

上市公司表决权委托问题研究

蒋学跃

(深圳证券交易所法律部, 广东 深圳 518038)

摘要: 目前我国证券市场存在的表决权委托实质上是借用委托之名, 行表决权转让之实。从民法的视角来看, 转让表决权属于股东意思自治的范畴, 无禁止的理由, 但部分规避法律的行为涉嫌“以合法形式掩盖非法目的”而无效。从公司治理角度而言, 表决权转让会产生高昂的代理成本, 导致监督机制失灵, 甚至负向激励控制人损害中小股东利益, 境外对其通常禁止或作严格限制。从我国证券市场现状来看, 由于表决权转让可以实质性规避我国证券市场特有的实际控制人和限售两种监管措施, 其产生的危害更为严重。建议监管部门将协议双方纳入一致行动人范围, 通过增加当事人的违规成本, 规范并限制委托协议条款的方式, 使表决权转让回归表决权委托的本质。

关键词: 表决权委托; 表决权信托; 代理成本; 公司治理

Abstract: The delegating of voting in China's stock market is essentially the use of the name delegating to carry out the essence of transfer of voting rights. From the perspective of civil law, the right of transfer of voting belongs to the category of shareholders' autonomy, and there is no reason to prohibit it, but some of the acts are ineffective in the case of "concealing illegal purposes in the legal form". From the perspective of corporate governance, the transfer of voting rights will produce high agency costs, which leads to the failure of the supervision mechanism and even to provide incentive to the controller to damage the interests of the small and medium shareholders. According to the current situation of China's securities market, because the transfer of voting rights can substantially circumvent the regulation of actual controller and sale of restricted shares, the harm produced by the voting transfer is more serious. It is suggested that the regulatory authorities include the parties of the agreement into the scope of the unanimous action, increase the cost of the parties' violations, standardize and restrict the terms of the agreement. These measures aim to make the transfer of voting rights back to the essence of the voting delegating.

Key words: delegating of voting, entrusting of voting, cost of agency, corporate governance

作者简介: 蒋学跃, 法学博士、博士后, 深圳证券交易所法律部副主任研究员, 研究方向: 公司法、证券法。

中图分类号: D922.291.91 **文献标识码:** A

目前我国证券市场上频频出现上市公司股东通过签署表决权委托协议的案例, 引发规避限售、权益变动、借壳等监管规定的质疑。¹由于表决权委托是股东的自愿行为, 目前法律上没有明确禁止, 导致监管机构在监管过程中陷入被动。本文综合运用民商法和金融监管法的基本原理对其进行分析, 揭示本质及危害, 在借鉴境外的经验基础上提出相应的监管建议。

源流之溯: 域外之物抑或本土创新

从民法委托代理角度而言, 股东可以亲自行使股东

权利, 也可以委托他人行使包括表决权在内的各项股东权利, 我国1993年颁布的《公司法》第108条及同年颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》第65条都对表决权委托作了相应规定。因而从理论上讲, 表决权委托应该自我国证券市场建立后就一直存在, 不存在追本溯源的问题, 但我国证券市场上这种实现控制权变动的具有“中国特色”的表决权委托与传统委托代理存在较大差异, 因此有必要理清其前世今生。

笔者试图通过搜寻研究资料和请教专业人士等方式对表决权委托进行追本溯源, 经过多方求证仍然无法确定其

最初来源,如第一个采取表决权委托的上市公司及其设计人²,实务界专业人士提醒表决权委托应该不是中国证券市场中的特有现象,因为在美国上市的中概股中普遍存在表决权委托的制度安排,但笔者在美国证券市场中并没有找到类似于A股市场中“表决权委托”案例,它们更多地使用“双重股权结构”来实现表决权的差异化安排,反而是中国境内企业为了实现境外间接上市的目的,通过VIE结构才会采用表决权委托的方式³,如最早采用VIE结构赴美上市的新浪,以及2014年赴美上市的阿里巴巴的最大股东软银就将其表决权委托给马云。美国监管机构对注册在美国以外的外国公司“表决权委托”协议合法性也不作认定⁴,只要求发行人聘请中国境内律师事务所对其是否符合中国法律规定发表意见,中国境内律师事务所基本都是不以违反中国相关法律规定为最终结论。

结合我国境内企业到境外上市的VIE结构产生的时间和表决权委托的具体条款以及实现的目标来看,境内上市公司似乎受VIE结构中的“表决权委托”条款的启发,将原来用于规避外汇管制、外资准入和境外上市等监管的“智慧”⁵,用于境内资本市场。因此,我国证券市场中现有的表决权委托并不是从境外移植的,而是本土专业人士的自主创新。

种类之分:正当诉求抑或不当利益

通过WIND金融终端查询,深沪两市及新三板在2017年度有40家公司发布了“表决权委托”的公告。⁶归纳起来,有以下五种类型:

一、因存在股份转让的障碍,通过表决权委托实现股份转让

我国法律法规规章及交易所的业务规则对于上市公司股份转让存在各种限制性的规定,如首发和增发认购的股份、高管任职期间持股、收购后12个月内的收购人持股及股东的限售承诺。此外,股份质押以及股份被法院冻结都会导致股份转让限制。面对上述限制,一些股东就采取通过表决权委托方式间接实现控制权的转让。在2017年的40个案例中,有南方轴承、绵石投资、延华智能、龙星化工、圣阳股份、保千里、恒顺众昇、威华股份、万科A、通达动力、扬子新材、*ST德力等12家公司的股东通过表决权委托的方式实现了实际控制人的变更。如*ST德力在

2017年11月25日公告称,其实际控制人施卫东拟通过协议转让加表决权委托方式向锦江集团转让控制权,锦江集团在上市公司中拥有表决权占公司总股本的29.99%,将成为上市公司控股股东。原实际控制人施卫东之所以采取转让加委托,其原因是其持有的股份属于高管锁定股,只能通过部分委托的方式凑足表决权。此外,中国恒大与深圳地铁就万科A的表决权委托也属于这一情况,因为中国恒大收购万科A的股票在十二月内不得转让,因此就只能通过先行将表决权委托给深圳地铁。

