

上市公司控制权交易下表决权委托问题研究

普 峰*

摘 要:在上市公司控制权交易中,表决权委托基于操作简单且交易成本低的优势,已成为常见交易方式,但表决权委托自身具有委托代理属性,而委托代理中的“任意解除权”影响表决权委托的稳定性,并且实践中表决权委托的滥用对上市公司实际控制人的认定及其控制权的稳定形成了严重挑战,监管机构通过加强表决权委托信息披露标准、将其纳入一致行动人范围的方式对其进行规制,以促使其回归合理适用范围。

关键词:上市公司控制权 表决权委托 任意解除权 一致行动人

2018年以来,受去杠杆、银行信贷资金收紧等经济政策影响,上市公司及其控股股东都普遍经历了较严重的资金危机,在上市公司市值严重缩水的同时,上市公司控制权交易近年异常活跃。而在上市公司控制权交易中,表决权委托基于其操作简便且交易成本较低,已经成为上市公司控制权交易中常见的交易方式,特别是“协议转让+表决权委托”方式越来越受到收购方的青睐。但表决权委托作为近年来新兴的交易方式,监管机构未对其作出明确监管规定,在实践中容易发生规避上市公司实际控制人认定、影响上市公司控制权稳定等问题,进而危害广大中小投资者权益,并对监管形成较大挑战。笔者结合以往经办的多起上市公司控制权交易项目经验,对该表决权委托问题进行研究分析,以理清其监管思路。

* 国浩律师(天津)事务所律师,天津市律师协会金融专业委员会委员。

一、表决权委托的发生情形

笔者通过巨潮资讯网查询了沪深两市 50 余家上市公司在 2019 年全年公布的 107 项有关“表决权委托”的公告,表决权委托主要发生在以下几种情形。

(一) 配合协议转让,实现控制权变更

在上市公司控制权交易过程中,收购方为实现对上市公司的有效控制,往往在成本可控的前提下收购更多的上市公司流通股,进而成为上市公司第一大股东或控股股东。但基于我国法律法规及证监会、证券交易所关于上市公司股份减持的种种限制规定(包括首发限售承诺、董监高任职期间/离任期间限售、定增限售承诺等),而表决权委托的出现,使收购方可以通过在股票表决权层面获得委托授权方式,间接实现对上市公司的有效控制。如思美传媒(002712)、众应互联(002464)、东方园林(002310)、合众思壮(002383)、赛福天(603028)、东方网力(300367)等,均是通过“协议转让+表决权委托”方式实现控制权变更。部分案例通过“先股份转让+后表决权委托”方式实现控制权变更,如棕榈股份(002431)、红日药业(300026)、金明精机(300281)等。

(二) 提前锁定标的股票

在上市公司控制权交易中,部分标的股票存在被质押、冻结、限制转让以及收购方资金无法全部收购标的股票的情形,收购方在取得出让方部分的股份后,对其剩余的无法转让股份通过表决权委托方式予以提前锁定,并约定收购方享有优先购买权,即出让方在对外转让其已进行表决权委托的股票时,同等条件下收购方享有优先购买权,或是直接在股份转让协议中约定进行远期交割,如 ST 索菱(002766)、软控股份(002073)、慈文传媒(002343)等。

(三) 巩固控股股东与实际控制人的控制权

部分上市公司存在股权较为分散,且第一大股东持股比例较低,容易出现被恶意收购的风险,进而影响控股股东与实际控制人对上市公司的有效控制,而通过表决权委托方式,可以实现巩固控股股东与实际控制人对上市公司的控制权。例如,吉林化纤(000420)于 2019 年 5 月 30 日发布公告称,在该次交易前,化纤集团持有上市公司 19.37% 股份。根据股东签署的《一致行动协议》和《表决权委托协议》,在本次交易后,化纤集团及其一致行动人持有上市公司 20.48% 的股份。公司控股股东和实际控

制人均未发生变更,《一致行动协议》和《表决权委托协议》签署有利于巩固吉林市国资委对上市公司的控制权,对上市公司生产经营无重大不利影响。

(四)解决同业竞争问题

上市公司在首次公开发行并上市时,如存在无法短期解决的同业竞争问题,往往需要其控股股东出具相关解决同业竞争的承诺函,并限期予以解决,以保证上市公司持续经营能力不受控股股东存在的同业竞争问题影响。而解决同业竞争的常见措施就是将竞争企业注入上市公司、将竞争企业注销或将竞争企业的股权对外转让给无关联第三方,而表决权委托可以起到股权转让的类似效果。例如,吉祥航空(603885)于2019年10月31日发布公告称,上市公司控股股东均瑶集团及其全资子公司吉道航公司将其持有的东方航空900,873,005股股份所对应的全部表决权委托给公司行使,以履行均瑶集团在《避免同业竞争承诺函》中所作的承诺,从而尽量避免与吉祥航空形成潜在同业竞争。

