

## 上市公司表决代理权征集的制度 探析与法律规制

周 冰\*

**摘要:**在新《证券法》实施的背景下,上市公司表决代理权征集制度成为亟待深入研究的问题。当前立法工作的重心应是建立和完善非对抗性征集和表决代理权竞争两个层次的制度体系。前者以信息披露义务为核心,需要重点关注征集行为界定、披露标准衡量与违法征集的股东诉讼等问题;后者则遵循市场竞争、优胜劣汰的逻辑,合理分配征集成本,完善股东名册的获取规则,解除对征集主体资格的限制。

**关键词:**表决权代理 表决代理权征集 表决代理权竞争 信息披露义务 征集成本

### 引 言

现代大型上市公司的发展,使大量中小股东囿于时间、精力与专业知识等因素,缺少亲自参加股东大会的意愿,表决权代理(proxy voting)机制于

---

\* 浙江大学光华法学院2017级本科生。

是应运而生,并自然演化为表决代理权征集(proxy solicitation)。<sup>[1]</sup>征集的一般运作方式,即代理人将格式化的表决代理权征集书(proxy statement)发送给公司股东,主动请求授权。<sup>[2]</sup>为了回应实践的需要,在2019年12月最新修订的《证券法》中,我国首次于法律层面正视了表决代理权征集制度。<sup>[3]</sup>新增的《证券法》第90条和第199条主要对征集人的主体资格、信息披露义务、有偿征集禁止,以及违法征集的赔偿责任和行政责任等问题作出了回应,并被置于“投资者保护”一章以下,以彰显其立法宗旨,可谓在表决代理权征集立法上迈出了实质性的一步。<sup>[4]</sup>

不过,新《证券法》的相关条文以一般性规定居多,若没有具体实施机制的配套,仍难以有效应对实践中存在的问题;囿于先前我国学界理论研究之局限,新增规定中也存在一些有待商榷之处。有鉴于此,本文以下针对新法的实施和完善,首先在理论层面探析制度构建的必要观察视角,明确相关规则需要应对的现实问题,以及提供立法模式和规

[1] See Melvin A. Eisenberg, James D. Cox, *Corporations and Other Business Organizations: Cases and Materials*, Foundation Press, 10th ed., 2011, p. 369.

[2] 参见施天涛:《公司法论》,法律出版社2018年版,第346~347页。英美法中,“代理”(proxy)可同时指称授权文书、授权行为或者被授予表决权之人。See Alan R. Palmiter, *Examples & Explanations for Corporations*, Wolters Kluwer Law & Business, 2009, 6th ed., p. 227. 因此,我国学者(尤其是在台湾地区)亦有时将“proxy solicitation”译作“委托书征集”。

[3] 于此之前,我国仅有《公司法》第106条对表决权代理行使作出了原则性的规定。

[4] 需要说明的是,新《证券法》第90条规定中征集行为的客体,除股东表决权外,还包括了股东提案权。据此,我国有学者认为不宜再使用“投票权征集”等说法,而应以“代理权征集”统一代之。但笔者对此不以为然。一则从逻辑上很难想象“提案权”如何成为“征集”的行为客体;二则我国《公司法》第102条和第106条早已将股东提案权和股东表决权代理作为两个完全分离的制度对待。一个合理的解释是,《证券法》第90条其实是效仿了美国法中被称为“proxy access”的股东提案权行使模式,即允许股东将自己的政策提案或者董事提名写入公司发放的征集书中,再交由被征集股东决定是否授予表决代理权以支持该提案或人选。See Stephen J. Choi, Adam C. Pritchard, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, 4th ed., Foundation Press, 2015, pp. 700-701. 可见,proxy access 实质上仍然是在征集股东的表决代理权,因而没有必要另造一个所谓“代理权征集”的上位概念。再考虑到proxy access 制度本身在美国也有不少争议,在我国更会面临与《公司法》衔接的困境,故本文不再论述有关proxy access 的问题。

制思路方面的建议。之后,本文将根据已确立的规制思路,结合对比较法经验的借鉴和批判,着重展开具体规则构建的讨论。

## 一、表决代理权征集的制度探析与立法问题

### (一) 表决代理权征集的观察视角

对于表决代理权征集的制度意义及其在公司治理中扮演的应然角色,应当从公司表决权理论(theory of corporate voting)和公司控制权市场(market for corporate control)两个视角进行观察,才能得到清晰而完整的认识。任何一个视角的缺失都会导致制度构建的价值追求的不完善,因而有必要略加阐述。

