

上市公司股东不可撤销表决权委托研究

——问题、挑战与监管

施金晶¹ 张斌²

(1.华东政法大学经济法学院, 上海 200042; 2.上海证券交易所上市公司监管二部, 上海 200120)

摘要: 表决权是上市公司股东参与管理决策的重要方式。证券监管实践表明, 不可撤销表决权委托既有规避股份限售和减持规则的动机, 也有出于增强控制权转让交易中博弈弹性的考虑。表决权委托并非一项简单的债权债务法律关系, 其合规性及对证券市场的影响需引起足够的重视。为规范上市公司股东不可撤销的表决权委托, 本文建议: 在信息披露监管方面, 重点关注表决权委托对权益变动、控制权稳定性、投资者保护的影响; 在制度规范方面, 发布表决权委托示范协议指引等规则, 明确表决权委托的关键要素和监管要求。

关键词: 表决权委托; 不可撤销委托; 信息披露; 公司控制权

Abstract: Voting is an important way for shareholders of listed companies to participate in management decisions. Recent securities regulatory practice shows that, irrevocable proxy not only evaded the rules of limited sale of shares, but also enhanced control transfer transactions. The delegation of voting rights is in fact not a simple legal relationship of creditors' rights and debts. Its legality and impact on the securities market should be paid enough attention. The regulatory authorities are suggested to focus on information disclosure in the areas of equity change, control stability and investor protection, and to promulgate rules such as guidelines which clarify the key elements and regulatory requirements of the delegation of voting rights.

Key words: delegation of voting rights, irrevocable proxy, information disclosure, corporate control

作者简介: 施金晶, 女, 华东政法大学经济法学博士生, 研究方向: 证券法。张斌, 任职于上海证券交易所上市公司监管二部, 研究方向: 证券法。

中图分类号: D922.291.91 **文献标识码:** A

表决权是股权的一项具体权能, 行使重大事项表决权是股东参与公司管理决策的主要方式。2018年以来, 证券监管实践中出现了较多上市公司股东在不转移所持股票所有权情形下, 单独将表决权不可撤销地委托给他方独立行使的案例。分析发现, 这些案例的背景不同、动机不一, 既有规避股份限售和减持规则的动机, 也有增强控制权转让交易中博弈弹性的考虑。就法律性质而言, 不可撤销表决权委托在一定程度上偏离了委托代理的权义结构。在法律效果上, 客观导致了股东表决权的分离行使, 与传统公司法的原则和精神有所背离。为避免表决权委托给上市公司控制权带来不稳定性因素,

以及可能产生的代理成本增加, 损害公司和中小股东利益, 有必要借助信息披露监管对表决权委托进行必要的监管约束, 并通过示范合同的形式加以规范引导。

一、不可撤销表决权委托的内容特征与动因分析

在早期境内科技公司赴境外上市过程中, 一些公司为规避国内对外资投资产业政策限制而采取的VIE控制架构就存在股东表决权委托的协议安排。有统计显示, A股市场表决委托案例最早出现于2010年, 自2018年以来开始呈现出爆发式增长态势。¹尤其是2018年下半年以来, 随着股东质押风险的集中爆发, 不可撤销表决权委托在

国有资本参与民营企业纾困过程中被大量运用。从具体案例来看，多数为控制权转让背景下规避限售、冻结等股份受禁的情形。

(一)内容特征

通过查阅整理沪深两市近两年来表决权委托的案例情况，本文发现，实践中兴起的不可撤销表决权委托在内容上具有如下七方面特征：一是大多数协议将行为定性为委托，极少数表述为托管或让渡；二是协议中多明确委托方股东不可单方撤销表决权委托；三是委托内容主要包括股东大会召集权、提案权和表决权，部分还包括股东知情权、质询权等其他股东权利；四是委托期限条款设置根据表决权委托背景存在多样性，涉及控制权转让的表决权委托协议，一般约定委托期限至委托方股权转让为止；五是多为无偿委托，仅有个别案例明确提及委托对价；六是行使表决权的方式多为按照受托人意思自由行使并不再单独出具授权委托书；七是在表决权行使责任承担方面，除极少数交易有明确规定外，大多数协议未明确约定。

(二)动因分析

实践中出现的不可撤销表决权委托方绝大部分系公司控股股东或第一大股东，表决权委托实则作为公司控制权转让的工具使用。结合表决权委托案例的具体背景和协议内容，近期实践中表决权委托的动因主要包括三类。

一是股东因筹措资金等需要进行股份转让，但是因为全部或部分股份因限售、质押或者冻结等限制只能进行表决权委托实现控制权转移目的。这是不可撤销表决权委托最为常见的原因。如全部股份受限，则一般通过委托30%以下的表决权实现控制权转让；如部分股份受限，则交易方式一般为部分股份转让叠加部分表决权委托，以保证受让方获得公司控制权，且不超过30%，以避免强制要约收购义务。此时，控股股东、实际控制人可转让的股份数量不足以让受让方成为第一大股东，或虽可以成为第一大股东但持股比例较低可能造成控制权不稳定，因此需要通过表决权委托使受托人在表决权上占有优势，叠加董事会的控制，保证受让方取得稳定的控制权。

例如，海南海药实控人刘悉承所持股权高比例质押且面临严重资金问题，遂与医药控股于2019年4月达成了股份转让纾困协议，但是刘悉承通过南方同正控制的海

南海药股份中有10.36%股份为限售股，并通过信托产品控制10%的股份。股份转让交易完成后，医药控股持有海南海药22.23%股份，刘悉承仍控制海南海药20.36%股份，医药控股的控制权优势不明显。为加强医药控股的控制权，刘悉承将其持有的7.76%限售股表决权无偿让渡给医药控股行使，同时自愿放弃剩余12.6%海南海药股份表决权。此外在鹏起科技和*ST椰岛案例中，控股股东或第一大股东所持股份因债务纠纷被司法冻结无法实现转让，只能通过表决权委托的方式规避法律限制；在美亚柏科和东方网力案例中，转让股东同时担任公司董监高，受到25%的转让额度限制，因此将转让额度之外的剩余股份表决权委托给受让方实现交易目的。