二、表决权委托与“任意解除权”

(一)表决权委托的法律关系

在探究表决权委托与“任意解除权”的关系前,需要事先明确表决权委托自身的法律关系。基于我国公司法对于股东权利的设置,股东享有资产收益、参与重大决策和选择管理的权利,主要体现为财产权与表决权。基于股东身份享有的财产权,股东对其进行权利处置,如对外转让、设置质押等,已有明确的法律规制并经司法实践确认,此处不再赘述。而股东对其表决权的处置,主要包括对表决权转让与表决权委托,表决权转让在我国法律体系下未有明确规定,如允许进行表决权转让则会直接出现股东财产权与表决权不对等,进而出现同股不同权的情形出现,有违我国公司法同股同权的立法精神,因为如果持有较少股票的股东拥有了明显高于其正常享有的表决权比例,就会产生高昂的代理成本,且易引发道德风险,进而对其他普通股股东特别是中小股东权益造成不利影响。尽管当前科创板允许设置差异化表决安排的企业上市,但该制度设计主要是为解决科创企业创始人因多轮股权融资而导致的控制权被逐步稀释问题,要兼顾效率与公平,因此在该制度设计下对主体准入资格、表决权范围、后续变动设置等方面均设置了严格条件,以保障普通表决权股东的合法权益。因此,表决权转让在我国现行法律规则下不具有合法身份,在上市公司控制权交易下

不具备可操作性。

在前述分析基础上再来看表决权委托,我国《公司法》第106条、《上市公司章程指引》第59条、第62条等均明确规定了股东可以亲自出席股东大会,也可以委托代理人代为出席和表决,且可约定代理人是否可以按意思表决。仅就表决权委托一般含义与《公司法》相关规定,可以直接适用《合同法》第二十一章委托合同的规定,即表决权委托适用委托代理法律关系。但在上市公司控制权交易的背景下,收购方取得表决权委托的目的系对上市公司形成有效控制,需要保障收购方对该部分委托股票表决权的有效行使,双方在表决权委托协议中,除常规交易主体、委托权利范围等条款外,往往还特别约定并强调表决权委托的不可撤销性、由受托人根据自身意志行使表决权,并在委托期限条款上设置了较长甚至不固定期限,^①即将在《公司法》项下为便于股东行使表决权而规定的临时性代理投票制度给常态化、固定化了。^②也正基于此,有些学者认为,表决权委托不属于民法上的委托代理法律关系,并认为表决权委托只是借用了“委托”一词,其实质是表决权转让行为。^③

笔者认为,传统民法意义上的委托代理,主要系基于委托人与受托人的信任关系,由受托人根据委托人的指示处理委托事务。而在上市公司控制权交易背景下的表决权委托,基于其特有的不可撤销性、依据受托人意志处理委托事务、委托期限较长或不固定等属性,对传统委托代理法律关系形成了新的挑战。但传统民法意义上的委托代理合同,在实践中同样存在上述特点,即双方以约定方式排除委托合同的任意解除权、全权委托受托人处理一切事务、委托期限灵活设置等情形,并且存在委托合同要素和与其他合同要素共同构成一个无名合同的情形,因此,笔者认为表决权委托或表决权委托合同项下的委托要素未突破传统的委托代理关系,仍应适用民法上的委托代理法律关系。

(二)表决权委托是否适用我国《合同法》第410条“任意解除权”

在上市公司控制权交易的案例中,绝大多数的表决权委托合同中均明确约定了委托方不得单方解除或撤销委托,仅部分案例中约定了在特定情形下一方可解除或

^① 合众思壮(002383)在2019年6月28日披露关于公司控股股东签订《股份转让协议》《不可撤销的表决权委托协议》《股份转让意向协议》《公司实际控制人拟发生变更的提示性公告》中称:“委托期限自本协议生效之日起至乙方持有的上市公司股份数量超过甲方,且能够维持乙方作为上市公司控股股东地位之日止。”载巨潮资讯网:<http://static.cninfo.com.cn/finalpage/2019-06-28/1206402702.PDF>,最后访问日期:2020年1月16日。

