

## 论上市公司股东代理权征集滥用的规制 ——以新《证券法》第 90 条为对象

董新义\*

---

**内容提要：**股东代理权征集对上市公司治理具有“双刃剑”的作用，其优势与弊端共存的特性使其更需严格规制以防止被滥用。从法理层面进行分析、并结合以往征集投票权实践所暴露的问题可知，新《证券法》第 90 条相比以前法律规范虽有重大进步，但仍存在对代理权征集滥用规制的不足。可以运用代理人道德风险理论、信义义务理论解释和规制代理权征集滥用行为。分析新《证券法》第 90 条规定可知，对征集人资格、条件和行使权利程序规定的不足，对征集过程中信息披露和违法征集损害赔偿等事项的粗放式规定都可能带来代理权征集的滥用。为了更有效地规制代理权征集滥用行为，应从限缩征集人资格和条件、确立代理权征集决策程序的内部控制机制、强制披露包括征集目的在内的法定信息披露制度和差异化信息披露制度、实施证券“看门人”见证制度等入手，进一步完善新《证券法》第 90 条规定和加强对代理权征集滥用的规制。

**关键词：**股东代理权征集 征集投票权 征集目的 信息披露

---

### 一、引言

股东代理权征集是证券法领域一个老生常谈的话题。2019 年 12 月 28 日修订通过的《证券法》（若无特别说明，以下出现的《证券法》均指 2019 年修订的《证券法》）以基本法律形式确立了股东代理权征集制度，使其再度成为证券法研究的一个热点。长期以来，在我国学界和实务界，股东代理权征集多被称为“投票权征集”或“征集投票权”，但依据《证券法》第 90 条规定，由于征集人征集的并不限于投票权（表决权），还包括提案权等股东权利，故今后我国宜统

---

\* 董新义，中央财经大学法学院副教授。

本文为中央财经大学“人工智能和金融科技相关法律政策研究”项目的阶段成果。

一使用“股东代理权征集”（以下本文简称“代理权征集”），而不是“征集投票权”等其他概念。<sup>〔1〕</sup>对于代理权征集的定义，依据《证券法》第90条规定<sup>〔2〕</sup>可知，代理权征集是指当上市公司的股东由于某种原因不能或不愿出席股东大会，亦未选任适当代理人行使其股东权利时，上市公司董事会、独立董事、持有一定份额的股东以及投资者保护机构，自行或委托证券机构或证券服务机构，将记载必要事项的空白授权委托书交付公司股东，在股东同意授权的情况下代理该股东行使其委托授权范围内的股东权利的行为。

从制度起源来看，代理权征集制度主要是基于保护中小投资者利益和提高上市公司治理水平的目的而诞生的。一般来讲，代理权征集机制通过集中分散的中小股东的投票权，能够缓和股东之间存在的集体行动问题，<sup>〔3〕</sup>有助于中小股东“抱团”维护自己利益，<sup>〔4〕</sup>有利于改变上市公司股东大会的“空壳化”现象，<sup>〔5〕</sup>是提高上市公司治理成效的“利器”，所以多数国家在本国证券法律中都确立了代理权征集制度。但正如“硬币具有两面”一样，代理权征集制度也可能被滥用。从国内外大量案例来看，代理权征集有可能成为大股东或控股股东攫取控制权私利、侵害其他股东权益的手段。有学者研究指出，与代理权征集机制缓和了股东集体行动困境而带来的不确定、难以测量的收益相比，征集者因其拥有的投票权与其剩余索取权并不匹配而产生代理问题却是确定的，并且以控制权的私人收益形式表现出来，从而得出代理权征集机制的负面效应是很大的，在立法上应对其进行严格限制。<sup>〔6〕</sup>因此，对代理权征集的规范和监管就成为各国完善股东大会制度、改进上市公司治理、保护中小股东权益、约束控股股东攫取控制权私利的一项重要内容。

对于代理权征集的功能和价值以及对其滥用规制的重要性，哈佛大学路易斯·罗斯教授（Louis Loss）做出了最完整的论述：随着公司证券的广为发行以及随之而来的公司所有权与管理权的分离，股东大会的整个意义完全取决于投票委托书征集制度。这一制度已经成为决定我们经济体制良好与否的至关重要的力量，如不进行监管，它将助长管理层地位的永不动摇和管理层的不负责任；如适当规制，则可能成为挽救现代公司制度的利器。<sup>〔7〕</sup>可见，从学术研究来看，对

〔1〕 需要特别予以说明的是，由于我国学界和实务界之前的研究成果中多使用“征集投票权”“投票权征集”“投票权代理征集”“征求委托书”等术语，因此，为保持原研究成果的原貌，本文中混用“投票权征集”“征集投票权”和“征集代理权”等概念，均为同种含义使用，并非术语不统一，请读者予以注意。

〔2〕 《证券法》第90条规定：“上市公司董事会、独立董事、持有百分之一以上有表决权股份的股东或者依照法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构的规定设立的投资者保护机构（以下简称投资者保护机构），可以作为征集人，自行或者委托证券公司、证券服务机构，公开请求上市公司股东委托其代为出席股东大会，并代为行使提案权、表决权等股东权利。依照前款规定征集股东权利的，征集人应当披露征集文件，上市公司应当予以配合。禁止以有偿或者变相有偿的方式公开征集股东权利。公开征集股东权利违反法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构有关规定，导致上市公司或者其股东遭受损失的，应当依法承担赔偿责任。”

〔3〕 参见陈明添、张学文：《股东投票代理权征集制度的效用——法经济学分析》，载《东南学术》2005年第2期。

〔4〕 中小股东通过征集投票权后，获得委托代理行使投票权实现“抱团”，对股东大会决议施加影响。例如现代投资（000900）2012年第一次临时股东大会上，大股东因关联交易回避表决，中小股东的共同反对致使重大资产重组方案未获三分之二以上同意通过，而相同情形下的可立克（002782）董事会就《关于受让及增资湖南中车时代电动汽车股份有限公司股份暨关联交易的议案》征集投票的案例中，回避表决的关联股东持股比例达75%，董事会所征集的投票权虽只占公司总股份的0.2239%，但占出席股东大会所持有表决权的股份总数的78.72%，就能决定股东大会的表决结果。

〔5〕 日本学者奥村宏认为，随着上市公司股权的日益分散，股东对公司的控制力日益减弱，中小股东对出席股东大会主张自身权利逐步失去信心，股东投票权利不被重视、股东大会空壳化似乎成为一种全球倾向。参见〔日〕奥村宏：《股份制向何处去——法人资本主义的命运》，张承耀译，中国计划出版社1996年版，第131页。

〔6〕 参见前引〔3〕，陈明添、张学文文。

〔7〕 See Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation*, Little Brown&Co., 1988, p. 450.