这种类型的表决权委托普遍涉嫌规避限售的规定,目前已经引起监管部门的关注。

二、因增持股份导致原公司股权结构发生变化,通过表决权委托确保原控制权不变

在我国现有证券监管体制下,上市公司实际控制人的变动一直都是重点监管事项,在重组上市过程中这一问题更为突出,因为监管层将控制权的变动作为是否构成重组上市的重要标准,并对其进行了更为严格的审核和监管,重组方往往通过放弃表决权甚至将表决权委托给原实际控制人的途径实现“控制权不变”的要求。四通股份在2016年10月披露的重组方案中就涉及这一问题,公司拟作价45亿元收购13名交易对手合计持有的启行教育100%股权,交易完成后上市公司实际控制人及其一致行动人的持股比例从59.27%摊薄至26.85%,标的资产股东的持股比例合计则增加到54.7%。为了确保控制权不发生变更,标的资产10名股东承诺无条件且不可撤销地放弃在此次交易中取得的表决权,使得公司原实际控制人及其一致行动人占公司表决权比例提高到46.84%,由此实现控制人不变。深市的全新好2016年6月21日发布的重组预案也同样涉及这一问题,募集配套资金的交易对方分别与前海全新好签订表决权委托协议,将各自通过认购募集配套资金份额而取得的上市公司全部股份对应的表决权委托给前海全新好行使,确保公司控制权不发生变化。

这种表决权委托普遍涉及规避控制权和实际控制人变动的规定和监管。

三、因股权分散控制权不稳,借助表决权委托实现巩固控制权的目的

一些公司的股权较为分散,再加上缺乏有效的反收购措施的安排,而通过表决权委托可以实现巩固控制权

的目的。蓝色光标就是这一典型，公司在2016年3月15日发布公告称，公司控股股东、实际控制人赵文权、许志平、陈良华、吴铁、孙陶然终止一致行动关系，同时签署了《委托投票协议》，协议约定，孙陶然、陈良华、吴铁、许志平分别将股份所对应的投票表决权委托赵文权行使。新三板的动漫食品也是通过表决权委托巩固控制权的，公司在2017年3月14日发布公告称，公司第一大股东翁盛平与公司第三大股东张史燕于2017年3月9日在广东省汕头市龙湖区民政局登记结婚。同日，二人签订了《表决权委托协议》，委托人张史燕授权翁盛平作为其持有的公司5.70%股份的唯一、排他的代理人，全权代表张史燕行使股东表决权，由此巩固公司的控制权。

这种表决权委托实质上是一致行动人协议的升级版，只是将一致行动人内部的决策权作出更为具体的约定而已，没有涉嫌规避相关法律法规。

四、因集团公司无法满足合并报表的控制权要求，实际控制人通过表决权委托为其凑足控制权

根据我国《企业会计准则第33号——合并财务报表》的规定，母公司直接或通过子公司间接拥有被投资单位半数以上的表决权资本，可以合并财务报表。实践中一些上市公司实际控制人既直接持有上市公司股份，也间接通过集团公司持有上市公司股份，但由于集团公司持有的股份无法达到50%以上的控制标准，因而无法与上市公司进行合并报表。此时实际控制人往往将自己的直接持股的表决权委托给集团公司，使集团公司满足合并报表的要求。大晟文化和牧原股份在2017年中作的表决权委托都是为了实现这一诉求，如牧原股份在2017年12月13日发布的公告中披露，实际控制人秦英林持有牧原股份总股本的42.48%是公司的第一大股东，牧原集团持有牧原股份总股本的21.27%是第二大股东，秦英林持有牧原集团85%的股权。秦英林将牧原股份总股本的38.73%的表决权授予牧原集团，使得牧原集团获得对上市公司50%的表决权，由此实现集团公司与上市公司合并财务报表的目的，但公司实际控制人并没有发生变化。

这种表决权委托是当事人为了实现合并财务报表的合理诉求，没有涉嫌规避相关法律规定。

五、因为股份转让存在过渡期，通过表决权委托确保受让方在过渡期内的权益

即使一些股份是自由流通的，但由于签署股权转让协议再到实际过户需要履行信息披露和交易所合规审查等程序，因此存在一个签署协议付了款但还没有过户的过渡期。为了确保过渡期内收购方的权益，双方往往也会通过签署表决权委托协议让收购方提前获得表决权。单纯以此为目的的表决权委托案例较少，通常发生在协议收购过程中。

这种表决权委托实质上是一种担保方式，并没有实质性规避相关法律，但因为此时收购人享有表决权但没有受益权，因此会存在下文所述的增加代理成本问题。

性质之辨：委托抑或转让

由于目前在上市公司公告中普遍使用的是“表决权委托”一词，个别案例使用“让渡”⁷，本文仅分析“表决权委托”。理论上，表决权委托是双方通过签署委托协议在双方当事人之间产生委托代理关系⁸，这是不言自明的。但实质上，由于汉语作为一种语标文字，其语意具有天然的模糊性，其内涵通常不能按照其字面意思理解。此外，即使概念本身是准确的，实践中当事人可能为了特定目的而新瓶装旧酒，如我国金融领域出现的理财和资管以及委托与信托的区分，都存在类似问题。⁹因此，我们分别期限、主体意愿和法律后果等三个方面将“表决权委托”与民法上的委托代理作对比分析。

一、无期限和不可撤销性

目前上市公司披露的表决权委托协议通常包含“无期限”或“在特定期限前不可撤销”的条款，如绿景控股在2016年11月22日披露的“关于实际控制人签订《表决权委托协议》”的公告称：“本表决权委托为不可撤销之委托。”从民法委托代理的一般原理来看，代理权是被代理人单方授予代理人的，代理权的授予必然是可以撤销的。从委托合同视角而言，委托人是基于信赖而委托受托人处理相关事务，也自然允许受托人在丧失信赖的情况下解除委托合同，如我国《合同法》第410条规定委托人或者受托人可以随时解除委托合同。因此，表决权委托不符合民法中关于委托代理的一般原理，故不属于民法委托代理的范畴。