二是出于商业博弈考虑，通过部分协议转让叠加部分表决权委托的方式实现控制权的转让。发生的原因除前述的仅有部分股权可以转让这一客观原因外，实务中还有一种较为常见的原因，即控制权转让过程中，交易双方因为潜在的信息不对称和估值预期差异，往往需要拉长交易的时间和空间，以实现充分的利益博弈和调整。通过部分协议转让叠加部分表决权委托的方式，受让方得以在获取少量股份后即获得公司控制权，减少了资金压力和介入成本。而转让股东所持剩余股份的股价利益又与控制权转让后的经营管理状况密切相关，形成一种正向的利益绑定。这种方式延长了控制权交易的时间跨度，交易机制的灵活性充分契合了控制权交易市场中交易双方博弈对赌的商业需要。实践中，类似*ST人乐案例中协议约定将表决权委托期限和期间公司经营财务数据相关联的控制权“旋转门”条款，更是不断地放大了表决权委托在控制权转让交易中的灵活性。

三是控股股东需要受托方的管理经验或国资背景支持，但是受托方没有经济实力或无意受让公司股份，控股股东也不希望真正转让所持股份，遂通过表决权委托满足股东异质化需要。这是2018年以来国有资本参与民营上市公司纾困中新出现的一种表决权委托原因。例如，在裕兴股份案例中，公司披露“常州市钟楼区人民政府指定下属平台常州科技街接受王建新等人所持上市公司股份对应的表决权，以便公司在遇到控制权稳定或其他影响公司经营稳定等特殊情形时，站在更高的高度和视野，进行决策或视情况进一步巩固控制权”；九华

旅游案例中，通过表决委托的方式实现国有上市公司控制管理权的行政上移；又如，孙仕琪在通过股份间接转让获得平潭发展控制权的当日，又将表决权委托给王志明，公告称：“孙仕琪系财务投资，无意参与企业日常经营管理；而王志明担任平潭发展副董事长、董事等职务多年，具备丰富的企业管理经验，孙仕琪先生希望借助王志明的管理运营，提升上市公司价值，以实现其财务投资的目标。”

此外，不可撤销表决权委托的原因还包括规避重组上市监管、管理公司财务报表数据等其他经济或法律目的。

二、不可撤销表决权委托的法律性质探析

股东将表决权委托给他人行使，在形式上采用的是委托法律关系，但在权义结构上却和普通商事委托存在诸多差异。表决权委托和实践中出现并引发公司法理论关注的表决权买卖、表决权信托、同股不同权和投票权协议等问题存在一定的关联和相通之处。表决权委托并非一项简单的债权债务法律关系，而是在事实上导致了股份财产所有权和表决权的分离行使，其合法合规性虽然在规则字面上存在转圜解释的空间，但实则和民法、公司法基础制度原理存在一定背离，构成一项尚待填补的商法漏洞。

(一)从私法角度看待表决权委托

1.表决权委托与普通商事委托

基于委托人从事民事事务可能受到一定的时间、精力和知识等限制，法律允许委托人将一定事项委托他人代为处理，也即民商法上的委托代理制度。我国《合同法》第396条规定，委托合同是委托人和受托人约定，由受托人处理委托人事务的合同。比较实践中股东不可撤销的表决权委托和普通商事委托之间的法律权义结构，两者至少存在三点不同：第一，表决权委托中委托方不得单方撤销委托，但《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；第二，股东不可撤销的表决权委托按照受托人意志独立行使表决权，委托人一般不得干预行使，但《合同法》第399条规定，受托人应当按照委托人的指示处理委托事务；第三，表决权委托协议文本中表述为无偿委托，但《合同法》第405条规定受托人完成委托事务的，委托人应当向其支付报酬。因此，表决权委托虽然形似委托法律形式，但实则

并非普通的商事委托。

2.表决权委托与表决权买卖

公司法上将表决权买卖定义为股东将剥离了财产权益的表决权出售的交易。传统公司法通过禁止表决权买卖来强调股权财产权和表决权之间的连接关系。早先美国《1932年合同重述》认为表决权的买卖是违法的。²纽约州公司法也禁止股东出售表决权或将表决权与金钱或其他有价值的财产进行交换。³禁止表决权买卖的主要原因在于担心通过表决权买卖获得公司控制权的主体可能会开展自我交易获利。公司法理论也基于违反公共政策禁止表决权买卖，主要反对原因包括：第一，公司购买表决票与政治选举上购买选票是类似的；第二，法院认为股东有义务进行独立判断，出卖表决票被认为是对他人的欺骗，因为小股东依赖于其他股东为促进个人利益动机而追求所有人利益最大化；第三，股东利益的一致是避免集体行动问题的必要条件。但随着商业实践的发展，特拉华州法院对表决权买卖的司法态度开始趋向宽容。在1982年Schreiber v. Carney一案中，德克萨斯州国际航空公司向其控股股东贷款，以获取该股东对于公司重组事项的支持。特拉华法院认为这构成一项表决权买卖，但却一改本身违法的司法理念，认为只要经过内在公平原则审查(intrinsic fairness)没有欺诈或剥夺其他股东的权利，表决权买卖并非当然无效，并认为本案中公司重组符合全体股东的利益。⁴