于代理权征集制度，除了要研究其积极功能和价值，也要积极研究对代理权征集滥用的规制。

在我国，从20世纪90年代中叶起至今，随着代理权征集规范（当时法律规范多称“征集投票权”或“投票权征集”）的出台以及上市公司实践的增加，学界和实务界对投票权征集的相关研究就未曾中断过，亦产生了大量的研究成果。但这些研究成果的视角均集中于如何更好行使投票权征集，以更好保护中小投资者利益和加强上市公司治理，对代理权征集滥用的规制却鲜有研究。本次《证券法》将代理权征集制度安排于第六章“投资者保护”之中，立法意图显而易见，笔者也完全认同代理权征集制度的积极功能和价值。但笔者更想强调的是，一个制度往往是一把“双刃剑”，因此我们须保持谨慎乐观的态度，在赋予权利的同时也应警戒权利的滥用。一个完美的代理权征集制度应当同时包括“代理权征集的保障”以及“滥用规制”两个方面，二者相辅相成，不可偏废。鉴于有关代理权征集积极功能和价值的研究不胜枚举，本文不再赘述，仅以《证券法》第90条之代理权征集规定为研究对象，以代理权征集滥用的规制为研究目标，通过分析代理权征集滥用的规制法理，结合规制不足在实践中导致的问题，以征集人资格、条件和内部控制程序以及信息披露等为抓手，完善代理权征集滥用的规制体系，以为证券法制度建设贡献绵薄之力。

## 二、代理权征集滥用应受规制的理论检视

### （一）代理人风险控制理论

在代理权征集中，征集人通过公开征集，发出股东委托代理行使股东权的要约，一旦股东接受要约并出具委托书即为承诺，双方委托关系即成立。可见，从私法关系分析，代理权征集仍属于委托代理关系范畴，因此民法上委托代理的一般理论同样适用于代理权征集。“委托书征集，源于民法上的代理理论，是指公司及公司外的人将记载有必要事项的空白委托书交付于公司股东，劝说股东选任自己或者第三人代理其行使表决权的商事行为。”〔8〕如前所述，尽管各国（地区）学界和实务界对代理权征集的称谓不一，〔9〕但从本质来讲，代理权征集制度是指上市公司或公众公司的征集主体，通过劝说股东授予其代理权，由征集人在股东大会上代为行使股东权的法律制度，是股东权与代理制度相结合的产物。

“在代理权征集成功后，征集人（被指定为代理人）代表被征集人（其他股东、被指定为委托人）行动，他们之间就产生了一种代理关系。”〔10〕即征集人（代理人）通过征集行为取得股东（被代理人）代理权的授权，代为行使提案权、表决权等股东权。代理制度之最初价值在于本人行为能力的扩张，投票代理权比投票权本身更具有实质意义。〔11〕但在股东或他人借助代理机制代行表决权，从而对现行管理层施加压力和影响方面，投票机制比表决权本身更具有实际意义，这也是阻止股东大会日益流于形式的重要法律手段。〔12〕

〔8〕 梁上上：《论股东表决权——以公司控制权争夺为中心展开》，法律出版社2005年版，第190页。

〔9〕 “代理权征集”在美国被称为“委托书竞争”（proxy contests）或“委托书大战”（proxy fights），在韩国被称为“表决权代理行使之劝诱”，在中国台湾地区则被称为“征求委托书”，这些说法没有本质上的区别，只是写作人的翻译及习惯不同而已。

〔10〕 汪青松：《股份公司股东异质化法律问题研究》，光明日报出版社2011年版，第16页。

〔11〕 参见江平主编：《新编公司法教程》，法律出版社2003年版，第206页。

〔12〕 参见梅慎实：《现代公司机关权力构造论——公司治理结构的法律分析》，中国政法大学出版社1996年版，第126页。

但事实上,公司经营者(董事会、独立董事)与公司或股东之间、大股东与中小股东之间却存在着利益异质性,征集人(代理人)和股东(被代理人)还会出现目标不一致的问题,作为被代理人的股东的目标是获得最大的剩余价值,而征集人的目标是使自己利益最大化。而且在信息不完全和不对称的情况下,由于代理权征集是征集人通过公开程序劝诱其他股东授予其代理权,其他股东是在知悉披露信息、受到征集人的影响之后才做出是否授予征集人代理权的意思表示的,如果征集人滥用代理权征集,做出欺诈、误导等恶意征集行为,被征集人股东就容易做出意思表示不真实的授权委托。由于征集是公开进行的,其危害的是公众投资者。另外,征集人还存在利用提案权、投票权等股东权的代理行使,干扰上市公司正常经营甚至敲诈公司及现任管理层的道德风险。上市公司的经营者(董事会、独立董事)、大股东通过其利益代表董事、监事作为公司“内部人”,已在事实上或法律上掌握了公司的控制权,其出于自身利益的考虑,往往会在代理权征集过程中,隐瞒真实信息,着眼短期行为或进行过度投机,这些都可能损害公司或其他中小股东的利益。“代理权征集会带来经济权利与参与权利的割裂,就会带来道德风险。例如,以较小的经济代价却取得较多的控制权力,其可能在决策中会倾向于高风险,因为一旦失败,其所付出的经济代价有限,而一旦成功却有高的收益,反而会危害股东民主。”<sup>[13]</sup>正是由于代理权征集可能使得征集者以较小的代价获取公司控制权,容易引发恶意征集,因此,一些国家和地区对征集人资格、征集程序、信息披露乃至委托书的内容和格式都做出了规定,以尽量减少代理权征集带来的负面影响。因此,依据代理人风险控制理论,对代理权征集滥用的规制,要重点从完善征集人(代理人)的资格和条件制度、加强对征集人(代理人)征集行为启动程序的内部控制、增强征集人(代理人)和被征集人(被代理人、股东)之间信息的完全性和对称性三个方面着手。这是通过控制征集人作为代理人的道德风险,防止滥用代理权征集制度的理论基础。

## (二) 信义义务理论

信义义务(fiduciary duty)理论也可用于解释代理权征集滥用的规制。已经形成共识的是,在公司法和证券法领域,普遍存在信义义务,如董事、监事、高级管理人员对公司的义务,以及控股股东对中小股东的义务均可解释为信义义务。信义义务是英美法系中的重要概念,最初源于英美法系的信托义务与大陆法系的善良管理人义务,英美法系中受信人负有为委托人最大利益服务的义务,大陆法系中管理人管理被管理人事务时负有如对待自己事务一样的注意义务。<sup>[14]</sup>可见信义义务是一种利他性的义务,它存在于信义关系(fiduciary relationship)中。但在英美法学界,权威学者均认为信义关系并不存在一个统一的定义。<sup>[15]</sup>《布莱克法律词典》在界定信义关系(fiduciary relationship)概念时认为,信义关系是指对于一定关系范围内的事项,一方为了另一方的利益负有行动或提出建议的义务时,即在该两当事人之间存在信义关系。<sup>[16]</sup>信义关系是指

[13] 李博翔、吴明辉:《论股东表决权征集制度的立法完善》,载《证券法苑》第20卷,法律出版社2017年版,第165页。

[14] 参见范世乾:《信义义务的概念》,载《湖北大学学报》(哲学社会科学版)2012年第1期。

[15] See Len Sealy, *Fiduciary Relationships*, 20 (1) *Cambridge Law Journal* 69 (1962); Len Sealy, *Some Principles of Fiduciary Obligation*, 21 *Cambridge Law Journal* 119 (1963); Paul Finn, *Fiduciary Obligations*, Oxford University Press, 1977, pp. 3-4.

[16] See *Restatement (Second) of Trust* (1979) 2; *In re Karmey Estate*, 468 Mich 68, 74, n 2 (2003), citing *Black's Law Dictionary* (7th ed).