^② 参见赵笏阳:《表决权委托:上市公司股东该怎么用》,载《董事会》2018年第12期。

^③ 参见蒋学跃:《上市公司表决权委托问题研究》,载《证券市场导报》2018年第5期。

撤销委托。^①但基于上文分析,表决权委托合同中的委托要素适用民法上的委托代理法律关系,而我国《合同法》第410条明确规定了委托人或受托人可以随时解除委托合同,享有任意解除权,双方能否在表决权委托合同中经合意排除该任意解除权,理论与实践均存在一定争议。

持肯定观点的学者认为,在有偿委托情形下,当事人除信赖关系外还有其他利益关系,为保护这种利益关系而通过合意限制任意解除权,出于尊重意思自治考虑应当认定这种限制原则上有效,除非这种限制有违公序良俗,或者出现了不得不解除合同的情形,^②已有最高人民法院的判例认可了任意解除权可以基于合同当事人的合意予以排除;^③而持否定观点的学者认为,无论是有偿还是无偿,还是其他何种情况,法定任意解除权都不可以通过约定抛弃,因为任意解除权规定是强制性规范,并且区分有偿无偿而定约定抛弃法定任意解除权效力的有无与我国现行立法不符,^④部分地方法院判例对此亦予以确认。^⑤

笔者认为,我国《合同法》第410条对任意解除权的设定有其特定的历史背景,主要约束民事领域经常发生的无偿性委托代理活动,且主要基于委托人与受托人的信任关系,立法价值取向上更侧重于公平优先,并追求民事法律行为结果的公平。但在商事活动日益活跃的当下,信任已不是商事主体决定进行委托代理的唯一要素,同时要考虑交易双方资金实力、业务资源等多种要素,并在此基础上由商事主体之间基于合意建立委托代理关系,需要对发起于民事代理中的任意解除权作出合理限制,其不应在商事委托中直接适用,而需要在效率与公平之间找到平衡。特别是在上市公司控制权交易中,交易双方均系平等商事主体,相较民事主体对自身权益处置有着更高

^① 红日药业(300026)在2019年1月22日披露的《关于股东签署表决权委托协议暨控股股东、实际控制人拟发生变更的公告》中称:“若出现如下情况,经姚小青书面通知,表决权委托提前终止:(1)兴城集团出现严重违法、违规及违反上市公司章程规定的行为;(2)兴城集团出现严重损害上市公司利益的行为。”载巨潮资讯网:<http://static.cninfo.com.cn/finalpage/2019-01-22/1205786513.PDF>,最后访问日期:2019年12月26日。

^② 参见崔建远、龙俊:《委托合同的任意解除权及其限制——“上海盘起诉盘起工业案”判决的评释》,载《法学研究》2008年第6期。

^③ 参见“湖南康帅房地产开发有限公司、深圳天鹭投资策划有限公司与湖南康帅房地产开发有限公司、深圳天鹭投资策划有限公司委托合同纠纷申请再审案”[最高人民法院(2015)民申字第990号],载Alpha案例库:<https://alpha.lawyer.cn/#/app/tool/result/%5B%5D,%7D/detail/afd96b92fa2ba699b197d0735cab934f?queryId=ae58f655e98e11e9bd8a7cd30ae48328>,最后访问日期:2020年1月31日。

^④ 参见蔡恒、骆电:《我国合同法上任意解除权的理解与适用》,载《法律适用》2014年第12期。

^⑤ 参见“张a诉上海A有限公司委托合同纠纷案”,(2007)闵民二(商)初字第1535号,载Alpha案例库:<https://alpha.lawyer.cn/#/app/tool/result/%7B%5B%5D,%7D/detail/1C5B0DD5B20EC4FEC73BC403E99A294C?queryId=394914c73a6c11ea8c5f7cd30abdaa36>,最后访问日期:2020年1月10日。

的注意义务与责任,在双方经合意排除该任意解除权时,基于利益分配与风险控制理念,交易双方已经对排除后果有了清晰的判断与认知,特别是在这一过程中,受托方基于对委托代理合同稳定性的预期,将投入资源与精力来行使对上市公司的控制权,涉及受托方自身较大经济利益,如允许委托方行使任意解除权,将对受托方权益造成实质影响,对其显失公平,也会严重影响商事活动交易秩序与稳定性,进而影响商事效率。因此,笔者认为,在上市公司控制权交易活动中,双方有权在表决权委托合同中经合意排除适用任意解除权,但同时要考虑基于委托代理具有人身信任属性,在司法案例中存在被认定不适于强制履行情形,^①此时若委托方违约解除委托权并给受托方造成损失的,其应承担相应违约责任。