目前实践中出现的股东不可撤销的表决权委托都表明委托的无偿性，可能在一定程度上为了避免监管上将其认定为表决权买卖，从而引发关于协议效力的监管质疑。

3.表决权委托与同股不同权

传统公司法理论认为，公司股份所有权人基于自我利益驱动将有动力去为了公司利益最大化而提供管理才能，当掌握公司多数表决权的股东基于自我利益驱动为了公司最大利益实施管理的时候，少数股东的利益也因此得到维护。因此，依据出资份额的多少按比例分配表决权的“一股一权”原则被确定并沿用下来。相反，如果采取同股不同权的多重股权结构，则被认为不同股东之间存在利益结构偏差可能加剧公司代理人成本。近年来，随着新型科技公司的不断崛起，创始人管理和技术才能在公司发展过程中发挥着关键作用。为了避免在公

司融资过程中造成对创始人控制权的稀释，很多公司开始适用同股不同权的表决权结构。支持不同投票权结构的学者也相应提出了委托人成本理论，来解释双重股权结构可以降低代理人能力成本、委托人能力成本和委托人利益冲突。⁵双重股权结构下，管理层通常能够证明其能力且拥有更多的话语权，避免受到不专业投票决策的影响。纽交所于1985年1月允许双重股权结构的公司上市。自2018年以来，新加坡交易所、香港联交所和上交所科创板也都允许上市公司采取同股不同权的股权结构，但均设置了比例控制、日落条款、重大事项表决恢复一股一权等严格的规则限制。

表决权委托改变了表决权按照出资财产权益比例分配行使的同股同权规则，在一定程度上与同股不同权结构有异曲同工之处，是商业实践自发地对同股同权原则的突破。

4.表决权委托与表决权信托

在英美信托法上，信托财产存在受益所有权和信托所有权的双重所有权结构。表决权信托就是将传统信托的法律结构运用到表决权分离行使上，通过信托形式将所有权转移给受托人，股东仅保留受益所有权。基于前述认为将表决权和所有权分离的行为是违反公共政策的观念，在19世纪表决权信托也被认为是无效的。在Shepaug Voting Trust Case中，美国法院认为行使表决权是股东对公司其他股东所负有的一项义务，不得放弃。但到了20世纪初，包括纽约州和马里兰州的许多州开始通过法律允许有期限的表决权信托是有效的。自此，表决权信托在实践中逐渐成为一种比较成熟和广泛使用的法律工具，也被认为是实现不可撤销表决权委托的一种法律发明。⁶但和股东表决权委托不同的是，表决权信托结构中的受托人虽然有权自由行使表决权，但对委托人负有信托管理责任，并且根据一般信托原则，这种信托是可撤销的。而在表决权委托情形下，受托方在行使表决权时并不需要考虑委托方的利益，最多只要无明显损害即可。

我国因为信托法基础制度的不同，尚未有表决权信托的制度环境，因此表决权委托也和国外的表决权信托有所不同。

5.表决权委托与投票权协议

对投票权协议的通俗定义是，两个或两个以上股东

在保留各自股份法律和受益所有权及投票权的基础上，通过协议事先约定一致投票事宜的方式形成联合体共同行使表决权。在我国投票权协议又被称为表决权拘束协议。表决权委托与投票权协议的相似之处在于，一些投票权协议可能约定其他股东在行使表决权时和某位股东保持一致，在投票表决效果上可能与将表决权委托给该股东行使相同。但是两者在还存在三方面不同之处：第一，在表决权行使上，签署投票权协议的各方股东仍然是自己行使表决权，只是投票意志上受到协议拘束，表决权尚未分离，但表决权委托则完全将表决权交由他人独立行使；第二，股东投票权协议主体都是公司股东，但是表决权委托则可能将表决权委托给非股东的第三方行使，参与主体法律身份有所不同；第三，投票权协议更多的是股东联合推动某项议案的临时安排，具有合作性、无偿性、临时性，但表决权委托则通常发生在控制权转让交易中，带有明显的利益转移属性。

(二)从私法角度看表决权委托的不可撤销性

根据民法学的一般理论，民事法律行为从成立时起具有法律约束力，行为人非依法律规定或者取得对方同意，不得擅自变更或者解除。我国《民法通则》规定了民事法律行为的无效情形和可撤销情形，《合同法》规定了合同无效的法定情形及可撤销合同，无效合同自始无效，可撤销合同在撤销后也自始无效。⁷

根据上述理论，表决权委托协议作为民事合同的一种，其效力结果可以分为三类：有效、无效、可撤销。在上市公司表决权委托协议中，一般不存在重大误解或显失公平等可撤销情形，实务中该问题不存在争议，此处不赘述。关于表决权委托合同的有效性，关键在于委托合同本身的合法性，或者说名为表决权委托实为表决权转让行为的合法性，这一问题存在争议。在行政机关或司法机关未明确表决权转让协议属于无效协议之前，监管机构需要考虑的是，在认可表决权委托协议有效的基础上，如何认知该行为，并采取适当的监管措施。

一方面，如前所述，多数表决权委托协议发生在控制权转移的过程中，且通常存在控股股东股份的限售或质押等无法转让的情形。事实上，在上市公司监管的早些年，表决权委托协议并不流行，当时为规避股份的限售义务，转让方通常与受让方签订远期转让协议，约定

在限售期满后转让，部分案例中合同签订时间与解禁时间相隔甚远。实践中，受让方在合同签订时已基本将股权转让款全额支付给转让方，且更换多数董事，实现对公司的控制。鉴于该行为导致证券法规规定的限售期流于形式，因此监管部门在实践中形成了一项约定俗成的规矩，不允许限售期的股东签订远期转让协议。但考虑到表决权委托协议可能确有表决权委托等现实需求，监管部门未对此予以禁止。因此，表决权委托协议成为股权转让受限的控股股东、实际控制人转让控制权的重要方式。