二、依据受托人的意愿进行投票

多数上市公司表决权委托协议特别强调“依据受托人

的意愿进行投票”或“自行决定行使表决权”，如四通股份的关于表决权委托协议的公告中披露“(受托方)乙方在股东大会上就投票事项行使委托股份的投票表决权时，可以依据乙方自身意愿行使，无需再征得甲方(委托方)对投票事项的意见”；万科A披露的“关于深圳地铁集团与中国恒大集团签署《战略合作框架协议》”的公告中称：

“恒大将持有的标的股份表决权不可撤销地委托给地铁集团，由地铁集团自行决定前述特定股东权利的行使。”根据我国民法相关规定，民事主体可以通过代理人实施民事法律行为，目的是让被代理人不必事必躬亲，但代理行为体现的还是被代理人的意愿。¹⁰这就意味着如果上市公司股东委托他人行使投票权的话，体现应该还是原股东的意愿。此外，根据我国《合同法》的相关规定，委托合同是委托人和受托人约定，由受托人处理委托事务的合同，受托人应当按照委托人的指示处理委托事务。¹¹因此，“依据受托人的意愿进行投票”的约定违背了委托代理制度的初衷，不属于委托代理的范畴。

三、由受托人承担法律责任

目前部分上市公司表决权委托协议中约定“由受托人承担行使表决权的相关法律责任”，如通达动力在2017年2月13日披露的“关于公司实际控制人签署表决权委托协议”的公告称：“受托方因拥有或者行使委托权利所产生的相关后果均应由乙方自行承担，包括但不限于因任何第三方向乙方提出诉讼、追讨、仲裁、索赔或政府机关的行政调查、处罚而引起的任何损失。”对比而言，民法代理制度构造是代理人以被代理人的名义从事民事法律行为，由被代理人承担相应法律责任。¹²因此，这种由受托人承担相应后果的约定不符合民法委托代理的制度构造，不属于委托代理范畴。

综上所述，我国证券市场现有的表决权委托不属于民法上的委托代理法律关系，结合我国证券市场上监管层和协议双方各方都普遍认可“表决权委托”导致了权益变动和控制权的变更来看，表决权委托只是借用了“委托”一词而已，其实质上是表决权转让行为。¹³

合法性之析：合法抑或非法

由于我国证券市场上存在表决权委托和转让行为的名实不符，在确定其合法性容易混淆概念，引起不必要

的争议。为此，我们将其分为表决权委托和表决权转让两个部分讨论。

一、增加股东便利性的委托代理是合法有效的

根据我国《公司法》第106条规定，股东可以委托代理人出席股东大会会议，代理人应当向公司提交股东授权委托书，并在授权范围内行使表决权。《上市公司股东大会规则》第20条第3款也对此进行了细化规定，股东可以亲自出席股东大会并行使表决权，也可以委托他人代为出席和在授权范围内行使表决权。全国人大法工委在《公司法释义》中对公司法第106条的立法本意进行阐述，即“因出席股东大会会议并依法行使表决权是股东最重要的权利，应当得到法律的保障。故当股东由于健康原因、交通不便、时间不便等原因不能亲自出席股东大会会议时，可以委托代理人出席股东大会会议，以保证其表决权的行使”。¹⁴由此可见，股东的表决权委托是有效合法的，但前提是增加股东参加股东大会便利性的真正表决权委托。

二、当前资本市场中表决权转让尚无合法性依据

目前相关当事人回复证券交易所关于“表决权委托”合法性问询时，几乎众口一词的提出“符合法律、法规、规章的规定”，如针对深交所中小板公司管理部关于扬子新材“委托表决权的行是否符合法律法规”的问询，公司聘请的金杜律师事务所在专项法律意见书中认为：“《公司法》第一百零六条、《章程指引》、《上市公司股东大会规则》等相关法律规定，股东可以亲自席大会并行使表决权，也可以委托他人代为席和在授权范围内行使表决。本次表决权委托符合现有法律法规及《公司章程》的有关规定。”事实上，上述专项法律意见书混淆了表决权委托和表决权转让两个概念，真正的表决权委托是为了增加股东行使股东的权利的便利性，体现的股东自己的真正意愿，而非受托人的意愿。因此，表决权委托应该是合法有效的，但体现受让人意愿的表决权转让与其存在重大差异。专项法律意见书有意无意地混淆这两个概念，通过委托代理原理解答表决权转让的合法性问题，没有真正回应表决权转让行为的合法性问题。

综上所述，我国法律对作为实质上是表决权转让的“表决权委托”合法性并无明确规定¹⁵，其合法性只能从民商法和金融监管两个角度作理论上的进一步分析。

域外之鉴：禁止抑或允许

虽然表决权委托和表决权转让是两个不同的概念，但二者仍然存在一定的共性，实践中会发生交叉，特别是部分当事人可能会通过对表决权委托作一定的调整以达到实现表决权转让的目的，为防止当事人规避法律，境外对二者都有相应的规定，我们一并介绍。¹⁶

一、美国

1. 表决权转让

美国法学界普遍认为，投票权可以随着股份的转让而转让，但股东不能将投票权单独转让出去，因此，作为英美法常见的表决权转让——表决权信托在普通法上一直被认定为属于违法行为。¹⁷美国后期制定法认可了表决权信托，但主要适用于股份限制转让的闭锁公司，公众公司只在特定情况下才能使用，如公司破产重整过程中保护债权人的利益。¹⁸在司法实践中，美国法院认为股东负有自行判断如何投票的义务，同时，股东亦有权期待其他股东根据自己的判断进行投票。每个股东都能基于自身利益的考量行使投票权，其结果对公司及其他股东也是有利的。因此，如果股东将投票权出售与他人，构成对其他股东的欺骗行为，属于违反公共政策的违法行为。如1921年Brady v. Bean案，公司计划出售其全部资产，但因为出售所得仅够偿还公司债务，有大股东因顾虑自己持有的股票一文不值，因而出面表示反对。公司某董事也是公司的主要债权人，就与大股东达成协议，同意与大股东分享出售资产的所得，条件是大股东对出售决议投赞成票。法院认为此种行为属于为出售表决权的行，可能损害其他股东的利益，属于违反公共政策的行为，判决无效。¹⁹

