一般情况下持有表决权过半数的股东可以罢免全部或部分董事，但在设置分级董事会条款的公司中，则需要具有法定原因才能罢免董事<sup>48</sup>，而公司控制权转移并不是股东罢免董事的法定理由。此种“不得无故罢免董事”的限制性规定，可有效避免收购方在获得目标公司较多股权后通过股东大会随意罢免董事，进而消解分级董事会的内生目标。只有确立“不得无故罢免董事”的规则，并与分级董事会条款相结合，才能延缓收购方入主目标公司董事会的时间，进而实现某种程度的反收购目的。

我国《公司法》删除了此前旧版中“不得无故罢免董事”的规定，以此反映出我国立法不对股东能否随意罢免董事设限；新修改的《上市公司章程指引》规定董事“可在任期届满前由股东大会解除其职务”，采用“可”这一表达实际上也是明确授权股东享有任意罢免董事的权利，虽然这并不禁止公司在章程中作出其他限制性规定。有鉴于此，分级董事会的本土化实现，宜增加没有正当理由不得随意罢免任期末届满董事的配套规定，且将公司控制权转移排除于正当理由的范围，以保证分级董事会条款的反收购效果。

## (四)增加累积投票制的配套规定

累积投票制通过改变传统的直接投票模式，将股东的每一股份与待选的管理者挂钩，从而在最大程度上实现少数股东对管理者的选任。然而，正如之前所述，假如没有相应的配套措施，那么当董事改选同时采用分级董事会条款与累积投票制时，分级董事会中限制董事改选数量的条款将直接抑制累积投票制保护中小股东投票权的作用。一方面限制董事改选数量的增加会导致中小股东选举董事的难度加大，另一方面在累积投票制下所产生的董事也可能在分级董事会后期改选时因改选人数较少而容易落选，进而无法实现累积投票制保护中小股东的立法目的，导致分级董事会条款因侵害中小股东选

举董事的权利而无效。因此，在引入分级董事会条款时，还应考虑到解决此种冲突的配套规定。

本文认为，可借鉴《美国标准商事公司法》和《特拉华州公司法》的相关立法例，在相关法律中规定配套制度。比如对是否采用累积投票制的公司进行区分规定，在采用累积投票制选举董事的公司，若反对罢免累积投票制选出的董事的表决权足以选出该董事，那么除

非一次改选全部董事或有正当理由足以罢免该董事，则该董事不得被罢免；在没有采用累积投票制选举董事的公司，则采用没有正当理由不得无故罢免董事的规定，以此最大限度地保护董事不被随意罢免，进而保障分级董事会的实施效果。 ■

[基金项目：国家社会科学基金项目“《公司法》私人执行之检视”（编号：17CFX072）、霍英东教育基金（编号：171079）]

注释

1. See Dore G M. The Iowa business corporation act's staggered board requirement for public corporations: a hostile takeover of Iowa corporate law[J]. Drake Law Review, 2012, (60): 1.
2. 参见王建文, 范健. 论我国反收购条款的规制限度[J]. 河北法学, 2007, (7): 99.
3. See Bebchuk L, Coates J, Subramanian G. The powerful antitakeover force of staggered boards: theory, evidence, and policy[J]. Stanford Law Review, 2002, (54): 895-896.
4. 参见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[R]. 深圳: 深圳证券交易所, 2013.
5. 参见曹清清. 我国上市公司章程反收购条款法律规制研究[M]. 长春: 吉林大学出版社, 2018: 101-108.
6. 参见中证中小投资者服务中心. 上市公司反收购章程不应超越法律[N]. 证券日报, 2017-05-27.
7. 例如山东金泰(600385)、伊利股份(600887)、诺德股份(600110)、雅化集团(002497)就分别于2016年收到了上交所或深交所的问询函或关注函。
8. 参见新浪财经. 投服中心对北京238家公司发送股东建议函[N]. 中国证券报, 2018-02-23.
9. 例如东旭蓝天(000040)章程第一百零一条规定：“董事换届时，每次更换董事人数不得超过董事总人数的1/2”。
10. 例如中航资本(600705)章程第一百零二条规定：“在对董事会不进行换届选举的股东大会和临时股东大会，拟补选的董事会成员名额在原则上一年内不能超过三名(即不能超过1/3)”。
11. 例如方大集团(000055)章程第九十八条规定：“董事局任期届满前和董事局换届时，新的董事人数合计不超过董事局组成人数的1/3”。
12. 例如深天地A(000023)章程第九十六条规定：“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1/4”。
13. 例如宏达矿业(600532)章程第九十六条规定：“在发生恶意收购的情况下……新改组或换届的董事会成员应至少有2/3以上的原董事会成员继续留任”。
14. 中视传媒(600088)；涪陵电力(600452)；海立股份(600619)。
15. 中国宝安(000009)章程第九十六条规定：“董事局换届时……每届更换董事人数不得超过董事局构成总人数的二分之一”。
16. 长城动漫(000835)章程第九十七条规定：“每年改选的董事不得超过董事总数的七分之一”。
17. 中国宝安(000009)；中国天楹(000035)；河北宣工(000923)；福星股份(000926)。
18. 参见郑佳宁. 公司收购中目标公司董事的忠实义务研究[J]. 中国政法大学学报, 2014, (6): 79.
19. 参见陈霖. 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[J]. 证券法苑, 2017, (19): 102.
20. 参见王建文, 范健. 论我国反收购条款的规制限度[J]. 河北法学, 2007, (7): 100.
21. 参见吕红兵. 大港油田收购爱使股份的操作实录与法理探析[J]. 中国律师, 1999, (6): 52.
22. 参见吴燕妮. 证券交易所一线监管的渊源、属性及应用[J].