#### 1. 公司表决权理论视角

既然表决代理权征集制度的初始功用是便于上市公司股东行使表决权,就首先需要考察公司表决权理论对股东表决权价值的阐释。Frank Easterbrook 与 Daniel Fischel 认为,表决权的主要意义是填补公司契约之空白(gap-filling),而股东作为公司的剩余索取权人(residual claimant),由其作出填补空白的自由裁量,可以产生最适当的公司决策。<sup>[5]</sup> 然而,上市公司股东无法事必躬亲,故委托董事进行日常决策活动,其间就产生了 Michael Jensen 与 William Meckling 所谓的“委托—代理”关系(principal-agent relationship)。<sup>[6]</sup> 此时,股东通过行使表决权产生或者罢免董事,能够促使董事对其负责,使双方利益协调一致,是降低代理成本的有效手段。<sup>[7]</sup> 在此视角下,由于表决代理权征集制度实现了股东行为能力的有效扩张,也就实现了上述效益的有效扩张。

---

[5] 参见[美]弗兰克·H. 伊斯特布鲁克等:《公司法的逻辑》,黄辉编译,法律出版社2016年版,第312~318页。

[6] See Michael C. Jensen, William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 *Journal of Financial Economics* 305 (1976), p. 308.

[7] See Randall S. Thomas, Patrick C. Tricker, *Shareholder Voting in Proxy Contests for Corporate Control, Uncontested Director Elections and Management Proposals: A Review of the Empirical Literature*, 70 *Oklahoma Law Review* 9 (2017), p. 13.

## 2. 公司控制权市场视角

一旦有反叛股东 (insurgent) 站出来征集表决代理权, 以反对现任经理层 (incumbent) 的董事提名或者政策提案, 一场表决代理权竞争 (proxy fight / proxy contest) 就将拉开帷幕。两个征集程序必须同时进行, 竞争双方要单独准备征集材料并寄送公司股东, 诱劝股东授予己方表决代理权, 以最终实现对董事会组成或者公司政策的控制。<sup>[8]</sup> 表决代理权竞争的本质是股东内部的公司控制权争夺, 是公司控制权市场的重要表现形式之一。<sup>[9]</sup>

公司控制权市场是公司外部治理机制, 主要有敌意收购 (hostile takeover) 和表决代理权竞争两种形式。由于公司控制权市场的存在, 未能实现股权价值最大化的经理层会面临失去岗位的威胁, 从而创造了经理层谋求股东利益的强有力激励。<sup>[10]</sup> 相较敌意收购, 表决代理权竞争一般仅就特定公司政策或者董事选任发起, 不会直接导致公司所有权结构的重大变化, 因而是成本更低的夺权选项, 反叛股东亦无触发目标公司反收购机制 (anti-takeover device) 之虞。<sup>[11]</sup> 多项针对美国上市公司的研究证实了表决代理权竞争在公司治理中的积极作用。首先, 当市场知悉一家公司发生表决代理权竞争时, 该公司的股价就会上涨; 无论竞争双方胜负如何, 上涨的公司股价都会继续保持下去。<sup>[12]</sup>

[8] 参见[美]斯蒂芬·M. 贝恩布里奇:《理论与实践中的新公司治理模式》, 法律出版社2012年版, 第182页。

[9] 值得注意的是, 我国有学者著作中有时会出现诸如“‘表决权征集’在美国又称‘委托书竞争’”的错误说法。事实上, 表决代理权竞争只是一种对抗性的表决代理权征集, 二者之间是上位概念和下位概念的关系, 并非互为别称。一定程度上, 这种概念误用也是我国学者在相关研究中经常欠缺公司控制权市场视角的反映。

[10] 参见[美]罗伯塔·罗曼诺:《公司法基础》, 罗培新译, 北京大学出版社2013年版, 第513页。

[11] See Mark A. Stach, *An Overview of Legal and Tactical Considerations in Proxy Contests: The Primary Means of Effecting Fundamental Corporate Change in the 1990s*, 13 *George Mason University Law Review* 745 (1991), p. 745.

[12] See Peter Dodd, Jerold B. Warner, *On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests*, 11 *Journal of Financial Economics* 401 (1983); John Pound, *Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight*, 20 *Journal of Financial Economics* 237 (1988); Georgeson & Co., Inc., *Proxy Contest Study, October 1984 to September 1990* (Dec. 14, 1990).