2. 表决权委托

不论是美国的州法还是联邦法律都允许股东将表决权委托给他人，但为了防止一些股东借用所谓的“表决权委托”规避单独转让投票权的这一禁止性规定，一些州对表决权委托作出了限制性的规定。如纽约州《商事公司法》第609节(e)禁止股东作出不可撤销的表决权委托，还明确规定一项表决权委托可以因为股东另作授权而被撤销。一些州允许股东作出一项不可撤销的委托，但要求只有与股票方面的利益相捆绑时，不可撤销的约定才有约束力，如特拉华州《公司法》第212条规定，当股东以股份作质押

从受托人取得贷款时，此时授予受托人行使不可撤销表决权的行是有效的。除了各州的公司法对表决权委托有限制以外，联邦《证券交易法》第14节也对征集投票权过程中表决权委托作了相应的要求，并授予SEC作更具体的规则。SEC规则14a—4(d)(2)规定表决权委托书仅允许授权一次年度股东会议行使委托表决权，委托代理表必须提供一个特别设计的空白位置，用于填写委托日期，不得向代理人授予广泛的自由裁量权，特别是在选举董事和其他需要由股东决定的重大事项，作为委托人的股东必须给于赞成或反对的选择权，由此确保受托人必须依据委托人的意愿行使表决权。²⁰

二、韩国

1. 表决权转让

韩国法律不允许股东表决权的信托行使或资格转让，除了维护公共利益的情况以外，韩国法律也是不允许表决权的有偿转让的，因为它造成了受益权与表决权的分离。²¹此外，为了防止当事人利用表决权委托规避表决权转让的禁止性规定，股东必须在每一次股东大会单独授予代理权，而不能采取“在公司存续期间可以代理”的形式授予代理权，因为这会使得表决权与股东权分离出来，实质上变成了单独转让。²²

2. 表决权委托

韩国立法者认为股份有限公司的股东不同于有限责任公司的股东，具有非个性的性质，又不同于董事的表决权行使，是非业务执行行为，因此，没有理由一定让股东亲自行使表决权。《韩国商法》第368条第3款明文允许表决权的代理行使，一方面保障了股东权利行使的便利性，同时由于韩国股东大会会议采取的出席会议最低法定数的要求，表决权代理行使便于股份分散的公司凑足法定数。²³

三、日本

1. 表决权转让

对于是否禁止通过签订表决权信托合同实现表决权的转让，日本法律并无明文规定，但日本大阪法院在1983年的判决中裁定，公司与职工签订的股份信托合同，因为严重阻碍了股东自由行使包括股东表决权在内的共益权，故严重损害了委托人的利益，与公司法理念相左，故判决无效。²⁴日本信托法专家吉本健一认为，股份、股权可以信托，但仅仅表决权是不能信托的。²⁵

2. 表决权委托

日本《公司法典》第310条规定，股东可以通过代理人行使其表决权，但每一次股东大会的表决权要单独授予一次，也就是说不能长期将表决权授予他人，防止受托人滥用代理权。²⁶如果在上市公司出现征集投票权的情况下，日本《金融商品交易法》第194条以及据此制定的《关于劝诱上市公司表决权代理行使的内阁府令》规定，委托书必须确保委托人对各决议事项能够明确表达赞成和反对意见。²⁷

四、德国

1. 表决权转让

关于股东表决权能否单独转让，德国《股份法》没有明文规定，但在学理上，股东权是一种成员权，而成员的身份是一个整体，由表决权和受益权结合起来的股东权是不能分拆，即不能将其中的单个权利从中单独分离出来并转让给他人，因为这违背了德国《民法典》717条的“禁止分拆”原则。²⁸

此外，德国《股份法》第129条第3款规定，股东可以转让其表决权，也就是说股东可以委托第三人以自己的名义进行投票，这一规定真正的目的是让真正的股东免于暴露其身份。有效转让投票权的前提条件是，首先必须根据德国《民法典》第185条进行授权，其次必须根据《有价证券法》的规定办理股份转让手续，受让者在股东大会上根据出让者的意愿进行表决，只是不必透露出让者的姓名，行使的表决权仍然是出让人的。²⁹因此，这一所谓的转让实质上还是委托行为或者隐名代理行为。

2. 表决权委托

德国《股份法》第134条第1款规定，股东可以委托代理人代为行使表决权，因为股份的特征，股东并不一定必须亲自出席股东大会。在实践中，大部分股东的股票都托管在银行，多数都是委托银行行使表决权。德国《股份法》第135条规定，授予银行的代理权不能超过15个月，实践中每年都是进行新的代理授权。³⁰此外，如果股东向银行下达了具体表决指令，银行就必须按照指令进行表决。

五、我国台湾地区

1. 表决权转让

我国台湾地区相关法律对于投票权的转让问题没有明文规定，但有学者认为社员权属于不得信托的范围，

表决权属于社员权的一个部分，属于应当禁止信托的范围，因此表决权是禁止转让的。³¹

2. 表决权委托

我国台湾地区“公司法”第177条规定，股东可以通过委托代理人出席股东会行使表决权，其立法原意是使得股东得以便捷的方法行使表决权。此外，法律表决权委托的期限没有规定，但理论上认为股东应该每次股东会单独出具委托书，不得一次长期授权，以免发生弊端。由于实践中很多人通过所谓“公开购买委托书”实现表决权有偿转让，特别是在实践中出现公众公司董监事改选过程中出现公开购买表决权委托书的问题，台湾“证期会”在1996年根据“证券交易法”第25条授权颁布的《委托书规则》进行了修订，第11条明文禁止有偿方式购买委托授权书，其理由主要有三点：其一，收购委托书，将以较少成本取得公司经营权，违背所有权与经营权分离的制度，扭曲委托书的功能；其二，投票权属于共益权，不能与股东权分离而转让；其三，收购委托书增加了取得经营权的成本，成为日后利益输送的诱因。³²