- 金融与经济, 2019, (5): 67.
23. 参见汤欣. 私人诉讼与证券执法[J]. 清华法学, 2007, (3): 99.
24. 参见丁锐. 险资举牌之“险”——宝能举牌南玻A事件的法律思考[J]. 公司法律评论, 2017, (17): 342-343.
25. 同注8.
26. 参见张巍, 邓峰. 公司章程的多层次审查: 投服中心的初始贡献[J]. 投资者, 2018, (3): 206.
27. 《特拉华州普通公司法》第一百四十一条第十一款。
28. 《特拉华州普通公司法》第一百零九条第一款。
29. 参见张心憇. 董事分期改选制度之研究——从德拉瓦州最高法院Airgas案件为出发[J]. 东吴法律学报, 2015, (3): 11-12.
30. See Rosenbaum D. Classified boards in Missouri[J]. Missouri Law Review, 1967, (32): 251-265.
31. See Baysinger B, Butler H. Antitakeover amendments, managerial entrenchment, and the contractual theory of the corporation[J]. Virginia Law Review, 1985, (71): 1258-1260.
32. See Frakes M. Classified boards and firm value[J]. Delaware Journal of Corporate Law, 2007, (32): 113-117.
33. 参见[美]弗兰克·伊斯特布鲁克, 丹尼尔·费希尔. 公司法与经济结构[M]. 罗培新, 张建伟, 译. 北京: 北京大学出版社, 2014: 192-208.
34. See Cohen A, Wang C. Reexamining staggered boards and shareholder value[J]. Journal of Financial Economics, 2017, (125): 67.
35. See Koppes R. Corporate governance out of focus: the debate over classified boards[J]. The Business Lawyer, 1999, (54): 1025-1047.
36. 参见汤欣. 公司治理与上市公司收购[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2001: 172-173.
37. 同注3.
38. See Jarrell G, Poulsen A. Shark repellents and stock prices[J]. Journal of Financial Economics, 1987, (19): 127-168.
39. See Cremers K, Sepe S, Masconale S. Is the staggered board debate really settled[J]. University of Pennsylvania Law Review, 2019, (167): 43.
40. 参见王建文. 我国公司章程反收购条款: 制度空间与适用方法[J]. 法学评论, 2007, (2): 138.
41. 参见王莉. 交错董事会制度在我国的合法性与功能分析[J]. 北京工业大学学报(社会科学版), 2015, (2): 53.
42. 参见[美]M.V.艾森伯格著. 公司法的结构[M]. 张开平, 译. 北京: 法律出版社, 1999: 390-413.
43. 参见[加]布莱恩·柴芬斯著. 公司法: 理论、结构和运作[M]. 林华伟, 译. 北京: 法律出版社, 2001: 233-280.
44. 《上市公司章程指引》第96条规定：“董事由股东大会选举或者更换，并可在任期届满前由股东大会解除其职务。董事任期【年数】，任期届满可连选连任。”
45. 参见阮秋盛. 董事分期改选制度浅析[J]. 证券服务, 2018, (664): 116.
46. 同注35.
47. 参见曹兴权, 黄超颖. 股东会授权董事会的底线: 权利配置基础结构维持原则[J]. 财经法学, 2017, (3): 100.
48. 《特拉华州普通公司法》第一百四十一条第十一款。