三、表决权委托带来的监管问题

在上市公司控制权交易中,尽管采用无固定期限且不可撤销的表决权委托有规避股票限售的嫌疑,但更主要的问题是其规避了实际控制人认定、影响了上市公司控制权稳定,这给监管带来了新挑战。

(一) 规避实际控制人的认定问题

基于实际控制人对上市公司的有效控制,我国现行的证券监管体系一直注重从源头上对上市公司实际控制人进行有效监管,包括企业上市前关于实际控制人的认定及报告期内的变动情况,上市后涉及的控制权变更事项,以及重大资产重组中对实际控制权的影响,都要受到监管的严格要求与限制。但表决权委托的出现,使实际控制人的变动愈加频繁,例如,ST安通于2019年7月27日披露了《关于控股股东委托股票表决权暨公司控制权发生变动的公告》,公告显示“公司控股股东、实际控制人郭某泽与诚通湖岸签署了《关于安通控股股份有限公司29.99%股份之表决权委托协议》,签署后实际控制人将由郭某泽变更为张某某”。但仅过了1个交易日,ST安通又于2019年7月30日披露了《关于控股股东签署表决权委托协议之补充协议暨公司控制权未发生变动的公告》,该公告显示“补充协议对表决权委托事项作了进一步的明确,郭某泽和郭某圣(作为一致行动人)对公司董事会成员任免、公司业务经营重

^① 参见“陈某与李某委托合同纠纷案”,北京市第一中级人民法院(2017)京01民终4548号,载中国裁判文书网:<http://wenshu.court.gov.cn/website/wenshu/181107ANFZ0BXSK4/index.html?docId=64120182b9ad49f4a757a8580011af97>,最后访问日期:2020年1月19日。

大事项仍拥有控制权,补充协议签署后,公司控制权未发生变更”。这一案例具有较强代表性,仅隔1个交易日,通过表决权委托补充协议的签署,上市公司对自身实际控制人的认定出现了两种截然相反的判断,这也引起了监管的高度关注,上述两次公告当天均收到了交易所问询函。通过该案例可以看出,表决权委托对上市公司实际控制人的认定影响较大,当事人通过表决权委托方式即可轻松变更实际控制人,导致监管机构对实际控制人的监管目标难以实现。

(二) 影响上市公司控制权的稳定

表决权委托系建立在委托人与受托人之间的合同之债,不涉及表决权所依附股票的物权变动,使其具备控制权交易灵活性的同时,又具有较强的不稳定性。仅在2019年就有圣阳股份(002580)、中天能源(600856)、东晶电子(002199)、初灵信息(300250)、长方集团(300301)、ST椰岛(600238)、*ST东网(002175)、ST中南(002445)等多家上市公司披露了解除表决权委托协议公告,其中,圣阳股份(002580)、中天能源(600856)、东晶电子(002199)的解除行为均直接导致了公司实际控制人发生变动。特别是基于表决权委托的相对性与不稳定性,部分委托人存在重复委托、任意解除表决权情形,如ST云网(002306)“一权二授”、^①*ST准油(002207)“单方撤销授权”等。其中以*ST准油(002207)为例,其因解除表决权委托引发的控制权纠纷,公司在《2017年半年度报告》中直接披露了控制权归属风险。^②上述因表决权委托产生的系列问题将导致上市公司控制权处于不稳定状态,并将进一步影响广大中小股东的合法权益。

四、监管思路

针对上述表决权委托所带来的监管问题与挑战,同时考虑表决权委托存在的现实意义,应在认可其法律效力的同时给予合理规制。在此背景下,沪深证券交易所分别于2018年4月出台《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引(征求意见稿

^① 参见周佳玉:《表决权代理中的小股东权益保护:一个法经济学视角》,载《商业经济》2019年第7期。

^② *ST准油于2017年8月25日公告的《2017年半年度报告》中称:“2017年6月2日,公司收到股东创越集团和秦勇的《告知函》及相关文件6份,创越集团和秦勇单方面提出‘收回委托给国浩科技的全部表决权并依法行使相应的股东权利’,但因创越集团和秦勇尚未与国浩科技签署解除《表决权委托协议》和《合作框架协议》的协议,公司无法对其法律后果作出判断,未来可能存在法律纠纷,股东表决权和公司实际控制权归属存在较大的不确定性。”载巨潮资讯网:<http://static.cninfo.com.cn/finalpage/2017-08-25/1203866265.PDF>,最后访问日期:2020年1月26日。