六、小结

通过境外关于表决权转让和委托相关规定的介绍，可以得出以下几点启示：

1. 境外基本上都对表决权转让行为持否定态度

在我们搜集的五个国家或地区的相关规定中，基于对表决权转让会产生高昂代理成本的认识，除美国以外基本上都是持全盘否定的态度。

2. 即使部分承认表决权转让行为的国家，其约束条件是受让方必须具有利益关系

即使美国允许特定情况下转让表决权，但其前提也是受让人必须与股份存在重大利益关系，如破产重整过程中债权人获得原实际控制人的表决权，但即使如此这种表决权也是消极持有的状态，只是将表决权暂时从原股东手中拿过来冻结，而非真正的行使，其真正目的是避免在公司资不抵债的情况下原股东滥用表决权损害债权人利益。

3. 境外都对表决权委托行为进行一定的限制，避免出现利用其规避禁止表决权转让的规定

虽然境外都允许股东委托他人行使表决权，但为了防止出现借表决权委托之名行表决权转让之实的问题，境外都对表决权委托作了一定的限制，如不得约定不可

撤销、必须确保委托人真实意愿的表达、不得无限期授予、每次股东大会单独授权原则。

危害之察：代理成本抑或监管困境

笼统地讲，表决权转让行为将产生公司治理领域的普适性危害和在中国证券市场监管背景下特有的危害。

一、证券监管视角：规避法律规定，增加监管难度

注重于实际控制人监管和股份限售是我国证券市场监管体制的重要特色，而表决权转让可以有效规避这两个监管手段，降低了监管效率。

1. 规避股份限售规定，增加代理成本

我国证券监管体制中存在的另外一个特色就是严格限制特定股东的转让股票，目的是实现股东的利益与公司的利益捆绑，以减少代理成本，如我国证券法限制首发和增发认购人的持股转让，对董监高任职期间的转让行为作出限制，此外还移植了美国法上的短线交易限制和英国的敏感期交易限制。如果允许表决权转让，持限售股票的股东就很容易实现股票的转让目的，由此导致我国的限售制度形同虚设。正如本文第一部分所述，目前证券市场中多数表决权委托基本上都是为了规避限售的规定，这一问题目前比较突出，呈现出愈演愈烈的态势。

2. 规避实际控制人的认定，使监管失去抓手

我国证券监管过程中强调对实际控制人的监管，将其作为主要的监管抓手³³，如根据首次公开发行过程中都会重点关注实际控制人的变动问题³⁴；在并购重组过程中将实际控制人的变动作为是否属于重组上市的标准；在股份转让过程中，实际控制人的减持也会受到更为严格限制，如上市后实际控制人的限售期一般是三年。如果允许表决权转让的话，当事人很容易就规避关于实际控制人或一致行动人的认定³⁵，一方面使得对实际控制人的相关监管目标无法实现，如规避被认定为重组上市；另一方面使得监管机构失去抓手，增加了法律责任追究的难度，如利用表决权委托获得控制权主体违规的话，对其作出限制转让的行政处罚并无实质意义，因为他并没有持有股票，如果对其纪律处分也遭遇法律依据的不足，因为他不是股东或没有签署相关承诺。

二、现实的视角：容易引发纠纷，造成控制权之争

1. 容易引起纠纷，使一线监管陷入被动

首先，由于表决权委托协议是一个双方当事人的约定，其权利具有相对性的特点，一方当事人获得表决权不能对抗第三人，当委托人签署多份委托协议时，会产生谁可以获得表决权的争议。在ST云网的表决权委托纠纷中就出现这一问题，作为实际控制人孟凯在2015年签署了两份表决权委托协议，在2016年又签署了一份表决权委托协议。其次，表决权委托协议理论上是可以单方解除的，因此，即使是签署了“不可撤销”的表决权委托协议，一方当事人事后也可以解除，由此引发争议。如神开股份的控股股东顾正、李芳英等人于2015年9月将顾正等人将15%的表决权委托给业祥投资行使，但在2016年6月，顾正等人宣布撤销股东表决权委托，并将该部分股权以8.78亿元的价格转让给了宁波惠佳投资，由此引发争议。

由于表决权委托协议的效力在法律上不明确，实践中发生了争议只能等待司法机关作出认定，在此期间公司控制权的归属不明确，一线监管部门只能采取反复的问询的方式，而各方当事人都会让律师事务所出具合规性法律意见，使得一线监管陷入被动。

2. 控制权不稳定，损害中小股东权益

由于表决权委托在法律上是可以随时撤销的，因此，一些实际控制人随意签署和撤销表决权委托协议，导致上市公司控制权处于不稳定的状态，公司陷入控制权之争，中小股东的利益无法得到保障。深市的*ST准油就遭遇这一问题，公司在2016年12月21日公告“关于收到第一大股东签署的《表决权委托协议》暨公司实际控制人发生变更”的提示性公告，称公司的控股公司创越集团将其持有的准油股份总股本的16.83%全权委托给国浩科技行使，但公司在2017年6月5日又披露创越集团收回委托给国浩科技的表决权的公告，深交所中小板公司管理部发向关注函。创越集团聘请国浩律师事务所发表专项法律意见称，由于国浩科技违约，因此创越集团已经撤销表决权委托，而准油股份聘请的新疆方夏律师事务所出具的专项法律意见称，国浩科技并无违约行为，且对方的表决权委托是不可撤销的，因此，表决权仍然属于国浩科技。目前上述争议还没有得到妥善解决，上市公司控制权归属不明，公司面临退市风险。