在委托人信赖受托人并且将自己的财产或者权利托付给受托人时所形成的法律关系，在此关系中，委托人处于相对弱势地位，受托人处于相对强势地位，为另一方利益负担义务的一方被称为受托人或受托人（fiduciary），相对方可以被称作委托人或受益人（beneficiary）。〔17〕法律为了保护受益人或委托人的利益，防止受托人滥用其权力，以确保双方的信任，就要求受托人对受益人或委托人负有信义义务。〔18〕

在代理权征集实务中，通过公开征集，被征集人（股东、受益人）信赖征集人（受托人）并且将自己的提案权、投票权托付给征集人，在二者所形成的法律关系中，作为被征集人的股东处于相对弱势地位，征集人处于相对强势地位，二者之间的法律关系符合信义关系，因此征集人应当对被征集人承担信义义务。在不同类型的代理权征集实务中，不同类型的征集人所追求的利益是存在差异的，有的是为了公司利益，有的是为了巩固控股股东地位，有的是为了维护中小投资者利益。代理权征集在实践中又被称为“投票权争夺”“控制权、投票权大战”，由于对公司决策事务的最终决议是由多个股东表决权集合而成的，表决权的行使必然会牵扯到公司和其他股东的利益，所以表决权争夺归根结底意味着不同主体间的利益冲突。代理权征集制度正是基于经营层与公司、控股股东与公司以及与中小股东利益的非同一理论，并利用其利益冲突，集合利益共同体投票权等股东权，对控股股东形成外部制衡与约束，从而构筑上市公司外部治理机制。这是代理权征集制度欲实现的正常价值和功能，应予以保障。

但是，滥用代理权征集这种工具，为自己牟取私利甚至从事违法犯罪的行为也并不少见。非股东人士或者短期持股的股东甚至是投机的股东，若掩盖自己的真实意图，通过代理权征集这种工具获得公司控制权，由于其与上市公司并无息息相关的利益关系，往往会关注短视的投机行为，会仅为牟取私利而置公司长远利益于不顾，进而就会损害其他股东的利益。董事会在作为征集人时，正常情况下可能会更多地倾向于通过说服股东委托自己代为参与股东大会，来决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，审议批准董事会的报告、议案等。但在一些非正常情况下，董事会可能会希望通过征集活动，获得其他股东委托授权从而在股东大会中表决支持现任董事的连任、薪酬的提高等议案，而不论自己之前的公司经营业绩与考评状况如何。

由于征集人和被征集人利益追求的不同，征集人和被征集人必然存在利益冲突，作为信义法核心的忠实义务规则则以利益冲突禁止和图利禁止作为核心规制内容。因此，以利益冲突的防范和规制为连接点，代理权征集活动与信义法规制对象存在天然的契合性，代理权征集活动应受信义法的规制，这具有正当性、普适性与必然性。美国信义法权威 Tamar Frankel 教授认为，与其他法律规则一样，信义义务的设定是基于对人性和对人类先前行为的了解而产生的综合假说——受托人在履行受托职责的过程中趋于为维护自己的利益而侵害他人利益。〔19〕在美国，整体而言，利益冲突的法律规制，主要是通过信义义务设定和业务隔离安排这两个方面来加以落实的。〔20〕

既然征集人要对被征集人承担信义义务，而信义义务的内容包括忠实义务（duty of loyalty）

〔17〕 参见倪受彬、张艳蓉：《证券投资咨询机构的信义义务研究》，载《社会科学》2014年第10期。

〔18〕 参见张开平：《英美公司董事法律制度研究》，法律出版社1998年版，第151-152页。

〔19〕 See Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford Press, 2010, p. 101.

〔20〕 参见王彬：《美国金融中介利益冲突法律规制演变及启示》，载《证券市场导报》2013年第6期。

与注意义务 (duty of care)。那么,首先,忠实义务要求征集人不得将自己的利益置于与被征集人的利益相冲突的状态,应该为被征集人的利益而非自身的利益行为。这就要求征集人在接受股东委托后,应该监督、审核信息披露的真实、准确、完整,而不是为了获取高额的报酬,滥用职权与上市公司共同进行虚假陈述。其次,“注意”指小心谨慎,尤其要求受信人在处理受益人的事情时要小心谨慎。征集人的注意义务也要求其在怀有善意、像一个正常人在相似处境下应有的谨慎心态下去处理受托事务,并且当从事证券业务时,应采取合理的方式依法运用自己的专业知识和技能达到某种标准。<sup>[21]</sup>简言之,要求征集人在代理权征集活动中,不仅要忠实于被征集人的利益,而且也要在服务时勤勉尽责。因此,依据信义义务理论对征集人的代理权征集活动进行规制,就要重点从完善信息披露规则入手,强制征集人充分披露征集目的等相关信息,通过使被征集人充分知悉征集人是否履行忠实义务和注意义务的信息,来增强对代理权征集滥用的规制。

### 三、《证券法》第90条代理权征集制度中滥用规制之评价

从法律规范沿革来看,在《证券法》确立代理权征集制度之前,代理表决权制度[现为《公司法》(2018年修改)第106条]<sup>[22]</sup>其实可以被认为是征集投票权制度的“母法”。之后,国务院行政法规、中国证监会证券监管规则和自律管理指引等均规定了征集投票权规则(为代理权征集制度的一部分),随后上市公司依据这些规范开始逐步开展征集投票权实践。

#### (一)《证券法》引入代理权征集制度之前滥用规制的评价

早在1993年4月,国务院颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》就初步规定了征集投票权。其中第65条规定:“股票持有人可以授权他人代理行使其同意权或者投票权,但是,任何人在征集二十五人以上的同意权或者投票权时,应当遵守证监会有关信息披露和作出报告的规定。”2005年10月19日,《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》明确规定,建立征集投票权制度,以提高上市公司治理质量,规范上市公司运作。中国证监会颁布的《上市公司股东大会规则》(最新版为2016年修订)第31条第4款,以及《上市公司章程指引》(最新版为2019年修订)第78条第4款也都规定了征集投票权<sup>[23]</sup>制度,而且两个规范规定的征集投票权规则完全相同。两者都明确规定了征集主体为“公司董事会、独立董事和符合相关条件的股东”,而且两个规范都规定“禁止以有偿或者变相有偿的方式征集股东投票权、公司不得对征集投票权提出最低持股比例限制”。但对于为何做出这样的禁止性规定,并未做进一步说明。《上市公司股东大会规则》(2016年修订)第46条第2款规定:“公司控股股东、实际控制人不得限制或者阻挠中小投资者依法行使投票权,不得损害公司和中小投资者的合法权益。”这一条款明确了控股股东、实际控制人的信义义务要求。从这些规范的立法目的来看,更多的是鼓励股东等人征集投票权,以提高上市公司治理质量。尽管存在“禁止以有偿或者变相有偿的方式征集股东投票权”“公司不得对征集投票权提出最低持股比例限制”等规定,体现了对投票权征集滥用一定程度的

[21] 参见董新义:《资产管理业者的信义义务:法律定位及制度架构》,载《求是学刊》2014年第4期。

[22] 《公司法》第106条规定:“股东可以委托代理人出席股东大会,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。”

[23] 《上市公司股东大会规则》和《上市公司章程指引》这两个规范中,都使用了“征集投票权”这样的术语。

规制，但是从整体来看，对滥用的规制并非当时制定征集投票权制度的主要目的。

## （二）《证券法》对代理权征集滥用规制的进步与不足：基于实践的评价

一个制度是否优良完善，除了在理论、逻辑上可被论证外，实践本身就是一把最好的标尺。自 20 世纪 90 年代起我国开展征集代理权实践以来，已经暴露出多起滥用征集投票权的事件，而这些滥用情形仍未在《证券法》第 90 条规定中得到有效规制。

### 1. 缺乏对征集人资格和条件以及启动征集程序的规制

《证券法》第 90 条第 1 款增加了“持有 1% 以上有表决权股份”作为股东成为征集人的限制条件，将之前规范中“符合相关条件”明确化，并删除了以前规范中的“公司不得对征集投票权提出最低持股比例限制”，这比《公司法》第 102 条第 2 款规定的行使提案权的股东须单独或联合持股 3% 以上的持股条件有大幅度的降低。应当说，这一规定充分考虑了我国上市公司持股结构的国情，我国上市公司股权较为集中，大股东和中小股东之间持股比例相差悬殊，第一大股东往往持股比例较高，中小股东持股比例相对较低。1% 的持股比例的规定有利于真正让小股东“用手投票”，通过征集代理权行使股东权利，积极参与公司治理，具有很大的进步性。当然，如果是征集了提案权，在得到其他股东委托行使提案权时，须满足《公司法》第 102 条第 2 款的持股比例要求。