另一方面，不可撤销表决权委托中，“撤销”并非《民法通则》《合同法》等法律规定中的可撤销权，仅是受托方为维护自身权益，通过合同约定要求委托方承担的一项合同义务。根据《合同法》的基本原理，在合同生效后，双方可以合意解除合同；或者一方单方解除合同。也就是说，此处的“不可撤销”并非准确的法律概念，只是双方合作的一种约定。如委托方与受托方合意，可以解除；即便受托方不同意，但发生了法定或约定的情形，委托方也可以行使合同法上的单方解除权；更甚至委托方只要承担违约责任，仍然可以单方面要求解除表决权委托。因此，从私法角度来看，不可撤销的表决权委托实质上是可撤销的。

（三）从证券监管角度看表决权委托的合规性

根据公司法对于公司权力构造的分配组合，股东作为出资方对公司享有一定的权利，也即通常所谓的股东权利。根据不同的划分标准，股东权利有自益权和共益权、财产权和人身权等不同属性，具有收益权、知情权、表决权、提案权等不同权能。其中，表决权系股东参与公司重大决策和选择管理者的权利，在两权分离构造中构成公司所有与公司经营的连接点。⁸股东将所持有表决权委托给他人行使，实质上就是将表决权权能单独转让，形成了股东表决权和财产权的分离。

针对目前市场中广泛出现的表决权委托，沪深交易所已经多次问询其合法合规性依据。从问询函回复结果来看，几乎所有案例中律师事务所出具的法律意见书论证表决权委托未违反法律法规的都是援引《公司法》和《上市公司股东大会议事规则》中关于股东可以委托他人代为出席股东大会并在授权范围内行使表决权的规则

作为依据；并从《上市公司章程指引》第62条关于“委托书应当注明如果股东不作具体指示，股东代理人是否可以按自己的意思表决”的文本表述中，推断认为现行规则允许受托代理人按照自己的意思独立行使表决权。

公开的实务讨论中，深交所蒋学跃博士认为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，结合目前各方普遍认为委托导致控制权发生变更的背景，主张“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”。⁹持同样的观点还有金杜律师事务所焦福刚律师，他认为表决权委托是在混淆概念，实质是为“表决权转让”披上的马甲。¹⁰但也有观点认为表决权委托与转让还是存在差异的，不能将两者等同，例如金杜律师事务所沈诚敏等律师就主张股东除了表决权外，还享有收益权、处分权等权益，股东仅将表决权委托于受托人行使，收益及处分的权利均由其本人行使，仅在违约处分权利时对受托人承担违约责任，因此，从法理上考量，表决权委托与股份转让不能等同。¹¹

公司法上允许股东委托他人代为投票是基于便利股东参与公司决策的考虑，本意是促使股东积极行使表决权而非将如何行使表决权授权他人独立进行。但由于我国公司法并未明确委托他人代为投票的时间和次数限制，加之《上市公司章程指引》在文本解读上可能存在的全权委托空间，因此这种潜在的灵活性在被市场主体充分放大以满足实践中的各种需要。虽然从民法视角来看，表决权委托是交易双方就某项权利让渡行使的一项债权债务关系，但是从商法视角观之，股东不可撤销的表决权委托并非是一项简单的权利行使安排，而是和传统公司法的诸多理论基础和基本原则存在偏离。虽然目前在规则层面尚存在转圜解释的空间，但原则上禁止表决权和财产所有权分离行使仍是公司制度构建的一项重要基础，只是我国商法就实践中出现的表决权委托问题存在尚待填补的法律漏洞。从监管视角来看，股东不可撤销表决权委托还可能导致既有的股份减持限售、控制权收购和重组上市等监管规则虚置，造成对上市公司实控人的监管抓手失效。

三、不可撤销表决权委托带来的监管挑战

不可撤销的表决权委托在带来控制权转让灵活性的

同时，也增加了控制权不稳定因素。而控制权变更既会引起公司股价的异常波动，也会导致公司经营战略和治理结构的根本性变化。频繁的控制权变更不利于上市公司专注主业、提升质量，因此控制权稳定性历来是上市公司监管关注的重要事项。既有的持股变动信息披露规则、减持规则、收购规则乃至重组审核监管等都对控制权频繁变更作出限制和约束，以期保障公司控制权的稳定性。但目前表决权委托在是否构成股份转让、委托协议能否解除、是否构成一致行动关系、协议本身的不完备性和能否强制履行等事项都尚无定论，对既有的公司监管带来挑战。

（一）不可撤销的表决权委托是否构成股份转让

表决权委托出现的一类动因即为规避股份转让规则限制。中天能源控股股东铜陵国厚在2019年3月7日将表决权委托给中天资产造成公司控制权变化，又于7月12日解除了前述表决权委托关系并于同日与森宇化工新签表决权委托协议导致公司控制权再次发生变化。按照《上市公司收购管理办法》第74条的规定，收购人在完成上市公司收购后12个月内不得转让上市公司股份。因此上交所问询公司4个月内两次进行表决权委托，是否涉嫌违反《收购管理办法》第74条关于收购完成后12个月不得转让股份的规定。平潭发展实际控制人刘好于2019年3月13日通过间接股权转让将控制权转让给孙仕琪，孙仕琪又于同日将表决权委托给王志明行使。深交所也同样问询表决权委托是否违反收购完成后12个月不得转让相关股份的规定。从回复情况来看，北京大成律师事务所出具意见认为表决权委托仅仅只是将股份中的一项权利委托给受托人行使，委托人所持股票的所有权未发生变动，并且《收购管理办法》也明确规定除受让股份外，收购人也可以通过其他协议安排成为上市公司实控人。上海锦天城律师事务所主张孙仕琪受让股份和表决权委托是一揽子同步协议，在整个交易中收购人是王志明，而孙仅仅是财务投资，因此无需遵守收购后的限售规定。此外在美亚科技等董事、监事股东表决权委托案例中，相关意见都主张表决权委托不构成转让，不存在规避减持限售规定。但是，相关案例国有股东在接受委托时又都参照受让股份的要求履行了国资监管机构审批程序，所有受托股东也都按照《收购办法》履行了大额持股变动信息披露义务。