三、公司治理视角：导致实质性的同股不同权，增加代理成本

从民商法角度而言，当事人转让自己的表决权是理所当然的，属于意思自治的范畴，但从公司治理的角度而言，表决权作为附着在股份上一项权利，必须与股份的受益权捆绑在一起，否则将产生非常高昂的代理成本。股份有限公司中股东之间存在着集体行动的困境，因为股份足够分散使得每个股东都没有足够的动力去监督管理层，但股份的自由流动可以使得收购方获得较为集中的持股，由此可以克服集体行动中搭便车的问题，可以激励其主动采取措施监督管理层。这一机制发生作用的前提是表决权必须与受益权一并转让，否则控制人没有动力监督管理层，如一位股东持有上市公司股份为1%，通过购买表决权获得了100%的投票权，但他采取措施改善公司的激励却只有原本应当具有的激励的1%，也就是说他拥有大把投票权，却很少有时间和精力投入，不可能将公司的利益最大化放在心上，因为其他股东承担着绝大多数的成本。这种偷懒风险将在总体上减少该公司的投资价值，而将投票权与股份锁定，这一问题就迎刃而解。³⁶

除了会产生偷懒行为以外，一个没有股份受益权的人获得公司控制权后，还有可能会产生掏空公司的激励，因为其与公司没有实质性的利益关系。这在公司收购过程中特别明显，因为在过渡期内收购方还没有实际获得股份以及享受股份带来的利益，但却已经通过所谓表决权委托改组董事会，继而获得公司的控制权，实践中很多收购人掏空上市公司，从公司法的角度而言，公司可以追究收购人的责任，但此时只能通过控股股东提起派生诉讼，而原控股股东则以“表决权委托”为借口拒不履行追究收购人赔偿责任的派生诉讼义务，由此损害中小股东利益，故在2006年修订的《上市收购管理办法》第52条专门规定，收购方在过渡期不得改组董事会，以免出现掏空上市公司而又无法追究其责任的情形。

监管之思：宜疏不宜堵

总体而言，我国证券市场上这种名为“委托”实为“转让”的表决权委将产生较多的危害，弊大于利，但在特定情况亦有积极作用，如前文所述的破产重组过程中控制人将表决权转让给债权人，可以发挥保护债权人利益的作用，因此，有学者呼吁要辩证看待表决权转让行为，如哈佛大学的克拉克教授认为买卖委托书的情形

各不相同，其中亦不乏积极的功能，特别是股东为维护自己所持股份的利益而购买委托书，原则上应该允许，除非该买卖行为呈现明显而重大的危险，将使公司及股东受到不公平的对待，才应该禁止。³⁷因此，目前我国也不宜一律禁止，而是采取疏的方法。我们认为目前我国表决权委托最大的问题在于其以委托之名规避股份限售和实际控制人监管的问题，因此，一个务实可行的监管思路是，不对表决权转让本身的效力作出判断，而是通过纳入一致行动人、明确责任承担和规范条款的方式，迫使表决权转让回归其委托本质，同时实现间接禁止表决权转让的目的。具体而言，有以下几点：

一、将表决权委托协议双方纳入一致行动人范围，责任追究仍以二者为对象

实践中存在股东利用表决权委托规避被认定实际控制人问题，导致监管机构陷入进退维谷的监管困境，因为一方面如果承认表决权委托构成权益变动，由此就必须承认其构成控制权和实际控制人变动，当事人就可以实现规避实际控制人变动的目标；如果不承认构成权益变动，则会违背控制权和实际控制人认定的基本原则。我们建议，一是将受托人纳入一致行动人范围进行监管，这就意味着不再单纯将表决权委托作为权益变动和控制权变动的依据，而是将表决权委托双方作为一致行动人，将二者的持股权益合并计算作为确定控制权的依据。二是明确规定表决权委托协议的签署无论是否构成权益变动都需要履行信息披露义务，且依据一致行动人的监管要求，二者还需要履行合并计算的权益变动信息披露义务。三是责任的追究以委托双方为对象，也就是说如果受托人滥用表决权损害中小股东利益，既追究受托人的责任，也追究委托人的责任。

采取这种监管方式，一是不违背现有关于权益变动的认定规则；二是可以有效遏制当事人规避实际控制人变动的规定；三是可以避免实践中出现是否需要履行信息披露义务的争议³⁸；四是可以使得监管机构在责任追究过程中能够拥有有效的抓手，实现精准打击。

二、对表决权委托协议的条款发布指引或信息披露备忘录

建议借鉴对上市公司章程内容的监管方式，由证监会发布上市公司表决权委托相关指引，交易所发布表决

权委托信息披露备忘录。监管目标是让表决权委托协议回归委托的本质,建议《指引》和《信息披露备忘录》明确以下五点内容:一是委托表决权协议中明确受托人必须按照委托人的意愿行使表决权,不得使用“按照受托人自己的意愿行使表决权”的条款;二是表决权的委托可以随时撤回,不得使用“不可撤销”的条款;三是表决权委托必须具有期限,原则上每次股东大会必须单独签署表决权委托协议,不得出现“无期限”、“永久性”的条款;四是明确由委托人承担相应的法律责任,不得出现“由受托人承担行使表决权的法律责任”的条款;五是不得使用“让渡”或“转让”表决权的条款。

出现上述五种情形,证监会将不予认可其协议产生表决权转让或委托的效力,交易所也不允许其作信息披露。

有了以上五点约束,将使得目前的表决权委托回归委托的本质,迫使受让人意识到通过这种所谓的表决权委托是无法实现股份转让的目的,自己的相关权益也无法得到保障,使其重新评估这种方式的风险和成本,从而达到实质性地遏制规避法律的行为。当然,采取了这种监管方式之后,有可能会出现当事人利用抽屉协议实质性转让表决权的情况,但上述监管仍然可以发挥潜在作用。一是抽屉协议一旦被披露出来,这属于信息披露的违规,迫使各方不得不谨慎从事;二是由于责任仍然可以追究到委托人,

(上接第31页)

本文的研究为盈利补偿协议的积极作用提供了经验证据支持,表明监管部门可以引入一些创新金融工具来缓解并购交易中的信息不对称问题,促进资源、要素跨区域的流动,在提高并购交易效率为股东创造价值的同时,

通过资本的空间转移,带动资本承接地产业结构的优化和升级,促进区域之间的协调发展。 ■

[基金项目:本文得到国家自然科学基金项目(71672076,项目名称“三层委托代理框架下的董事与经理层合谋问题研究:机制与治理”)和暨南远航计划(15JNYH008)资助。感谢财政部“全国会计领军(后备)人才(学术类)培养项目”]