但令人遗憾的是，对股东成为征集人的限制仅有 1% 以上持股比例的条件，既没有规定该比例是单独持股还是合计持股，也没有规定代理权征集之前的连续持股期限、之后的继续持股期限，而有些股东正是利用这一漏洞滥用了征集行为。如在 2019 年 4 月梅雁吉祥（600868）征集投票权案件中，梅雁吉祥原大股东烟台中睿（及其一致行动人，占比 5.53%）和广东能润（占比 4.99%）为争夺控制权，在续聘审计机构，以及选举独立董事、非独立董事、监事等议案上的意见完全相反，意图在 2019 年 4 月 30 日股东大会期间通过全体股东投票表决一战定胜负。但在摆出一副与对手势不两立、控制权大战一触即发的态势后，原大股东烟台中睿及其一致行动人却在发出征集公告的 13 日内即 4 月 29 日，且已收到两份符合委托要求的股东投票权的情况下，趁股价高位悄然减持离场，最后引发上海证券交易所向其发出监管问询。<sup>[24]</sup>另外，在天神娱乐（002354.SZ）一案中，大股东 Newest Wise Limited（占比 7.2%）于 2019 年 9 月 23 日公告征集投票权，以公司原董事会未尽忠实义务和勤勉义务为由，号召股东就对天神娱乐于 2019 年 9 月 27 日召开的临时股东大会的议案中要表决的多数董事、监事人选提出反对的动议赋予其投票权。<sup>[25]</sup>但在 2019 年 9 月 26 日，自提起征集程序后仅两日，其即公告要求撤销本次公开征集投票权，撤销公告中并未陈述任何理由。可见，行使公开征集投票权和撤销征集投票权在实践中非常随意。另外，也存在个别股东信用缺失、完全追求自身利益最大化的情况。如果征集到足够多的投票权数量，征集人则出席股东大会并代理行使表决权；如果因特殊原因，征集到的投票权数量无助于自己意图的实现，征集人则随意放弃投票表决权，无视被征集股东的利益。

还需重点关注的是，现有规定缺乏对董事会和独立董事作为征集人滥用代理权征集行为的规制。从以往我国征集投票权实践来看，独立董事和董事会是征集投票权的主流。本文仅就深圳证

[24] 参见《梅雁吉祥原大股东争夺控制权“明修栈道”减持离场“暗度陈仓”》，载 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1632223693029603879&wfr=spider&for=pc>，最后访问时间：2020 年 3 月 3 日。

[25] 参见深圳证券交易所公告，载 <http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?24bcb4b8-b8b0-490c-9e56-5dede679ac69>，最后访问时间：2020 年 3 月 5 日。

券交易所上市公司中公开征集投票权的情况进行实证考察。笔者首先进入深圳证券交易所官网“www.szse.cn”，在搜索栏中，选择输入关键词“征集投票权”（统计截止到2020年3月5日），发现深交所共披露4044个案例，其中最新的一个征集投票权的案例发生在2019年12月25日。在此状态下，再分别输入关键词“董事会征集投票权”“独立董事征集投票权”“股东征集投票权”，分别搜索出384起、3290起、22起案例。可见，董事会、独立董事作为征集人的案例比例分别为9.5%、81%，二者共计超过90%。在我国，公司董事会的绝大多数成员（包括独立董事）实质上都是大股东、控股股东、实际控制人利益的代表，鉴于这一特殊国情，董事会、独立董事都有可能滥用征集人地位，为大股东、实际控制人谋取控制权和其他不当利益，也有可能成为未拥有管理权的股东扰乱公司正常运转程序的工具。所以，除了应对股东滥用代理权征集进行规制以外，《证券法》也应当对董事会、独立董事的代理权征集行为进行规制。

## 2. 现有信息披露要求不能规制代理权征集的滥用

“阳光是最好的防腐剂，街灯是最好的警察。”<sup>〔26〕</sup>毋庸置疑，信息披露是投票权征集制度中的核心组成部分。《证券法》第90条第2款规定了“征集人应当披露征集文件，上市公司应当予以配合”的内容，这无疑具有重大意义。但该规则仅为原则性规定，不具操作性，应当披露哪些内容、披露方式和披露程序、违反披露应承担何种法律责任等基本内容，尤其是对征集目的披露的要求，均未在该条中予以规定，这一条款对征集投票权滥用的规制并无实际用处。在我国征集投票权的长期实践中，征集人或多或少均在规避披露自己的征集目的以牟取不当利益，例如在2000年3月胜利股份（000407）投票权征集一案中，其第二大股东通百惠（占比16.67%）以“向网络产业发展”为由，向流通股股东征集代理权，掩盖其与第一大股东胜邦（占比17.35%）争夺控制权的实质目的，让蒙在鼓里的其他股东为自己充当“帮手”。如果不要求披露征集目的，征集人就可能掩盖自己的真实意图而进行代理权征集。再如在2011年6月21日振兴生化（000403）的股东王秀爱征集投票权案例中，虽然王秀爱作为中小股东征集投票权的努力值得肯定，但是征集人既未披露自己的征集目的，又未披露其对公司年度股东大会将要审议的九个大类议案持赞成还是反对的态度及其理由，也未披露征集人推荐的四位董事和三位监事候选人的基本情况，更未披露自己、公司与这四位董事候选人之间的关系，显然这些信息均属于影响被征集人作出应否授予征集人股东代理权判断的重大信息。<sup>〔27〕</sup>

可见，在以往的征集投票权实践中，虽然形式上也在进行信息披露，但是信息披露并不规范，主要存在以下问题：首先，对于信息披露的信息范围和材料内容没有明确规定，导致监管缺乏标准，降低了信息披露活动的公信力；其次，未具体规定信息披露的标准、方式以及程序，以致出现多样的实践操作；最后，只是笼统规定了征集代理权违法的损害赔偿责任，但对违法进行征集信息披露是否应承担此种赔偿责任并不清楚。无责任即无约束，没有对违法进行征集信息披露的法律责任进行规定，在事实上也就变相为征集人违法征集行为开了“绿灯”，征集人就更有可能会滥用代理权征集，以达到自己的不正当目的。可见，《证券法》第90条第2款仅原则性地要求披露征集文件，不利于制约征集人对代理权征集的滥用。

〔26〕 叶俊南：《现代证券法学》，浙江大学出版社1996年版，第88页。

〔27〕 参见《欲派自己人入选董事会 S\*ST生化小股东征投票权》，载 <http://finance.eastmoney.com/news/1354,20110621143654068.html>，最后访问时间：2020年3月2日。



### 3. 委托证券专业机构进行征集方式的新设规定难以控制利益冲突

《证券法》第90条第1款明确了征集人可以“自行或委托证券公司、证券服务机构，公开请求上市公司股东委托其代为……”这无疑是一个具有重大意义的规定。其实，这在实践中已有先例，早在2001年五粮液股份有限公司中小股东委托北京君之创证券投资咨询机构征集投票权时就开启了先河。这至少有两大方面的重要意义。第一，增加证券经营机构、证券服务机构作为受托人征集代理权，能够发挥证券经营机构、证券服务机构的专业化技能，利用该证券经营机构、证券服务机构在证券场所具有的信息、知识、资源、渠道等市场力量，会更加有利于代理权征集的成功运行，更有利于保护投资者。第二，有利于满足新时期证券市场高质量发展和证券服务转型发展的需要。我国证券经营机构、证券服务机构的服务由过去的重融资业务转向重投资者服务，证券经营服务机构的核心竞争力能否提升，将以为投资者服务的能力大小和素质高低为决定性因素，受托进行代理权征集正是投资者服务模式转变的一种体现。但是，如果证券专业机构作为征集人的受托人，与股东大会议案所涉事项存在利害关系，那么其很有可能会与征集人恶意串通损害其他股东利益，或者滥用自己的受托人地位，损害征集人的利益，因此需要对其加以规制。