对此合理的解释是,表决代理权竞争促使了经理层更好地服务股东利益,因而实现了公司价值的真正增长。再者,即便反叛股东夺权以失败告终,72%的公司也会在竞争的三年后更换新的经营团队。<sup>[13]</sup>也就是说,表决代理权竞争可能是变革的催化剂,也可能只是更深层次治理问题的反映,但无论是哪种情况,公司经营管理的重大变革通常都会随之而来。<sup>[14]</sup>

## (二) 表决代理权征集的现实问题

根据上述两个观察视角,表决代理权征集确实可以发挥优化公司决策、降低代理成本和重新分配市场议价权的作用,进而实现对中小投资者的保护。然而,现实情况很可能与理论设想大相径庭。Melvin Eisenberg指出,这既有经济现实的影响,亦是法律制度使然。<sup>[15]</sup>在经济现实方面,主要是由于上市公司普遍存在股东理性冷漠(rational apathy)的倾向与表决权行使中的“集体行动问题”(collective action problem),削减了股东借助征集机制参与公司治理的意愿和能力,甚至致使现实中“华尔街规则”(wall street rule)替代了股东表决权机制。<sup>[16]</sup>不过,更重要的还是法律制度因素,征集机制的特征导致了表决代理权的异化,使上市公司运作中的权力分配与公司基本治理结构实际呈现逆向关系。

具体而言,表决代理权征集不能仅被视为一种规模化和公开进行的表决代理权的授予行为,表决代理权在这特殊过程中发生了两个维度上的异化。第一,主体性权利客体化。代理权之授予一般系委托人基于自身需要而主动为之,但征集程序之启动却取决于代理人之目的。

---

[13] See Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, *Proxy Contests and the Governance of Publicly Held Corporations*, 23 *Journal of Financial Economics* 29 (1989); Lisa F. Borstadt, Thomas J. Zwirlein, *The Efficient Monitoring Role of Proxy Contests: An Empirical Analysis of Post - Contest Control Changes and Firm Performance*, 21 *Financial Management* 22 (1992).

[14] See Jesse H. Choper, John C. Coffee Jr., Ronald J. Gilson, *Cases and Materials on Corporations*, Wolters Kluwer Law & Business, 7th ed., 2008, pp. 547 - 548.

[15] See Melvin Aron Eisenberg, *Access to the Corporate Proxy Machinery*, 83 *Harvard Law Review* 1489 (1970), p. 1490.

[16] See Jesse H. Choper, John C. Coffee Jr., Ronald J. Gilson, *Cases and Materials on Corporations*, Wolters Kluwer Law & Business, 7th ed., 2008, pp. 543 - 544.

经理层和控股股东集团性地劝诱公司股东授予其表决代理权,被征集股东转而沦为从属地位,于是,表决代理权从主动状态走向了被动状态,主体性权利被完全客体化为他人征集的对象。<sup>[17]</sup> 第二,委托代理契约逆向化。在一般的委托代理关系中,委托人会利用正向设计的契约建立激励和制约机制,以解决委托人和代理人之间的利益冲突和信息不对称问题。然而,征集书由代理人制作和发放,是一种反向设计的委托代理契约,这意味着股东无法再以契约的方式控制代理成本。<sup>[18]</sup>

表决代理权异化的后果是,若不加以规制,征集机制很可能沦经理层掌控公司和永续职位的工具:经理层总是挑选对其效忠的董事人选或者对其有利的政策提案写入征集书中,而大多数的股东只能选择被动接受;即使有反叛股东发起表决代理权竞争,也需要有足够财力的支持,而且成功的概率也不大。<sup>[19]</sup> Berle 与 Means 就曾评论道:“表决代理权征集变成了这样一种基本工具,股东并非藉此对公司经营者行使权力,而是通过它使股东与其权力相分离。”<sup>[20]</sup>

不过,上述负面效应绝非无法克服的,更无须因此对该制度采取悲观和否定的态度。尽管征集机制可为代理人之目的而被运用,但本质上仍是一种中性的手段。纵然股东和经理层之间存在不可避免的控制权失衡,但是仍然可以通过制度设计,消除股东参与公司治理的障碍。正如 Louis Loss 与 Joel Seligman 评价的,表决代理权征集是“我们经济安排中一个扬善或作恶的巨大力量。不受监管时,这种做法将公开引发经理层的自我永存和不承担责任。适当限制时,它完全可以变成现代公司制度的救星。此时,它处于两种极端之间的某处”。<sup>[21]</sup> 正因如

[17] 参见梁上上:《股东表决权:公司所有与公司控制的连接点》,载《中国法学》2005年第3期。

[18] 参见王星皓,李记岭:《论中小股东在公开征集投票权中的救济》,载《河北法学》2019年第8期。

[19] See Jesse H. Choper, John C. Coffee Jr., Ronald J. Gilson, *Cases and Materials on Corporations*, Wolters Kluwer Law & Business, 7th ed, 2008, pp. 542 – 543.