参考文献:

- [1] Ahern K.R., Daminelli D., Fracassi C., Lost in Translation? The Effect of Cultural Values on Mergers around the World[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 117: 165-189.
- [2] Arbel A., Strelbel P., The Neglected and Small Firm Effects[J]. Financial Review, 1982, 17(4): 201-218.
- [3] Barber B.M., Lyon J.D., Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics[J]. Journal of Financial Economics, 1996, 41: 359-399.
- [4] Barbopoulos L., Sudarsanam S., Determinants of Earnout as Acquisition Payment Currency and Bidder's Value Gains[J], Journal of Banking & Finance, 2012, 36: 678-694.
- [5] Bruner R. F., Dose M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker[J]. Journal of Applied Finance, 2002, 12(1): 48-68.
- [6] Cain M.D., Denis D.J., Denis D.K., Earnouts: A Study of Financial Contracting in Acquisition Agreement[J]. Journal of Accounting and Economics, 2011, 51: 151-170.
- [7] Chakrabarti A, Mitchell W., The Role of Geographic Distance in Completing RPT Acquisitions: Evidence from U.S. Chemical Manufacturers[J]. Strategic Management Journal, 2016, 37(4): 673-694.
- [8] Craig B, Smith A., The art of Earnouts [J]. Strategic Finance, 2003, 84: 44-47.
- [9] Elnahas A.M., Hassan M.K., Ismail G.M., Religion and Mergers and Acquisitions Contracting: The Case of Earnout Agreements[J]. Journal of Corporate Finance, 2017, 42: 221-246.
- [10] Erel I., Liao R.C., Weisbach M.S., Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions[J]. Journal of Finance, 2012, 67: 1045-1082.
- [11] Erickson M., Wang S.W., Zhang F., The Change in Information Uncertainty and Acquirer Wealth Losses [J]. Review of Accounting Studies, 2012, 17(4) : 913-943.
- [12] Kuipers D.R., Miller D.P., Patel A., The Legal Environment and Corporate Valuation: Evidence from Cross-Border Takeovers[J]. International Review of Economics and Finance, 2009, (18): 552-567.
- [13] Reuer J. J., Koza M. P., Asymmetric Information and Joint Venture Performance: Theory and Evidence for Domestic and International Joint Ventures[J]. Strategic Management Journal, 2000, 21(21): 81-88.
- [14] Rossi S., Volpin P.F., Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 74: 277-304.
- [15] 白雪洁, 卫婧婧. 异地并购、地区间资源流动与产业升级——基于中国数据的实证研究[J]. 当代财经, 2017, (01): 100-109.
- [16] 陈仕华, 姜广省, 卢昌崇. 董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角[J]. 管理世界, 2013, (12): 117-132
- [17] 方军雄. 市场分割与资源配置效率的损害——来自企业并购的证据[J]. 财经研究, 2009, (09): 36-47.
- [18] 李维安, 陈钢. 会计稳健性、信息不对称与并购绩效——来自沪深A股上市公司的经验证据[J]. 经济管理, 2015, (02): 96-106
- [19] 吕长江, 韩慧博. 盈利预测补偿协议、协同效应与并购收益分配[J]. 审计与经济研究, 2014, (06): 3-13.
- [20] 潘红波, 余明桂. 支持之手、掠夺之手与异地并购[J]. 经济研究, 2011, (09): 108-120.
- [21] 唐建新, 陈冬. 地区投资者保护、企业性质与异地并购的协同效应[J]. 管理世界, 2010, (08): 102-116.
- [22] 巫岑, 唐清泉. 关联并购具有信息传递效应吗? ——基于企业社会资本的视角[J]. 审计与经济研究, 2016, (02): 81-90.
- [23] 赵立新, 姚又文. 对重组盈利预测补偿制度的运行分析及完善建议[J]. 证券市场导报, 2014, (04): 4-8, 15.
- [24] 甄红线, 王谨乐. 机构投资者能够缓解融资约束吗? ——基于现金价值的视角[J]. 会计研究, 2016, (12): 51-57.
- [25] 周黎安. 晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因[J]. 经济研究, 2004, (06): 33-40.