#### （三）《证券法》对代理权征集滥用规制的理论评价

以上是对照我国实践中所暴露的代理权征集滥用问题，对《证券法》第90条规定存在的进步和不足进行的分析。同时，对于有些还没有在我国实践中表现出来的滥用行为，根据域外规制理论和经验，《证券法》第90条规定还可能存在其他规制不足的问题。

##### 1. 我国缺乏对代理权征集行为概念的界定以及豁免规定

对代理权征集行为的准确定义，关系着该制度的适用范围界定，也是对其进行监管的前提。虽然各国基于不同的证券市场发达程度、上市公司经营特点、证券监管模式等，对代理权征集有不同的界定，但在我国立法规制不足的情况下，仍具有重要的借鉴意义。

在美国，《1934年证券交易法》第14条对代理权征集作了原则性的规定，而美国证券交易委员会（SEC）根据该条文授权，制定了实施细则。其中规定 Regulation 14A（Solicitation of Proxies）就是与代理权征集相关的规则。根据 SEC Regulation 14A 下属规则 14a-1（f）的界定，“委托书”（proxy）是指任何代理书、同意书或授权。在“征集”行为（solicitation）的界定上，美国经历了从宽泛弹性解释到修正界定的过程。起初，根据 SEC 规则 14a-1 的界定，征集行为包括以下行为：任何授予代理权的请求；行使或不行使或撤销代理权的请求；任何向股东提供的能够合理导致获得、保留或撤销代理权的代理书格式或其他沟通方式等。也就是与证券持有者进行的提供委托表格或其他形式的交流，只要这种交流可以合理地推定将导致取得、保留或撤销一项投票委托，<sup>[28]</sup> 就可以被认定为征集行为。美国联邦法院也认为，征集行为应包括那些对管理层批评的报纸广告、关于公司财务困难的报道、对非竞争者的投票建议、对取得股东清单的授权等诸如此类的事物或行为。法院甚至认为股东正常的交流行为，如收入通告、公开新产品或新程序的行为也可能属于征集行为，只要管理层认为该行为使其处于一种竞争境地即可，尤其是当这种交流以不同寻常的方式进行时。<sup>[29]</sup> 例如在 Studebaker Corp. v. Gittin 一案中，法院主

[28] 参见高如星、王敏祥：《美国证券法》，法律出版社2000年版，第224页。

[29] 参见伏军：《公司投票代理权法律制度研究》，北京大学出版社2005年版，第25页以下。

张为了征集投票代理权, 股东之间联合要求取得一份股东名录的行为, 便可构成投票代理权征集。<sup>[30]</sup> 如此严格的规定, 使股东交流困难重重。而且遵守该规则会产生过高的成本, 使股东在征集投票权时处于不利地位, 股东只能花自己的钱征集投票权, 只有取得胜利之后才能得到成本补偿, 而管理层却可以利用公司资金从事代理权征集活动, 这削弱了股东参与公司治理的积极性。鉴于这些问题, 1992年 SEC对之前征集的宽泛定义作出了修正, 根据修订后的规则 14a-1 (1) (1), 投票征集行为包括: 第一, 任何附带或者不附带的 (whether or not accompanied), 或者被包含在代理权表格 (a form of proxy) 中的请求; 第二, 任何实施 (execute) 或不实施, 或者撤销 (revoke) 表决代理书的请求; 第三, 向股东提供征集表决代理权的表格 (the furnishing of a form of proxy) 或者其他方面的交流, 而这些交流又可能不合理地导致取得、阻止或者撤销代理权。与此同时, 规则 14a-1 (1) (2) 还反面规定了以下情形不属于征集行为: (1) 证券持有人之间以公开演讲、新闻发布或通过广播媒体、报纸、杂志或广告等方式就投票倾向或理由进行的交流; (2) 与表决权证券信托义务人之间的交流; (3) 提供豁免的交流行为方面的信息。<sup>[31]</sup> 其中在豁免方面尤其强调了“公开宣布自身投票决定的行为 (declaration of voting decision in public), 尤其是对于那些颇具影响力的机构投资者而言, 虽然会对其他股东的投票决定产生重要影响, 但并不构成征集行为”<sup>[32]</sup>。此外, 根据 SEC 的规定, 如果征集行为的对象在 10 人以内, 征集行为将被豁免填报投票委托说明书的义务。以上豁免为那些没有提出代理权要求、在征集中不享有利益的人提供了安全港, 允许股东间进行更为广泛的私人交流, 机构投资者也可以就代理权以及公司管理事务达成私下协议。<sup>[33]</sup>

我国台湾地区将使用委托的情况分为两种, 分别是公开征求和非属征求。“所谓公开征求, 是指以公告、广告、牌示、广播、电传视讯、信、电话、发表会、说明会、拜访、询问等方式取得委托书, 藉以出席股东会之行为。”“所谓非属征求, 是指非以上述方式而受股东之主动委托取得委托书, 代理出席股东会之行为。”<sup>[34]</sup> 换言之, 在非属征求中, 代理人权限的获得并非其主动争取, 而是由股东自行委托于之, 而公开征求之代理人则是通过劝诱股东授权的方式主动攫取代理权。基于此种区分, 委托书规则对公开征求和非属征求在主体资格、数量限制、行为规范等方面的要求也各不相同。<sup>[35]</sup>

## 2. 损害赔偿相关原则性规定不利于规制滥用行为

民事责任具有填补损害的补偿功能、阻止违法的威慑功能、协助执行法规和管理市场的效益功能以及完善监管体系的功能等, 《证券法》第 90 条第 4 款之民事法律责任规定能敦促征集人在进行代理权征集活动时, 遵守法律、行政法规和国务院证券监督管理机构的有关规定。但《证券法》第 90 条第 4 款只是原则性地规定了“导致上市公司或者其股东遭受损失的, 应当依法承担

[30] 参见殷召良:《公司控制权法律问题研究》, 法律出版社 2001 年版, 第 176 页。

[31] See Electronic Code of Federal Regulations, available at [https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?amp;node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240\\_114a\\_61](https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?amp;node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114a_61), last visited on Mar. 5, 2020.