（二）不可撤销的表决权委托能否协议解除

虽然几乎所有表决权委托案例都会规定委托方不得单方面撤销委托，但基本又都约定双方可以通过协商解除表决权委托。实践中，出现了一些签订表决权委托协议后又在短时间内协议解除的案例，造成了短时间内公司控制权的频繁变更，也对公司股价和投资者预期造成重大影响。例如，在长方集团控股股东解除表决权委托案例中，相关方在回复交易所问询函时答复称：“根据《合同法》第410条关于任意解除权的规定：委托人或受托人可以随时解除委托合同，因解除合同给对方造成损失的，除不可归责于该当事人的事由以外，应当赔偿损失；本次解除表决权委托系经各方协商一致，未违反相关规定。”但从严监管的个案也开始有所显现，如在华仁药业控股股东表决权委托案例中，2019年7月9日相关方表示应监管要求签订补充协议，将原来“有效期内双方可经协商一致后解除一致行动关系和本协议”调整为“双方在协议期限内应完全履行协议义务”。似乎在监管方面已经开始探索强制要求表决权委托不仅不得单方解除，也不得双方协议解除，以稳定公司控制权并保护投资者利益。

（三）委托各方是否需要纳入一致行动关系监管

上市公司监管规则要求一致行动人在大额持股信息披露、强制要约收购、减持预披露、减持额度计算等方面合并计算所持股份。表决权委托和一方主导式的一致行动关系在投票权行使上效果类同，因此存在是否要认定委托相关方为一致行动人的监管法律问题。实践中认定相关方构成或者不构成一致行动关系的案例都大量存在。认定构成一致行动关系案例中，金通灵控股股东、实际控制人季伟、季维东因为纾困于2019年6月5日将表决权委托给南通产控，公告明确季伟、季维东和南通产控因本次表决权委托事项在表决权委托期间构成一致行动关系；裕兴股份案例中将一同委托的7位非关联关系股东也认定为一致行动关系。而认定不构成一致行动关系的案例往往通过三个方面来论证：第一，交易安排不属于双方共同扩大所能够支配上市公司股份表决权数量的安排，不存在一致行动的行为或者事实；第二，委托方在委托后已经不再享有相应股份的表决权，不具备构成一致行动关系的客观条件；第三，逐条论证委托双方不具备《上市公司收购管理办法》第83条规定的

12种推定情形。实践中，还有公司存在部分表决权委托案例，未委托表决权是否应当和受托方控制的表决权被视为构成一致行动合并计算也存有疑问。从已有案例来看，部分表决权委托主要是为了避免全部委托后受托方持股比例超过30%触发强制要约收购义务。金明精机和金字火腿两单案例中，在收到深交所关注函后，相关方均在后续将部分表决权委托改为表决权放弃，避免了被认定为一致行动关系；而红日药业案例中，深交所下发关注函后，相关方未减持股份也未发出收购要约，似乎认为不构成一致行动。

(四)协议弱强制力和不完备性造成的控制权不稳定

尽管从理论上来说上市公司是一个独立的法人主体，三会运作构成其日常公司治理的基础，但由于我国上市公司股权结构长期集中，且缺乏董事代议制治理的背景文化、有效的职业经理人和控制权市场机制等因素，上市公司的日常经营决策往往由公司大股东和实控人主导。因此，控股股东和实际控制人成为上市公司监管的关键少数和重要抓手。表决权委托在不转让公司股份所有权的情况下，通过协议转移公司的控制权，在民法上构成一项产生债权债务的负担行为。罗马法谚“债是法锁”，虽然负担行为将会产生合同之债，但债的内容能否强制履行则存在不确定性。体现在表决权委托上，协议强制力不足和内容不完备等特点导致其至少存在以下三方面的控制权不稳定性因素：第一，委托人违约风险。虽然委托不可撤销，但是假使委托人违约撤回委托，符合合同法的法定权义规则，即使判定违约能否获得法院强制履行也难有定论。第二，受托人解除风险。几乎所有协议都未约定受托人能否主张解除协议。虽然合同法上未明确赋予受托人合同任意解除权，但假设受托人基于种种原因主张解除委托关系，那么控制权归属如何认定也会存在疑问。第三，委托人转让股权风险。在委托期间，委托股东保留股份处分权，因此存在委托期间股权转让可能。虽然一些协议约定了优先受让权，但这种非法定优先受让权一般不能对抗物权处分行为，同时也存在受托人不行使优先受让权的可能。

四、美国关于不可撤销表决权委托的监管

美国公司法立法规则和理论文献将实践中出现的这

种异化的表决权委托代理根据其特征定性表述为“不可撤销的委托”(irrevocable proxy)。早期的司法判例基本遵循马歇尔法官在Hunt v. Rousmanier's Administrators案中确立的“附随其他权益”标准，要求只有当受托人对于委托事项存在除了委托关系之外的其他权益需要保障时，表决权委托方得以被认定为不可撤销。而后在州公司法和统一示范公司法的立法过程中被作为一项规则确立下来。此外，学界也有学者主张要对不撤销的表决权委托施加更多的行政管制。