此时出了问题仍然能够管住原股东或实际控制人，他会将因受让方违规而承担的责任纳入成本，由此对转让表决权会更加谨慎；三是抽屉协议属于阴阳合同，在诉讼过程中

其效力很难得到法院的认可，因此会给出让方可以随时反悔的预期，受让方也会考虑到这一点，这样就倒逼当事人不会签署这样的抽屉协议。 ■

注释

1. 王雪青. 摇摆的表决权[N]. 上海证券报. 2016-09-13.
2. 在1994年的“君万之争”事件中虽然涉及了表决权委托，但当时只是一个简单的授权，还没有演化为“制度化”的表决权委托。目前，学界对于表决权委托研究的较少，而主要侧重于征集投票权委托书问题。我国证券市场第一个征集表决权的案例出现在2000年胜利股份的股权之争过程中，参见李清池著：“股东投票委托书的争夺战”，载《金融法苑》2000年第12期。
3. VIE结构本意是可变利益实体，实质上是一项会计准则，最早是美国财务会计标准委员会针对安然事件暴露出的利用各种表外实体转移亏损、隐藏债务、规避监管的现象，推出的“实质重于形式”的监管措施。但中国境内企业为了实现境外上市借用了这个概念实现了“协议控制”的目的，在2000年新浪赴美上市中第一次得到使用。
4. 因为它只需遵守注册地国的法律规定，但需要发行地的信息披露要求和证券交易所的相关要求。
5. 刘燕. 企业境外间接上市的监管困境及其突破路径——以协议控制模式为分析对象[J]. 法商研究, 2012, (05).
6. 40家公司分别是南方轴承、绵石投资、延华智能、动漫食品、日盛科技、双环科技、大晟文化、恒顺众昇、牧原股份、圣阳股份、睿路传播、和合珠宝、保千里、威华股份、四通股份、安科文化、建研集团、摆渡股份、恒顺众昇、扬子新材、特利尔、茂业科技、康平铁科、龙星化工、川盛科技、华策影视、*ST准油、威华股份、美特桥梁、中泰化学、天丰电源、潜能恒信、东方电子、万科A、*ST宇顺、通达动力、梦洁股份、盛世锦天、美达股份、德力股份。
7. 笔者在A股市场中只找到了一个使用“让渡”一词的案例，那就是2017年4月7日万科A发布的公告，称公司的股东钜盛华与其一致行动人前海人寿签署“表决权让渡协议”，钜盛华将其直接持有的万科股份所对应的全部表决权不可撤销的、无偿让渡给前海人寿，前海人寿有权在协议约定的范围内按照自主意愿依法行使表决权。
8. 大陆法系习惯上将委托和代理作区分，前者涉及的委托人和受托人的内部关系，后者涉及委托人和第三人之间的外部关系，而英美法对此并不做区分。基于行文的简洁性需要，本文笼统地将委托和代理合在一起，仅在具体法律条文引用时作区分。
9. 刘燕. 楼建波. 企业并购中的资管计划——以SPV为中心的法律分析框架[J]. 清华法学, 2016, (06).
10. 参见《民法总则》第161条。
11. 参见《合同法》第396、399条。
12. 参见《民法总则》第162条。
13. 如此看来，目前只有万科A股东钜盛华与其一致行动人前海人寿在2017年4月7日签署“表决权让渡协议”用词是准确的。
14. 人大法工委编. 中华人民共和国公司法释义[M]. 中国法制出版社, 2005: 103.
15. 准确地讲，目前依据民法一般原理也可以认定部分规避法律的表决权委托协议是无效的。在2001年的华懋诉中小企业公司关于民生银行股权纠纷案中，最高人民法院就以双方当事人的委托协议属于“以合法形式掩盖非法目的”认定委托合同无效，但由于它不是专门针对上市公司表决权委托的判决，一般人很少关注。此外，表决权委托纠纷只有进入司法程序后由法院作出效力判断，在目前表决权委托协议双方当事人合谋情况下，很难出现司法审查机会，因而在效力上表现出不确定的状态。
16. 在英美法中很少直接使用表决权转让一词，更多地使用表决权信托一词，下文我们有时用表决权信托指代表决权转让。
17. [美]弗兰克·伊斯特布鲁克，丹尼尔·费希尔. 公司法的经济结构[M]. 张建伟，罗培新译. 北京大学出版社, 2005: 83.
18. 一个著名的例子就是，1960年美国某银行财团贷款了1.65亿美元给环球航空公司，作为贷款的条件，银行财团要求休斯公司将其持有的75%的环球航空的公司股份以信托方式交由银行财团指定的受托人托管，通过这种方式，休斯公司失去了其对环球航空公司的实际控制权。参见[美]罗伯特·W. 汉密尔顿. 美国公司法[M]. 齐东祥译. 法律出版社, 2008: 213.
19. Choper, Coffee & Gilson, Cases and Materials on Corporations[M], Aspen Publishers, 6th ed, 2004: 590-597.
20. [美]罗伯特·W. 汉密尔顿. 美国公司法[M]. 齐东祥译. 法律出版社, 2008: 136.
21. [韩]李哲松. 韩国公司法[M]. 吴日煊译. 中国政法大学出版社, 2000: 380.
22. [韩]李哲松. 韩国公司法[M]. 吴日煊译. 中国政法大学出版社, 2000: 376.
23. [韩]李哲松. 韩国公司法[M]. 吴日煊译. 中国政法大学出版社, 2000: 374.
24. [日]末永敏和. 现代日本公司法[M]. 金洪玉译. 人民法院出版社, 2000: 117.
25. [日]吉本健一. 关于表决权信托的若干法律问题. 阪法第95号, 1975: 69, 转引自梁上上. 论表决权信托[J]. 法律科学(西北政法大学学报), 2005, 23(1).
26. [日]末永敏和. 现代日本公司法[M]. 金洪玉译. 人民法院出版社, 2000: 117.
27. [日]前田庸. 公司法入门[M]. 王作全译. 北京大学出版社, 2012: 296.
28. [德]格茨·怀克. 德国公司法[M]. 殷盛译. 法律出版社, 2010: 95.
29. [德]格茨·怀克. 德国公司法[M]. 殷盛译. 法律出版社, 2010: 547.
30. [德]托马斯·莱赛尔. 德国资合公司法[M]. 高旭军等译. 法律出版社, 2005: 258.
31. 常照伦. 两岸信托法律制度比较初探——以信托财产为中心[J]. 法令月刊, 54.
32. 赖英照. 股市游戏规则: 最新证券交易法解析[M]. 中国政法大学出版社, 2006: 141.
33. 强调对实际控制人的监管应该可以视为我国证券监管的一大特色，境外证券监管体制中很少关注实际控制人，这是因为境外实行董事会中心主义，董事对股东承担信托责任，因此侧重于追究董事的责任。而我国实行股东大会中心主义，侧重于追究控股股东和实际控制人的责任。
34. 《首次公开发行股票并上市管理办法》第十二条规定：“发行人最近三年主营业务和董事、高级管理人员均没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更。”《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》第十四条规定：“要求最近两年主营业务和董事、高级管理人员均没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更。”
35. 根据《上市公司收购管理办法》的规定以及证监会的《监管问答》，亲属之间属于天然的一致行动人，除有相反证据一般都认为亲属之间属于一致行动人。实践中，一些公司的股东就利用与他人签署表决权委托协议证明自己的表决权不归自己行使，由此避免被认定为一致行动人。
36. [美]弗兰克·伊斯特布鲁克，丹尼尔·费希尔. 公司法的经济结构[M]. 张建伟，罗培新译. 北京大学出版社, 2005: 84.
37. Clark R. C. Vote Buying and Corporate Law[J]. Case W. res. l. rev, 1979.
38. 在ST云网表决权委托纠纷的监管过程中，当监管机构以当事人违反信息披露义务进行处分时，当事人申辩说当时的表决权委托只是一个委托，并没有在实质上导致权益变动。