稿)》[以下简称《信披指引(征求意见稿)》]将表决权委托正式纳入监管范围,尽管该指引至今尚未正式生效,但这已经反映出证券交易所通过加强信息披露标准、认定委托双方为一致行动人的监管方式,降低了表决权委托产生的潜在纠纷,以稳定上市公司控制权的监管思路与意图。具体分析如下。

(一) 强化信息披露要求

在现行涉及上市公司权益变动的法律规则中,关于投资者在上市公司享有股东权益认定标准,一般是以“名义持有+实际支配表决权”的股份来进行认定。随着以表决权委托方式进行权益变动的交易活动增多,基于表决权委托产生的法律关系稳定性与权利独立性问题日益突出,而现行披露规则对此尚无特殊披露要求,导致了现行信息披露要求与表决权委托这一新型交易模式不匹配、权益变动披露信息的随意性较大等问题。沪深证券交易所出台的《信披指引(征求意见稿)》对此均进行了明确规定,要求通过表决权委托方式获得上市控制权的投资者,强制披露委托权限、委托期限、委托解除条件及委托合同其他主要条款,并充分提示上市公司控制权不稳定性的风险等,即通过强化信息披露要求的方式,充分向公众及广大中小投资者披露表决权委托所涉及的交易要点,以应对表决权委托带来的信息披露问题与挑战。

(二) 扩大一致行动人适用范围

针对采用表决权委托来规避实际控制人认定问题,现行《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购管理办法》)第 83 条关于构成一致行动人的 12 种情形中未明确包含表决权委托,该条仅在第 12 种情形中作了“投资者之间具有其他关联关系”的兜底规定,无法对上市公司控制权交易的收购方进行有效约束,而如果扩大一致行动人适用范围,将受托人纳入一致行动人范围进行监管,以委托人与受托人合并计算的权益作为确认控制权的依据,则可对收购方形成有效约束。在此背景下,本次沪深证券交易所出台的《信披指引(征求意见稿)》均明确约定了表决权委托的委托人与受托人为一致行动人,尽管该指引尚未正式生效实施,但自其发布后,天海防务(300008)、皖通科技(002331)、世纪鼎利(300050)等多家上市公司在涉及表决权委托公告中均称,因表决权委托事项,受托人与委托人构成一致行动关系;仅有部分上市公司基于《信披指引(征求意见稿)》尚未生效,直接依据现行《收购管理办法》第 83 条规定认为表决权委托不构成一致行动关系,如山河智能(002097)。此外,针对基于表决权委托构成一致行动关系进而触发《收购管理办法》下的强制要约义务问题,市场上对此已有应对的交易方式,即采用“股权转让+表决权委托+表决权放弃承诺”方式,如思

美传媒(002712),公司原实际控制人朱某某通过股权转让与表决权委托方式已使收购方持有上市公司 29.99% 的表决权,但原实控人朱某某仍持有公司 9.27% 的股权,如继续转让或增加表决权委托数量,则收购方与原实际控制人因表决权委托而可能被视为一致行动人,进而会触发要约收购,但原实际控制人朱某某就其持有的剩余股权作出了放弃表决权承诺,即便双方被认定为一致行动人,但通过放弃部分表决权承诺的方式,其合计持有的表决权数量未超过 30%,以避免触发要约收购,该项控制权交易已于 2019 年 10 月公告完成。但是,这一新型模式同样受到监管的高度关注,类似表决权放弃的案例中监管方面主要集中问询了放弃表决权行为的原因、是否具备法律效力、是否设置恢复条件等,在控制权交易中引入表决权放弃模式的持续性与可复制性值得进一步关注与思考。

综上所述,随着上述《信披指引(征求意见稿)》的正式生效,在上市公司控制权交易下,收购方作为表决权委托中的受托人,同时,其作为委托人的一致行动人,交易双方将承担更多的信披义务与责任,特别是可能会造成即便受托人实际控制的表决权数量低于 30%,但基于一致行动关系要合并计算委托人剩余的表决权数量,进而触发强制要约收购义务的情况,尽管已有表决权放弃等新型交易模式以规避要约收购,但在监管机构的高度关注下,同样会加大收购方的收购成本。这会促使收购方在控制权交易前就审慎考虑表决权委托的可行性以及对交易结构的整体影响,进而防止表决权委托滥用,使其回归合理适用范围。