[32] 苏虎超:《我国上市公司委托书征集立法研究》, 载《政法论坛》2001 年第 6 期, 第 36 页。

[33] 参见前引 [29], 伏军书, 第 26 页以下。

[34] 吴光明:《公开发行股东会委托书之管理》, 载赖源河编:《商事法争议问题研究》, 五南图书出版公司 2000 年版, 第 82 页。

[35] 参见李进:《委托书征集法律制度研究》, 暨南大学 2006 年硕士学位论文, 第 6 页以下。

赔偿责任”，对“依法承担赔偿责任”究竟属于侵权责任，还是违约责任，如何请求损害赔偿，都没有具体规定。其实，从征集投票权中可能涉及的法律关系来分析，既可能是违约责任，又可能是侵权责任。违约责任产生的事由主要是征集人违反与股东前述授权委托书，或者不履行、超出授权范围或改变履行方式等。侵权责任主要产生于征集人在代理权征集公告中进行虚假陈述的行为。从法理来讲，征集人此时属于《证券法》上的信息披露义务人，应当按照《证券法》第五章的规定履行信息披露义务。

### 3. 新增投资者保护机构作为征集人，但缺乏对其进行规制的规定

《证券法》第90条新增了投资者保护机构<sup>[36]</sup>作为征集人的规定。应当说，这一规定充分考虑了目前中小投资者比较分散和弱小的现状。由投资者保护机构这样的专门机构征集投票权，能够有效利用其专业性和权威性，一方面有助于中小股东增强对其的信任，加强投资者对征集投票的信心，提高少数股东在股东大会中的主动地位，另一方面，还能对上市公司形成强有力的威慑，有助于公司完善治理。这也是《证券法》对我国投资者保护机构在中小投资者保护实践中产生的积极效果所给予的充分肯定。例如，2014年12月5日，中国证监会批准设立的中证中小投资者服务中心有限责任公司（俗称“投资者服务中心”）就是这样的投资者保护机构。它通过行使持股行权、证券期货纠纷调解、诉讼与支持诉讼职能，对中小投资者权益保护发挥了重大作用。<sup>[37]</sup>投资者服务中心于2019年5月15日也发布了《持股行权工作规则（试行）》，对投资者服务中心的持股行权作出了规范，具有重大意义。其中第19条第3项规定：“……公开征集委托共同行权的事项，经行权立项会决策后认为可以行权的，向中国证监会投资者保护局报备后实施。”虽然该规定对代理权征集行使的程序有所规范，具有积极意义，但其仅为原则性规定，不具操作性。另外，在目前投资者保护机构数量有限、缺乏有效竞争的情况下，作为一个公益性机构，依据“监管俘获”或“监管寻租”理论，投资者保护机构能否始终保持其独立性地位，能否依职权征集代理权，如何启动代理权征集程序，法律需要进一步明确。否则，投资者保护机构完全有可能滥用自己的地位征集投票权，并且很难对其进行监督制约。

## 四、对代理权征集滥用规制的完善方案

通过对我国《证券法》第90条存在的不足进行分析，结合我国实践中所暴露出来的多种问题，笔者认为，应当从以下四个大的方面来完善代理权征集制度，如此才能更好地加强对代理权征集滥用的规制。

### （一）通过界定代理权征集行为与确立豁免规则来规制滥用征集行为

根据上述关于代理权征集行为界定与豁免规则的理论分析以及域外经验的介绍，《证券法》第90条也应对“征集”行为做出界定，笔者认为可从以下几点加以区分和界定：

---

[36] 《证券法》第90条第1款中规定的“投资者保护机构”必须是依照法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构的规定设立的投资者保护机构。

[37] 参见邢会强主编：《证券法学》，中国人民大学出版社2019年版，第八章第四节部分。

1. 区分非劝诱征集行为 (non-solicitation proxy) 和经由征集取得委托的行为

非劝诱征集也被称为表决权代理, 由于不涉及“征集”行为, 股东通常会委托自己比较信任或与自己属同一利益共同体的人代为行使表决权, 其代理目的与被代理股东目的趋于一致, 股东不会过度受到代理人的影响, 因此它属于私法自治领域, 应依照民法一般委托代理行为加以规制, 不应纳入代理权征集制度的规制范围, 以防止规制范围过大。但是在征集代理权行为中, 股东是由于受到劝诱而被动选任代理人, 其与征集人(后成为代理人)之间一般没有紧密关系, 双方间并没有太多情感利益或信任利益。征集人通常“本着影响公司的经营决策甚至改组公司决策阶层的动机”<sup>[38]</sup> 而进行股东权代理的征集, 因此被代理股东与征集人之间的利益并不总是趋于一致, 征集人征集股东代理权的终极目的并非总是追求被征集股东的利益最大化, 在某些情况下也会危及被代理股东或公司利益。这一区分有利于防止将征集投票代理行为伪装成为非劝诱征集(表决权代理)行为以规避代理权征集制度的规制。

2. 区分征集行为与公开宣告自身投票决定的行为 (declaration of voting decision in public)

鉴于美国此前对“征集”行为宽泛界定带来的诸多不利影响, 我国应对代理权征集行为作出明确的界定, 同时可以借鉴美国“公开宣告自身投票决定行为不属于征集行为”的规定, 该例外规定对于机构投资者具有重要的现实意义。根据该规定, 机构投资者可以公开表明自己的提案或董事提名, 且无须考虑承担任何责任。显然, 即使没有征集委托, 机构投资者的一举一动对其他机构投资者和广大中小股东的投票决定也会有重要影响, 而公司管理层对此无可奈何。<sup>[39]</sup> 因此应将两者进行区分, 并将公开宣告自身投票决定行为纳入“征集行为”的豁免范围。从理论上讲, 机构投资者的投资行为相对理性化, 投资规模相对较大, 投资周期相对较长, 因此机构投资者的参与将有利于证券市场的健康稳定发展, 同时也有利于发挥我国证券市场机构投资者在投资决策运作、信息搜集分析、上市公司研究、投资理财证券投资方面的“专家”效应, 引导广大中小投资者理性投资、积极参与公司治理。这在我国具有重要的现实意义, 今后我国《证券法》对此应做出引导性规定。当然, 为了防止机构投资者等滥用公开宣告自身投票决定以影响他人投票的行为, 应以信息披露规制为核心手段, 对其虚假陈述行为进行严厉打击。

3. 区分公开征集行为和非公开征集行为

借鉴上述美国和我国台湾地区经验, 应将征集行为区分为公开征集行为和非公开征集行为。非公开征集行为主要指针对特定人数(多以10人以下)的征集行为, 由于只涉及少数主体利益, 其在信息披露等规则方面应当与涉及不特定广大投资者利益的公开征集行为的规定不同, 证券法不宜对其予以规制, 征集人与被征集人之间的法律责任应依据民法(合同法和侵权责任法)处理。当然, 公开与非公开的标准也可以参照《证券法》第9条规定的证券公开发行的标准来界定。此时, 就要防止征集人滥用非公开征集行为进行变相公开征集。

(二) 通过完善征集人资格、条件和征集程序加强对代理权征集滥用的规制

1. 对拟成为征集人的股东的资格和条件进行限制

如前所述, 对于股东作为征集人的情形, 存在规制“空白地带”: 仅规定1%以上的持股比例

[38] 罗培新:《股东会委托书征求制度之比较研究》, 载《法律科学》1999年第3期, 第110页。

[39] 参见前引[8], 梁上上书, 第199页。

限制，未规定代理权征集之前的连续持股期限，也未规定征集之后的继续持股期限。为了维持股东权益保护、公司正常高效治理与防止代理权征集滥用的平衡，应当排除仅为了征集代理权而短期持有或一时持有的“投机行为”，所以我国证券法有必要对拟征集代理权的股东的持股期限作出规定。为此，可以借鉴美、韩、日公司法中有关股东行使提案权时需要6个月以上连续持股的规定。因为代理权征集本身包含征集提案权，我国《证券法》第90条修改时可以规定“至提出代理权征集之日止，股东之前应连续持股6个月以上”。当然，对于何为“连续持股”，有学者认为：“在认定符合连续持有要件的股份数额时，应以在该段时间内，该股东所持股份最少之时的数量为准。”<sup>〔40〕</sup>同时，为了遏制股东短期套利、获取违法或不当利益的代理权征集行为，维护公司整体利益和其他股东的合法权益，还需对股东在公开代理权征集后继续持股的期限作出规定。为此，可借鉴我国上市公司股东股份转让“锁定期”制度，笔者认为，应规定代理权征集股东在公告期间至股东大会结束后的一定期间，例如可以规定自股东大会决议之日起一个月内，须继续持股，不得转让股份或者做出其他任何处分行为，以防范股东假借代理权征集实现违法交易股份（如操纵市场、内幕交易、短线交易等）、牟取不正当利益之企图。