(一)Hunt案确立委托不可撤销的“附随其他利益”标准

在美国，传统的委托代理理论认为受托人是委托人人格的延伸或者反映，其行为后果直接归于委托人承担相应的法律责任，因此代理人的权利需要受到规则约束，也即委托人必须能够随时撤销委托。¹²但19世纪20年代，美国法院法官就在司法审判中曾经预想到实践中某项委托可能被设置为不可撤销。在1823年的Hunt v. Rousmanier's Administrators一案中，首席大法官马歇尔主张，如果受托人对于其所受托行使的权利所指向的标的(subject matter of the agency itself)拥有一项专属权益(a proprietary interest)，那么这种权利的委托才可能被设计为不可撤销性质的。在该案例中，马歇尔大法官首次将“附随其他权益”(coupled with an interest)标准引入了美国的权利法则。后续的司法审判中，法院都将“附随其他权益”标准运用到判定一项委托是否可以撤销。后续，大多数州的公司法在认定委托不可撤销情形时，也都要求受托人需要有独立于委托事项本身的其他利益。例如，德克萨斯州商事组织法(Business Organizations Code)第367条规定：授权委托书有效期为11个月，除非有另行规定。授权并非不可撤销，除非：(1)委托书明确不可撤销；(2)表决权委托本身附带其他安排，例如受托人作为质权人持有股权并被授权行使投票权直到债权实现。《美国标准商事公司法》(Model Business Corporation Act)第7.22节(d)款规定，当委托文件表明任命不可撤销并且该任命与一项利益相关时，委托可以是不可撤销的。与一项利益相关的任命包括任命下述人员：(1)质押权人；(2)购买或同意购买股票的人；(3)以获得任命为条件而延长债务偿还期限的公司债权人；(4)公司雇员，其雇

借款合同要求该项任命；(5)签署投票协议的一方。¹³

具体到表决权委托裁判中，不同的州法院对于附随利益的外延界定存在不同。通常债权人对于公司的财务承诺一项附随权益。例如，在Mobile & Ohio Ry. v. Nicholas一案中，一家资不抵债公司的债权人同意放弃法院关于拍卖公司资产的裁定，并同意公司重新开展业务，前提是在债权清偿前公司股东将所持公司股票表决权不可撤销地委托给债权人。同样，在查普曼诉贝茨案中，29名董事向公司垫付了款项，并在扩大公司设施方面承担了个人债务，为此公司董事们要求大多数股东通过协议向他们提供两年内不可撤销的委托书。后续，某一股东向法院主张撤销委托的议案被法院驳回：法院认为，董事们为提高公司的盈利能力做出了巨大的努力和金钱贡献，因此他们可能希望通过表决权委托获得公司控制权进而促进实现利润最大化。

(二)表决权委托的性质认定及其监管讨论

美国法院认为，不可撤销表决权委托是一种和传统可撤销委托完全不同的法律行为。¹⁴根据2006年版《代理规则重述》的表述，不可撤销表决权委托是“为了受托人或其他第三方利益而创设”并且是被用来“保障某项法律权利或者确保(对方)义务履行”。¹⁵因此，和传统的可撤销表决权委托相比，不可撤销表决权委托所产生的并非代理关系(agency relationship)；两者最重要的区别因素是，不可撤销的代理权并不为委托人的利益而存在，受托人不受委托人的意志控制，也不对受托人负有受信义务。¹⁶

因为不可撤销表决权委托导致了股东财产权和表决权的分离，受托人无法通过股票分红或股价上升等原始利益分配机制从受托表决和控制行为中获利。因此，受托人可能利用受托行为来谋取违背公司和其他股东利益的私人利益。传统委托代理规则中委托人随时可撤销、受托人需接受委托人指示等降低委托代理风险的机制，在不可撤销表决权委托中亦都不复存在。因此美国公司法学界有学者提出，需要就表决权委托另行施加一定的监管约束，包括在委托目的范围、委托权利范围、受托人行为和协议期限等方面做出一些监管限制。股东应当不被允许放弃他们所有事项的表决权，例如不允许授权受托人在公司解散、合并、出售全部资产或者公司章程修订等事宜上行使投票权，此类事项的不可撤销委托应

当被法律禁止。此外，还建议关于委托代理权如何行使的条款也应当全面披露，当代理人滥用代理权的时候，委托应当被撤销。¹⁷

五、我国表决权委托的监管应对建议

目前我国关于股东表决权委托的监管规则尚处于立法真空状态。2002年出台的《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》(2007年失效)曾经将“委托行使未注明投票意向的表决权”视为构成一致行动情形。¹⁸沪深两所于2018年4月发布的《上市公司收购及权益变动信息披露指引(征求意见稿)》明确将表决权委托双方视为一致行动人纳入监管，但该指引目前仍未正式生效。鉴于表决权委托会增加上市公司控制权不稳定因素，也会加剧公司治理中的委托代理问题，结合既有案例和前述分析，本文从信息披露和协议条款设置两个维度对表决权委托事项提出以下监管建议：

(一)表决权委托的信息披露监管建议

在信息披露维度，应要求真实、准确、完整地披露表决权委托的背景、原因和利益安排，尤其是要对表决权委托商业合理性进行充分的论证说明。上市公司大股东通过表决权委托将控制权无偿转让给他方，不符合一般的商业常识；而受托方获取公司控制权后，如果没有其他方式获取利益分配，相当于免费为他人事务进行“无因管理”，也有违理性人逻辑。美国法上关于不可撤销委托的“附随其他利益”标准实际上也是要求交易安排要回归常识，说明不可撤销委托背后的利益考虑和相关交易安排。目前已经披露的很多案例中，对于相关交易的背景和商业原因披露不够充分，难以真实判断相关交易的风险。因此，关于表决权委托的信息披露要求应回归常识，充分说明表决权委托的真实原因，具体包括：第一，委托人无偿委托的诉求或因委托换取的收益；第二，受托人接受委托的真实原因，是否因接受委托获取代理费用，或者是否通过接受委托的方式控制公司以期望获取其他利益保障；第三，前述表决权委托背后的商业目的是否会影响公司利益、是否会损害中小股东利益。对于不满足要求的信息披露，监管部门应通过监管问询、纪律处分等方式予以督促和责令改正。