[20] 参见[美]阿道夫·A. 伯利、[美]加德纳·C. 米恩斯:《现代公司与私有财产》,甘华鸣、罗锐韧、蔡如海等译,商务印书馆2005年版,第150页。

[21] [美]路易斯·罗思、[美]乔尔·塞利格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第386页。

此,表决代理权征集立法的重要性就尤为凸显。

### (三) 表决代理权征集的立法问题

有效的实施机制离不开科学的立法体系构建,为此需要回答两个前提问题:我国表决代理权征集立法应当采取何种模式?具体规则构建的讨论又该遵循何种思维进路展开?

#### 1. 双层次的立法模式

世界各国和地区一般对表决代理权征集采取双层次的立法模式:上层是立法机关制定的公司法、证券法或者证券交易法中的一般条款,下层则是证券市场监管机构制定的具体规则。<sup>[22]</sup>例如,美国表决代理权征集运作的法律基础是各州公司法对股东大会制度、股东表决制度和表决权代理行使的一般性规定;联邦层面,美国国会于1934年《证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934)第14节中授权联邦证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)对征集进行法律规制。SEC颁布了一系列规范性文件,于是形成了美国联邦证券法的“表决代理权征集规则”(Proxy Rule,即Regulation 14A,以下简称“SEC规则”)。<sup>[23]</sup>“SEC规则”因其体系完整,被称为美国法上的“小证券法”,成为我国台湾地区、日本有关立法的效仿对象。<sup>[24]</sup>

回顾美国“SEC规则”的演进历程,可以发现,将具体规则制定权下放至证券市场监管机构是一种比较理想的做法。诚如Holmes大法官所言,“法律的生命不在于逻辑,而在于经验”。“SEC规则”在很大程度上是由SEC及其工作人员的经验塑造的,而不是作为一个先验的逻辑系统来设计的。征集人和SEC之间的持续对话,再加上法院偶尔的干预,才产生了越来越复杂的规则体系。由于实践中公司和股东的关系处于不断的变化之中,行政机关的灵活性和积累的实践经验使之

---

[22] 参见梁上上:《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190~191页。

[23] See Thomas Lee Hazen, Jerry W. Markham, *Corporations and Other Business Enterprises: Cases and Materials*, 3rd ed., West Academic Publishing, 2009, pp. 657-658.

[24] 参见范黎红:《论上市公司委托书征集的法律规制:以美国法为研究中心》,法律出版社2010年版,第19页。

更适合应对持续涌现的新问题。<sup>[25]</sup>

事实上,我国行政法规和证监会的通知公告之中已经散存了大量的表决代理权征集有关规则,但行政立法的现状并不理想。首先,现有规则缺乏体系性,存在明显的重复问题。例如,禁止有偿征集与禁止持股比例限制等规定在多部部门规范性文件中反复出现。<sup>[26]</sup>其次,现有规则基本只涉及了征集过程中信息的披露和使用问题,存在诸多规范空白,缺少征集行为界定、征集成本负担、违法征集的股东诉讼等方面的必要规定。最后,现有规则大多可操作性不足。例如,多部规则均规定了信息披露义务,但都没有提出具体的披露要求。<sup>[27]</sup>总之,规则制度的不完善使我国实践中开展的表决代理权征集活动难以得到有效规制,是该制度发展的重要障碍。

笔者建议,在我国新《证券法》已经勾勒出征集制度的基本框架的背景下,法律需要再授权证监会制定规范征集活动的实施规则,逐步建立和完善双层次的立法模式。证监会的工作,一是对既有规则进行梳理整合、去芜存菁;二是要填补先前的规范空白。当然,考虑到我国法律体系的特殊性,关于股东诉讼的规则不妨交由司法解释处理。

## 2. 规制思路的展开

立法的科学性在很大程度上取决于规则制定者是否有清晰的规制思路。笔者认为,具体实施规则构建的讨论,应当在非对抗性表决代理权征集(non-contested proxy solicitation)和表决代理权竞争两个语境下分别展开。尽管两种情形下征集的基本程序并没有显著区别,但对二者的法律规制遵循显著不同的逻辑,需要把握和区分二者的问题重心。<sup>[28]</sup>

---

[25] See Robert B. von Mehren, John C. McCarroll, *The Proxy Rules: A Case Study in the Administrative Process*, 29 *Law and Contemporary Problems* 728 (1964), pp. 735 - 736.