## 2. 对独立董事代理权征集启动程序的内部控制程序作出限定

首先，从资格上予以约束。独立董事拟作为征集人，必须不能有违反证券法的重大违法行为和重大失信行为，未涉及与经济纠纷有关的重大民事诉讼或仲裁，本人与其主要直系亲属未就本公司股权有关事项达成任何协议或安排，与本公司董事、高级管理人员、主要股东及其关联人之间以及与本次征集事项之间不存在任何利害关系。其次，将独立董事拟征集代理权的行为纳入内部程序进行控制。独立董事提出代理权征集动议时，应当按照上市公司董事会专门委员会的规定，将代理权征集动议作为议案提交公司审计委员会进行审议，议案中必须说明征集目的、理由和根据、征集方式和程序等，并将各位委员的审议、表决情况做好会议记录；若审计委员会未予以批准，在独立董事有理由认为仍然应当征集代理权，且在承担违法代理权征集责任的情况下，仍可通知上市公司启动独立董事代理权征集决定，公司应做好独立董事代理权征集的充分信息披露。将独立董事作出的代理权征集动议纳入审计委员会事前审议范围，有利于审计委员会对独立董事代理权征集进行事前监督，在一定程度上能够制约独立董事的滥用代理权征集行为。

## 3. 将董事会作为征集人的代理权征集动议作为董事会会议议案予以控制

同样，应当将董事会作为征集人的代理权征集动议作为法定的董事会审议事项予以规定。为此，可由公司法、证券法规范或者《上市公司股东大会规则》等规范作出规定，董事会在提出代理权征集动议时，也应将之作为一个独立的议案，交由董事会会议做出决议，并规定在董事会会议审议代理权征集议案之前，应按照上市公司董事会专门委员会的职责安排，由相应的专门委员会分别对分管议案进行事前审议，如提名委员会（审议董事、监事候选人和高管报酬等议案）、经营战略委员会（审议公司经营方针和计划、董事会报告等议案）、关联交易委员会（审议关联交易等议案）等。只有经过相关专门委员会决议后，方可提交董事会会议进行审议，董事会决议通过后才能正式进行代理权征集活动。通过这样的内部控制程序，可以防止个别董事借董事会之名征集代理权为自己牟取不当利益，进而损害公司和其他股东利益。

〔40〕 刘胜军：《论我国上市公司股东提案权——以美国法为借鉴》，载《河北法学》2016年第9期，第165页。

#### 4. 完善投资者保护机构的代理权征集活动的规制

作为一种新的法定征集主体,为更好地发挥其公益机构的功能,防止其滥用征集权,投资者保护机构的代理权征集活动应受到规制。一是要进行目的控制。由于投资者保护机构被定位为保护中小投资者利益的公益性机构,只有出于保护中小投资者的公益目的,投资者保护机构才能进行代理权征集行为,并且它不能与上市公司的大股东、实际控制人、董事、监事等有着任何利害关系,不能参与个别股东的控制权争夺。二是内部程序控制。首先要对启动程序进行控制,一般情况下,投资者保护机构不能依职权提起代理权征集,只能在单独或合计持股1%以上5%(不含本数)以下的中小股东、独立董事或者公司监事会(监事本身是公司的监督机关)申请时,方可启动审批程序;特殊情况下,只有在国家机关(包括证监会、司法机关)要求或者证券交易所、其他证券投资者保护机构或其他依法成立的公益机构移送的情况下才能依职权启动。其次,应制定和实施相应的内部决策规则。可以在投资者保护机构内部设立由证券学者、律师、会计师、市场专业人士等人员组成的决策委员会,<sup>[41]</sup>按照会议程序进行决策后方可启动代理权征集,以防个别人员的肆意专断。三是信息披露规制。投资者保护机构作为征集人,也应当按照证券法律法规进行信息披露,并承担违法征集代理权的相应法律责任。

##### (三) 细化信息披露规则规制代理权征集的滥用

虽然证监会认识到代理权征集中的信息披露存在很多问题,并在《上市公司股东大会规则》和《上市公司章程指引》中也规定过征集股东投票权应当向被征集人充分披露具体投票意向等信息,且在实际的征集投票权公告中,还应注意披露征集投票权事项所对应的股东大会相关情况,以及本次征集投票权的征集人、征集对象、时间、程序和步骤、相关议案等具体信息。<sup>[42]</sup>但是,这些规定还需细化,以防止代理权征集的滥用。

##### 1. 明确信息披露内容的最低要求,尤其是要强制披露征集目的

美国SEC颁布的Regulation 14A规定“除非所有被征集者均同时得到或先前已经得到依照表格披露信息的征集材料及委托投票授权书,否则不得实施任何征集活动”,明确了信息披露是征集的先决条件。规定强制性信息披露,可以防止信息披露过程中的随意性和选择性。其中SEC规则14a-3(Information to be Furnished to Security Holders),详细地规定了委托书征集应披露的法定信息内容。在我国,笔者认为,尤其是征集目的,应被规定为必须披露的内容,因为征集目的的披露,有利于接受信息披露的其他股东对是否授予征集人委托权做出准确的判断,减少征集人和被征集人信息沟通的成本,增加市场的透明度和公开度,因此征集目的的披露是代理权征集信息披露中至关重要的内容。正如前述胜利股份(000407)和梅雁吉祥(600868)大股东征集投票权案件中,征集人未披露征集目的,就误导了其他股东对征集人授予委托权的判断和决策,甚至可能被认定为对其他股东成立欺诈。是否披露征集目的可以作为认定是否存在重大虚假陈述的标准,此外还要明确违反信息披露规则的虚假陈述责任。

为此,可以参照《证券法》第66条对要约收购报告中载明事项“(四)收购目的”的规

[41] 作为一种尝试,尽管投资者服务中心建立了持股行权专家委员会,但其仅为专业咨询机构或技术支持机构,并不具有决策权。参见投资者服务中心《持股行权工作规则(试行)》第21条的规定。

[42] 参见证监会对“上市公司某股东作为征集人向其他股东征集投票权,相关信息披露有何规定”的答复,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/guangdong/xxfw/tzssyd/201611/t20161109\\_305673.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/guangdong/xxfw/tzssyd/201611/t20161109_305673.htm), 最后访问时间:2020年3月3日。

定，在《证券法》第90条第2款中规定“征集文件中应载明下列事项：……征集目的……”。另外，在我国实践中，征集人披露信息标准不统一、内容不充分，是征集所涉及被征集人权益的关键问题。<sup>[43]</sup>例如：（1）对代理权是否可撤销缺乏说明；（2）异议股东权利保障性程序缺乏；（3）对征集成本的承担未予以披露；（4）对征集活动参与人以及利益相关人缺乏披露。这并不利于对中小投资者的保护，无法使征集投票权发挥成效。在信息公示的充分程度上，应借鉴德国的“扶手椅规则”，即通知的阅读者，一个有理性的股东，尽管不一定能充分了解情况，却能够坐在扶手椅上阅读并作出明智的决定。<sup>[44]</sup>

## 2. 确立差异化披露原则，可以针对不同的征集人和征集事项，披露不同的信息内容

美国 SEC 规则 14a-11 对有关选举或更换董事的委托书征集作了特别的披露要求：14a-3 (b) 要求任何此种委托书必须事先或同时附有发行公司运作情况的年度报告。另外，规则 14a-11 对委托书竞争的信息披露进行了规定。<sup>[45]</sup>此外，2003 年 1 月 23 日，SEC 批准了两份关于基金公司和投资顾问公司的信息披露的建议。其要求注册投资管理公司应当披露代理投票制度与代理投票记录；投资顾问公司则应披露代理权政策。<sup>[46]</sup>因此，根据征集人身份和投票表决事项的不同，强化有关利益冲突事项和对征集人不利事项的披露，是征集投票信息披露的关键。