对于信息披露中认定公司通过表决权委托发生控制

权变更的，要充分结合公司各股东控制的表决权数量比例、董事会改组安排、各股东委派人选、公司章程规定的决策机制以及能否保证控制权在18个月内保持稳定等因素进行分析论证。尤其关注控制权变更后如何保障控制权稳定的机制安排披露。对于认定表决权受托方(或其最终控制方)为实际控制人的，原则上必须要求实际持股数量为公司第一大股东，对于纾困情形可以放宽该项要求至表决权比例为第一大股东。

此外，对于可能发生的委托方“一权多卖”现象，应坚持“公示主义”原则。也就是说，发生委托方签署多份表决权委托协议情形的，在司法判决前，以相关方告知上市公司并依法履行信息披露告知投资者为准。根据《证券法》及《收购办法》规定，通过协议转让方式取得上市公司5%以上表决权的，权益拥有人在协议签署后应当履行相应的披露义务，违反披露义务的，36个月内不得行使表决权。控制权转让中，受让方取得的表决

权比例几乎均在5%以上，应当进行权益披露。因此，只有依法履行了信息披露义务，方可享有通过委托方式获取的表决权。如出现先后依法披露的表决权委托协议，应以先披露的为准。

对于委托期间因为增减持、达成一致行动关系等事项导致权益变动达到持股变动信息披露要求以及其他因行使表决权等事项产生的信息披露义务，应明确要求受托人和委托人对于相关信息披露事项承担连带责任，并需要保证信息披露的真实、准确、完整。

(二)表决权委托的条款内容监管建议

鉴于实践中表决权委托的条款设置齐备性不一、条款内容差别不一，这种较大的随意性构成潜在的控制权不稳定因素，因此可以参照《上市公司章程指引》的形式发布《上市公司股东表决权委托示范协议指引》，对一些关键要素要求相关方在签订委托协议时必须按照一定的监管要求予以明确约定。

(上接第27页)

参考文献：

- [1] Barney J. Firm resources and sustained competitive advantage[J]. Journal of Management, 1991, 17(1): 99-120.
- [2] Bena J, Li K. Corporate innovations and mergers and acquisitions[J]. Journal of Finance, 2014, 69(5): 1923-1960.
- [3] Biddle G C, Hilary G, Verdi R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency?[J]. Journal of Accounting and Economics, 2009, 48(2-3): 112-131.
- [4] Cefis E, Marsili O. Crossing the innovation threshold through mergers and acquisitions[J]. Research Policy, 2015, 44(3): 698-710.
- [5] Desyllas P, Hughes A. Do high technology acquirers become more innovative?[J]. Research Policy, 2010, 39(8): 1105-1121.
- [6] Hughes A, Scott Morton M S. The transforming power of complementary assets[J]. MIT Sloan Management Review, 2006, 47(4): 50-58.
- [7] Hsu P H, Tian X, Xu Y. Financial development and innovation: cross-country evidence[J]. Journal of Financial Economics, 2014, 112(1): 116-135.
- [8] Hall B H. The financing of research and development[J]. Oxford Review of Economic Policy, 2002, 18 (1): 35-51.
- [9] Hitt M A, Hoskisson R E, Johnson R A. The market for corporate control and firm innovation[J]. Academy of Management Journal, 1996, 39(5): 1084-1119.
- [10] Lerner J, Sorensen M, Stromberg P. Private equity and long-run investment: the case of innovation[J]. Journal of Finance, 2011, 66(2): 445-477.
- [11] Miller R. Do mergers and acquisitions hurt R&D?[J]. Research Management, 1990, 33(3-4): 11-15.
- [12] Philips G M, Zhdanov A. R&D and the incentives from merger and acquisition activity[J]. Review of Financial Studies, 2013, 26(1): 34-78.
- [13] Smith C L, Warner J B. Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure: comment[J]. Journal of Finance, 1979, 34(1): 247-251.
- [14] Seru A. Firm boundaries matter: evidence from conglomerates and R&D activity[J]. Journal of Financial Economics, 2014, 111(2): 381-405.
- [15] Teece D J. Profiting from technological innovation: implications for integration, collaboration, licensing and public policy[J]. Research Policy, 1986, 15(6): 285-305.
- [16] Teece D. Reflections on profiting from innovation[J]. Research Policy, 2006, 35 (8): 1131-1146.
- [17] Zhao X. Technological innovation and acquisitions[J]. Management Science, 2009, 55(7): 1170-1183.
- [18] Martynova M, Renneboog L. What determines the financing decision in corporate takeovers: cost of capital, agency problems, or the means of payment?[J]. Journal of Corporate Finance, 2009, 15(3): 290-315.
- [19] 陈玉罡, 蔡海彬, 刘子键, 程瑜. 外资并购促进了科技创新吗?[J]. 会计研究, 2015, (9): 68-73.
- [20] 韩宝山. 技术并购与创新: 文献综述及研究展望[J]. 经济管理, 2017, 39(9): 195-208.
- [21] 罗党论, 甄丽明. 民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2008, (12): 164-178.
- [22] 任曙明, 许梦洁, 王倩, 董维刚. 并购与企业研发: 对中国制造业上市公司的研究[J]. 中国工业经济, 2017, (7): 137-155.
- [23] 王艳, 阙铄. 企业文化与并购绩效[J]. 管理世界, 2014, (11): 146-157.
- [24] 万良勇, 郑小玲. 董事网络的结构洞特征与公司并购[J]. 会计研究, 2014, (5): 67-72, 95.
- [25] 徐欣, 唐清泉. 技术研发、技术引进与企业主营业务的行业变更——基于中国制造业上市公司的实证研究[J]. 金融研究, 2012, (10): 193-206.
- [26] 吴光明, 苏志文. 将跨国并购作为技术追赶的杠杆: 动态能力视角[J]. 管理世界, 2014, (4): 146-164.
- [27] 张峥, 聂思. 中国制造业上市公司并购创新绩效研究[J]. 科研管理, 2016, 37(4): 36-42.