[26] 参见《上市公司章程指引》第78条第4款、《上市公司治理准则》第16条、《上市公司股东大会规则》第31条第4款。

[27] 参见《上市公司章程指引》第78条第4款、《上市公司治理准则》第16条第2款、《上市公司股东大会规则》第31条第4款、《股票发行与交易管理暂行条例》第65条。

[28] 关于表决代理权征集基本程序的介绍,可以参见 Jeffrey D. Bauman, Alan R. Palmiter, Frank Partnoy, *Corporations: Law and Policy, Materials and Problems*, 6th ed., Thomson West, 2007, pp. 510 - 515。鉴于文章篇幅和行文逻辑的考虑,以及该内容通常不会成为实践中的理论疑难,故本文对此不再赘述。



非对抗性征集仅在现任经理层和被征集股东之间进行,实质是对股东大会的代替。<sup>[29]</sup> 经理层凭借征集书中的信息单方面诱劝股东作出授权决定,股东决策时所依据的信息几乎完全受制于征集书上负载的内容。然而,由于在非对抗性征集中没有来自竞争对手的压力,经理层可能不会自觉确保征集书中信息的真实性和完整性,甚至有意虚假陈述。为促使经理层充分披露有关公司事务的真实信息,以便股东依其理性判断行使实质性的表决权,非对抗性征集法律规则的构建应当以信息披露义务为核心展开。<sup>[30]</sup> 事实上,成熟市场经济国家的证券市场监管法莫不以信息披露监管为核心,其背后体现的是尊重和强调充分信息披露基础之上投资者“买者自负”(caveat emptor)的基本理念。可以说,此次《证券法》修订中众多重要制度变革都是向“披露哲学”(disclosure philosophy)的回归,因而新法实施机制的设计必须贯彻这一理念,表决代理权征集的法律规制亦不例外。<sup>[31]</sup>

与此同时,表决代理权竞争的问题重心与非对抗性征集大有不同。虽然信息披露的监管对于表决代理权竞争仍是尤为重要的,但是正如SEC的评价,一旦经理层在征集中遭遇了竞争对手,“征集的关注问题、过程中的压力和整体的气氛都发生了改变”。竞争双方为说服股东向其授权,会充分且明确地表达己方的立场和理由,并纠正对方征集书中的不实之处。表决代理权竞争中的征集书一般更生动易读,诸如

---

[29] SEC 也曾在一份文件中明确地表达了这一观点:“表决代理权规则寻求改进公司的表决代理权征集程序,使其尽可能取代实际的股东大会,尤其是尽可能地复制股东大会的年会。因为征集程序已成为股东了解待决事项、并向公司管理层公布其观点的主要方式。” See Joseph A. Grundfest, *SEC's Proposed Proxy Access Rules: Politics, Economics, and the Law*, 65 *The Business Lawyer* 361 (2010), p. 371.

[30] See Robert B. von Mehren, John C. McCarroll, *The Proxy Rules: A Case Study in the Administrative Process*, 29 *Law and Contemporary Problems* 728 (1964), p. 730.

[31] 遗憾的是,我国学界当前尚未能在有关表决代理权征集的讨论中回归“披露哲学”。例如,有学者主张与征集事项存在利益关联等情形的独立董事不得作为征集人,希望以此制约独立董事滥用征集机制,参见董新义:《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》,载《财经法学》2020年第3期。然而,如果这些情况都能在征集书中得以真实、完整地披露,剩下的不过是被征集股东自主判断该独立董事还能否代表自己利益的问题,因而并不影响股东的理性自决。换言之,既然征集人利益冲突等问题可以通过信息披露监管解决,法律不应该“一刀切”地事先禁止。

广告、演讲等宣传活动会更激烈地展开,征集的主题也从公司经营事务的告知扩展到了候选董事个人情况的展示,颇有政治选举之氛围。<sup>[32]</sup>因此,如果当事人对争议事实存有疑义,最有效的澄清途径并非强制性的披露义务,而是竞争双方和股东不断自由沟通。笔者认为,表决代理权竞争法律规制中占据主导地位的是市场竞争、优胜劣汰的逻辑,故其研究应聚焦于现任经理层与反叛股东间竞争规则的设计,以确保双方的公平、有效竞争,并让公司和股东成为最终受益者。正如本文将在第四部分指出的,这主要通过征集成本负担等规则实现。