## 3. 完善披露形式、途径、程序等，保障效率

委托书格式化是目前趋势，格式化要求应是在确保公开、公正、充分、真实的披露基础上，对征集人的基本信息、征集人对每一表决事项的投票态度、征集时间、征集程序及股东对于股东大会所载议案是否同意的意见等都应详细列明，以保障效率。美国规则 14a-4 规定了委托书本身的形式，它要求必须用粗体字表明该份委托书是否以发行公司管理层的名义征集，委托书应向被征集者提供投票支持或反对提议的机会（管理层还应表明哪些提议是它所支持的）。规则 14a-5 对委托书陈述的撰写和呈递提供指导。如果征集资料有任何变动或补充，改动后的征集资料的复印件必须在改动资料送交股东的两个工作日内递交证交会备案。但是这一要求不适用于征集者对股东咨询有关信息所做的答复。<sup>[47]</sup>我国缺乏这种程序性规定，建议委托书和公告的格式由证券交易所统一制定，由征集者按统一的格式来制作，同时对于披露信息的内容变更补充规定相应的程序。在国外的实践中，征集委托书的方式是多种多样的，除了在报刊上刊载之外，还有诸如登门拜访、电话联系、邮寄和新兴的网上征集等多种方式，这些都受到委托书征集规则的约束。我国在委托书征集立法中应考虑实践发展的需要，同时根据我国的具体国情，将除惯例做法外的邮寄和网上征集委托书的方式均确认为合法的征集方式一并加以规范，这是目前的大势所趋，也是提高征集效率的要求。<sup>[48]</sup>

## （四）建立实施征集投票权过程中的第三方见证制度规制滥用行为

很多上市公司信息披露文件依赖于中介机构提供的专业信息披露文件，例如会计师和律师的

[43] 前引 [29]，伏军书，第 139 页。

[44] 参见石旭雯：《表决权代理制度研究》，载《甘肃政法成人教育学院学报》2003 年第 3 期。

[45] 参见史志宏：《委托书征集信息披露法制研究》，中国政法大学 2007 年硕士学位论文，第 33-35 页。

[46] 参见前引 [29]，伏军书，第 137 页。

[47] 参见前引 [45]，史志宏文，第 33 页。

[48] 参见苏虎超：《我国上市公司委托书征集立法研究》，载《中国政法大学学报》2001 年第 6 期。

文件。因此,对会计报表和律师的法律意见书,应从委托书信息披露管制的角度提出要求,并要求专业人士承担相应的责任。如我国台湾地区1995年修改的“委托书规则”,将服务机构也纳入管理范围,强制性地规定委托书征集人应当聘请第三方专业机构对其征集行为及有关信息披露内容的合法性和有效性出具意见,以供被征集人参考,第三方制衡能够更好地保障征集行为的有效性。另外,第三方也可以对征集行为、过程、计票等进行全程见证,不仅可以保证公平、公开、公正,还可以防止滥用代理权征集的行为,有利于建立健全高效的投票机制。

而我国《证券法》第90条并未规定公开代理权征集时必须接受律师事务所、会计师事务所等证券市场“看门人”的见证,而我国实践中有不少律师事务所进行见证的案例。在深圳证券交易所网站,在首页右上角搜索栏中输入关键词“征集投票权”,深圳证券交易所共披露4044起案例,最近一个案例是2019年12月25日,光迅科技独立董事作为征集人的征集投票权案例。而在输入关键词“征集投票权法律意见书”后,从2003年9月30日到2018年11月22日,仅有52起案例,<sup>[49]</sup>约占“征集投票权”案例总数的1.29%;而输入关键词“征集投票权 会计事务所”,则未出现一例。目前见证行为尚属上市公司的自愿行为,建议今后可以分阶段地将代理权征集活动的见证法定化。对于股东大会议案中涉及对公司经营战略和经营计划持反对意见的、涉及对董事、监事候选人选1/2以上均持反对意见的、多数征集人之间意见严重对立的议案提出代理权征集的实行强制见证制度,应由公司汇总、相关征集人请求相关见证机构进行见证后,才能提交公司进行公告。

当然,为了防止征集人滥用征集行为,上市公司还应当进一步健全完善网络、远程视频投票机制,为中小投资者参与表决提供物质保障。网络投票能降低投票成本、体现对股东投票权的尊重,此外,通过增加中小投资者的投票便利性来增大投票股份比例,也可以在一定程度上防止代理权征集滥用行为的发生。

## 五、结 语

当然,对于代理权征集的滥用,还有民事责任规制与证监会、证券交易所规制等方式,限于文章篇幅,本文略去不谈。在“现代的股东会其实只是委托书征求的过程”<sup>[50]</sup>的时代背景下,随着代理权征集制度在我国《证券法》的正式确立,其独立价值将日益凸显。然而,也应充分认识到代理权征集制度是一把“双刃剑”,我们在发挥该制度积极作用的同时,也要高度警惕它被滥用从而损害广大中小股东利益,扰乱证券市场秩序。本文对代理权征集滥用的探讨,并不是否定和降低代理权征集制度的功能和价值,相反,是希望通过违法的、不正当的代理权征集行为的控制,使征集人正当地、合法地、忠实勤勉地利用这一制度工具,更好地发挥其保护中小股东利益、改善上市公司治理水平的重要作用。法律“乃是一种发展的工具,而不仅仅是对发展

[49] 参见深圳证券交易所官网,载 <http://www.szse.cn/application/search/index.html?keyword=征集投票权 法律意见书&r=1583324247572>,最后访问时间:2020年3月3日。

[50] 转引自前引[38],罗培新文,第101页。



的一种回应”<sup>〔51〕</sup>，随着证券法实践的增加和理论研究的进一步深入，一个既能保护中小投资者利益又能防范滥用投票权的征集制度必将会完善发展。

---

---

**Abstract:** The solicitation of proxy has a “double-edged sword” effect on the governance of listed companies. The coexistence of advantages and disadvantages makes it more essential to strictly regulate so as to prevent its abuse. From the perspective of jurisprudence and combining with the problems exposed in the practice of soliciting voting rights in the past, it can be seen that although article 90 of the Securities Law has made significant progress compared with previous legal norms, there are still deficiencies in the regulation of abuse of proxy solicitation. The moral hazard theory and fiduciary duty theory can be used to explain and regulate the abuse of proxy solicitation. From the analysis of article 90 of the Securities Law, it can be found that the inadequacy of the requirements for the qualifications, conditions, executing procedures of the solicitor and the cursory provisions of information disclosure during the solicitation process and the liability for damages for illegal solicitation may all lead to abuse of proxy solicitation. In order to regulate the abuse of proxy solicitation more effectively, we should start with the restrictions on solicitor qualifications and conditions, the establishment of the internal control mechanism of the decision-making process for the proxy solicitation, the establishment of statutory information disclosure system and differentiated information disclosure system including the purpose of solicitation, the implementation of securities gatekeeper witness system and these will further improve the provisions of article 90 of the Securities Law.

**Key Words:** solicitation of shareholders' proxy, solicit voting rights, solicitation purpose, information disclosure

---

---

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)

---

〔51〕 John Henry Merryman, *Comparative Law and Social Change : On the Origins, Style Decline & Revival of the Law and Development Movement*, 3 *the American Journal of Comparative Law*, 462 - 463 (1997). 转引自公丕祥：《法制现代化的理论逻辑》，中国政法大学出版社1999年版，第41页。