第一，明确涉及控制权变更的表决权委托期限。参照《证券法》第75条“收购人持有的被收购的上市公司的股票，在收购行为完成后的十八个月内不得转让”，以保证上市公司控制权稳定性的这一立法精神，表决权委托的期限应不低于18个月，且在18个月内，双方不得协议解除，委托方不得转让相关股权，受托方也不得转委托。18个月内，委托方转让股权的，不影响表决权委托的效力。

对于未明确约定表决权委托期限的，表决权委托的期限应不少于18个月；对于提前解除表决权委托协议的，解除前表决权委托协议的生效时间应超过18个月，且应当在解除前3个月内(或合理期间内)通知上市公司并予以公告，据以保护中小股东的信赖利益。对于委托期内，在标的股份上设置质押等权利担保物权的，要求向担保权人充分说明标的股份已被质押的情况，并承诺在行使担保物权处分标的股份时需向受让方明确表决权委托情况并在委托期限内继续有效。委托期限内因继承等原因导致股份转移的，不影响表决权委托效力。

第二，明确上市公司实际控制人在IPO后36个月内，收购人及其一致行动人在取得控制权后18个月内不得进行涉及控制权变更的表决权委托。目前上市公司监管规则体系中减持限售构成一项重要的监管约束。这些限售规则，有的旨在防范窗口内幕交易，有的则旨在保障控制权稳定。表决权委托因为不涉及财产权益，主要效果在于影响公司的控制权。而《证券法》及《上市公司

收购管理办法》关于收购方于收购后18个月内不得转让股份的规定，沪深两市上市规则关于实际控制人应当承诺在IPO后36个月内不得转让股份的规定，其立法本意即在维持控制权的稳定性。因此，遵循立法目的解释，应当明确要求上市公司实际控制人在IPO后36个月内、收购人及其一致行动人在取得控制权后18个月内不得进行涉及控制权变更的表决权委托。

第三，明确受托方和委托方之间原则上构成一致行动关系，且同一持股主体不得进行部分表决权委托。首先，从受托人角度而言，无论是其自身所持股份还是受托的股份，都是按照其意志控制并独立行使表决权，因此理论上受托人应当就两部分股份统一行使表决权，客观上构成一致行动效果，应当接受一致行动监管规则的约束，避免存在监管套利空间。其次，受托方与委托方之间构成一致行动，双方应当在表决权行使上保持一致，如果允许部分委托，将会导致受托人与委托人可能在同一次股东大会上就相同事项投票结果不同，这与一致行动之间存在逻辑矛盾。最后，目前在A股市场上，除两融、存托凭证、沪伦通等特殊业务情形，尚不存在通常的表决权分割行使机制，每一位股东只能就特定事项统一行使一次表决权。如果进行部分表决权委托，其所持股份也不得部分投反对票，部分投赞成票，只能统一行使。因此应明确要求股东不得进行部分表决权委托，只能进行全部委托。 ■

注释

1. 参见法经笔记。A股表决权委托的实证考察：基于2010—2018年的案例[EB/OL]. [2019-07-25]. <http://www.jintiankansha.me/t/6z8qXw9CcJ>.
2. Restatement of Contracts 1932, s.569.
3. New York Business, Corporation Law 2003, s.609(e).
4. Schreiber v. Carney 447 A. 2d 17(1982).
5. See Goshen Z, Squire R. Principal costs: a new theory for corporate law and governance[J]. Columbia Law Review, 2017, (117): 771-829.
6. See Rohrlich C. Law and practice: corporate control[M]. 2nd ed. Beard Books Press, 1933: 69.
7. 《民法通则》第58条、59条；《合同法》第52条、54条。
8. 参见梁上上。股东表决权：公司所有与公司控制的连接点[J]. 中国法学, 2005, (3): 110-121.
9. 参见蒋学跃。上市公司表决权委托问题研究[J]. 证券市场导报, 2018, (5): 64-73.
10. 参见焦福刚。扒下表决权委托的马甲[EB/OL]. [2019-07-25]. <http://www.eeo.com.cn/2019/0218/347952.shtml>.
11. 参见沈诚敏、陈伟、朱意桦。上市公司协议收购：趋严监管下的表决权委托[EB/OL]. [2019-07-25]. <https://www.kwm.com/zh/cn/knowledge/insights/the-agreement-of-listed-company-takeover-20181008>.

com/zh/cn/knowledge/insights/the-agreement-of-listed-company-takeover-20181008.

12. See Reynolds F. When is an agent's authority irrevocable?[M]// Cranston R. Making commercial law: essays in honor of Roy Goode. Oxford: Clarendon Press, 1997: 249-259.

13. 参见沈四宝。最新美国标准公司法[M]. 北京：北京大学出版社, 2006: 73.

14. Whitely v. Moravec 635 F3d 308(2011).

15. Restatement (Third) of Agency 2006, s.3.12.

16. See Rutledge T E. In delectus personae and proxies[J]. Journal of Passthrough Entities, 2011, (July-August): 57-58.

17. See Ballantine H. Corporations: voting trusts and irrevocable proxies[J]. California Law Review, 1948, (36): 281-284.

18. 《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》(2002年发布, 2007年失效)第9条：一致行动人是指通过协议、合作、关联方关系等合法途径扩大其对一个上市公司股份的控制比例，或者巩固其对上市公司的控制地位，在行使上市公司表决权时采取相同意思表示的两个以上的自然人、法人或者其他组织。前款所称采取相同意思表示的情形包括共同提案、共同推荐董事、委托行使未注明投票意向的表决权等情形；但是公开征集投票代理权的除外。