根据以上思路,本文以下将区分非对抗性表决代理权征集和表决代理权竞争两种情形,分别展开具体法律规则构建的讨论。

## 二、非对抗性表决代理权征集的法律规制

征集人的信息披露义务既是监管机构对征集材料进行事前审查的对象,又是股东在事后对违法征集行为提起诉讼的依据,贯穿了征集的全过程。笔者认为,立法需要重点关注信息披露义务的范围界定、标准衡量和股东救济三个方面的问题。这三方面的规则构造分别在事前、事中和事后影响着信息披露制度的功能发挥。

### (一) 信息披露义务的范围界定

根据监管法规的要求,一旦某种行为被认定为表决代理权的征集行为,行为人就必须履行信息披露义务并向监管机构备案,所以信息披露义务范围界定的实质,就是对“征集”概念的内涵和外延作出界定。多数情形下,“征集”的形式就是征集人寄送征集材料,与公司股东进行正式的书面沟通。但现实中,征集人对股东的诱劝还可能通过多种其他方式展开,例如借助广告、电话、座谈、新闻发布会等途径展开宣传攻势,鼓吹即将采取的经营政策,或者攻讦其竞争者。此时,何者为征集行为,何者又为公司董事会与股东或者股东相互间的一般交流活动,

---

[32] See Robert B. von Mehren, John C. McCarroll, *The Proxy Rules: A Case Study in the Administrative Process*, 29 *Law and Contemporary Problems* 728 (1964), pp. 732 - 733.

可能界限模糊,难以分辨。<sup>[33]</sup>我国现行法对征集行为界定的问题未置一词,故不妨参考美国的立法与实践展开讨论。

### 1. 合理计划标准

SEC 最初于 1935 年将“征集”定义为:“为取得表决代理权、同意或者授权,以及要求提供任何授权委托书,无论空白与否,而与股东进行之交流或向股东提出之请求。”之后,SEC 在 1940 年、1942 年与 1956 年的修订中连续三次扩大了“征集”的概念,最终提出了“合理计划”(reasonably calculated)标准。<sup>[34]</sup>根据“SEC 规则”14a-1(1)(iii)规定,“征集”包括:“在合理计划导致获取、拒绝给予或者撤销表决代理权的情况下向证券持有人提供征集书或者其他通信。”<sup>[35]</sup>如此,任何向股东发起的交流,只要是经合理计划会导致股东同意或拒绝授予表决代理权的,悉数被纳入“征集”概念的涵摄范围之内。

SEC 如此立法的意图,是希望尽可能扩张信息披露义务的适用范围,以使投资者在决策前就能获取一份经其审查的强制性披露文件。合理计划标准能确保在征集程序启动前,即使经理层未面临任何竞争压力,其向股东的诱导、劝说行为亦受到信息披露义务的潜在约束。<sup>[36]</sup>若不如此,“股东一旦在征集人正式发出代理权授予的请求前就被充分传播的错误信息诱导,委员会就再也无力保护股东了。”<sup>[37]</sup>

### 2. 合理计划标准之修正

SEC 的上述做法目的清晰,效果显著,为之后美国法院的裁判普遍

---

[33] See Paulette W. Lee, *Solicitation under the Proxy Rules: The Need for a More Precise Definition of Solicitation*, 8 Southwestern University Law Review 1019 (1976), p. 1040.

[34] See Jill A. Hornstein, *Proxy Solicitation Redefined: The SEC Takes an Incremental Step Toward Effective Corporate Governance*, 71 Washington University Law Quarterly 1129 (1993), pp. 1138 - 1139.

[35] 中国证券监督管理委员会组织编译:《美国〈1934 年证券交易法〉及相关证券交易委员会规则与规章》(第 2 册),法律出版社 2015 年版,第 486 ~ 487 页。

[36] See James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langvoort, *Securities Regulation: Cases and Materials*, 8th ed., Wolters Kluwer Law & Business, 2017, pp. 969 - 970.

[37] Alan R. Palmiter, Frank Partony, *Corporations: A Contemporary Approach*, West Academic Publishing, 2010, p. 457.

遵循。<sup>[38]</sup> 但是合理计划标准在实践中也暴露出一定的弊端,受到的最主要批评是其过度扩张了信息披露义务的适用边界,几乎到了无所不包的地步,结果“可能潜在地将几乎所有涉及公开交易公司的意见表达变成一个受监管的表决代理权征集”。<sup>[39]</sup> 对此,SEC 虽然继续坚持合理计划标准的立场,但是增加了“试水”(test the waters)条款和“安全港”(safe harbor)条款作为例外规则,以缓和其弊端。

首先,所谓试水条款,即“SEC 规则”14a-2(b)(2),允许在被征集股东不超过十人的情况下,豁免征集人的信息披露及其他义务,故又称“十人规则”(ten person rule)。试水条款旨在使征集人于最初积聚力量之时,其小范围的试探性征集不受信息披露义务的妨碍。由于上市公司的前十大机构投资者已经持有了相当大数量的股份,潜在征集人一般可以在试水条款的保护范围内,大致评估征集的损益如何。<sup>[40]</sup> 在表决代理权竞争的情形下,若没有此项规定的保护,反叛股东的行动计划可能被过早暴露,从而使公司经营层得以提前防备,甚至发起反征集(counter-solicitation)。<sup>[41]</sup> 可见,试水条款保护了股东间的交流,还避

---

[38] See Jill A. Hornstein, *Proxy Solicitation Redefined: The SEC Takes an Incremental Step Toward Effective Corporate Governance*, 71 *Washington University Law Quarterly* 1129 (1993), p. 1139; *Studebaker Corporation v. Gittlin*, 360 F. 2d 692 (2d Cir. 1966); *Sargent v. Geneseo, Inc.*, 492 F. 2d 750 (5th Cir. 1974).

[39] 参见[美]路易斯·罗思、[美]乔尔·塞利格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第391页。甚至有观点认为,SEC的做法违反了“联邦宪法第一修正案”(the First Amendment),因为股东对经理层的任何批评都可能在一定语境下被视为表决代理权征集的前奏而被审查,这严重侵犯了股东的言论自由。See *Long Island Lighting Company v. Barbash*, 779 F. 2d 793 (2d Cir. 1985).

[40] See Stephen J. Choi, Adam C. Pritchard, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, 4th ed., Foundation Press, 2015, p. 685.

[41] See Paulette W. Lee, *Solicitation under the Proxy Rules: The Need for a More Precise Definition of Solicitation*, 8 *Southwestern University Law Review* 1019 (1976), p. 1019.

免了额外的资源损耗,对促进股东参与公司治理有重要意义。<sup>[42]</sup>

其次,所谓“安全港”条款,是指“SEC 规则”在 1992 年的修订中为信息披露义务的适用新增除外情形,作为股东间交流的“安全港”。<sup>[43]</sup>修改后的“SEC 规则”14a-2(iv)明确规定了不纳入审查范围的股东间有关表决意向的陈述及理由交流,主要包括股东通过公共论坛演说、广播媒介、出版物等途径发表的意见、声明等。<sup>[44]</sup>借此,股东可以自由公开其表决意向的言论,不必担心受到监管机构的审查,从而增强对公司经营者的压力。

此外,“SEC 规则”中“合理计划”的判断标准缺失,也是有待修正的一个问题。在理论上,“合理计划”可以有主观标准和客观标准两种评判方式。客观标准接近于所谓的“一般理性人”(reasonable person)标准,即将发起通讯的人视为一般理性之人,判断其能否预料到该行为会对征集结果产生影响;主观标准则关注行为人的真实意图,探究影响征集结果是否就是征集人的目的所在。SEC 至今未给出明确的回应,法院裁判的立场也尚未统一。<sup>[45]</sup>对此,笔者赞成采取客观标准的观点。原因在于,既然信息披露义务的目的是保护股东免受不实信息的误导,那么受到法律规制的征集行为范围,就应当从社会公众的客观视角确立。再者,考虑到一切违法征集诉讼都以证明征集行为之存在为门槛,而征集人的主观意图证明难度较高,因此主观标准会令原告负担

---

[42] 值得一提的是,我国《股票发行与交易管理暂行条例》第 65 条规定,征集人需要在被征集股东超过 25 人时履行信息披露义务。对此作反面解释,即意味着信息披露义务不及于 25 人以下的征集活动。也就是说,我国立法早在 20 世纪 90 代就有了近似试水条款的规定。此外,2002 年证监会深圳证券监管办公室发布的《上市公司征集投票权操作指引》也有规定,任何非通过公开方式取得的表决代理权授权书只要不超过 10 份,就可以豁免信息披露义务。不过,我国后续的相关规范性文件中再未见此类规定。

[43] See Michael D. Waters, *Solicitation under the SEC's Proxy Rules: Charting the Safe Harbor for Shareholder Communications*, 2 *Jones Law Review* (1998), p. 8.

[44] 参见中国证券监督管理委员会组织编译:《美国〈1934 年证券交易法〉及相关证券交易委员会规则与规章》(第 2 册),法律出版社 2015 年版,第 486~487 页。

[45] See Paulette W. Lee, *Solicitation under the Proxy Rules: The Need for a More Precise Definition of Solicitation*, 8 *Southwestern University Law Review* 1019 (1976), pp. 1020-1022.

过重的证明责任,不利于被征集股东的保护。<sup>[46]</sup>

## (二) 信息披露义务的标准衡量

SEC 对信息披露的基本观点是,“如果更多的信息得以披露,而且股东得到更多的富有价值的参与机会,他们将会很好地充当公司财产所有者和公司决策者的角色”。<sup>[47]</sup> 不过,信息披露虽对增进股东民主有积极意义,也必须合理控制其限度,否则可能适得其反。Stephen Bainbridge 提醒到,过量的信息披露会增加股东阅读征集书的机会成本,反而加剧股东消极。<sup>[48]</sup> Easterbrook 和 Fischel 则强调过量信息披露会导致股东财富的减少,一是由于高昂的披露成本最终还是转化为股东负担;二是经理层可能因为担心披露带来诉讼、负面媒体报道或者监管机构的介入,于是不敢从事一些促进公司利润最大化的行为。<sup>[49]</sup> 总之,信息披露义务如同表决代理权征集的“控制阀”,“阀值”大小是影响该制度功能发挥的重要因素,因而需要寻找权衡之道。

### 1. 规范文件

信息披露标准首先由监管机构制定的规范文件提供,其作用是为征集书中的信息披露确立最低标准。我国证监会尚未制定出全国统一适用的有关规范文件。在地方上,仅证监会深圳证券监管办公室曾于 2002 年发布了《上市公司征集投票权操作指引》(以下简称《指引》)。<sup>[50]</sup> 《指引》第 4 条规定征集材料中至少包括下述内容:(1)征集者必须明确表明自己对每一表决事项的投票态度。(2)每一表决事项的提名者。(3)表决事项之间是否存在相互关系或互为条件。(4)征集者、公司董事、经理、主要股东等相互之间以及与表决事项之间的利

[46] See Paulette W. Lee, *Solicitation under the Proxy Rules: The Need for a More Precise Definition of Solicitation*, 8 *Southwestern University Law Review* 1019 (1976), pp. 1019, 1026 - 1027.

[47] [美] 弗兰克·伊斯特布鲁克、[美] 丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,罗培新、张建伟译,北京大学出版社 2014 年版,第 83 页。

[48] 参见[美] 斯蒂芬·M. 贝恩布里奇:《理论与实践中的新公司治理模式》,法律出版社 2012 年版,第 174 页。

[49] 参见[美] 弗兰克·H. 伊斯特布鲁克等:《公司法的逻辑》,黄辉编译,法律出版社 2016 年版,第 342 页。

[50] 《指引》并不具有强制执行效力,只是适用于该地区上市公司的指导意见。

害关系。<sup>[51]</sup> 虽然《指引》规定的强制披露事项具有较高的共通性,但这是以牺牲规范的丰富性和精确性为代价的,从而可能导致实际操作中披露文件过于简略。

美国在规范披露文件方面则采取了一般信息披露和典型情形下的信息披露相结合的做法。“SEC 规则”14a-3 要求征集人事先上报于 SEC 登记的材料中,必须包含“附表 14A”(Schedule 14A)中规定的信息。<sup>[52]</sup> “附表 14A”第 1~6 项与《指引》所列举项目近似,一般适用于所有征集书,无论提议采取的行动类型如何;项目 7 相当细致地规定了有关董事选举所要求的信息,项目 9 至项目 12 则涉及各种其他主题的提案;财务报表由项目 13 所要求,仅适用于就证券的授权、发行、变更或交换采取的行动。<sup>[53]</sup> 笔者认为,“附表 14A”项目类型的设置方式较好地兼顾了信息披露规范文件的统一性和实践情形的复杂性,可供我国证监会将来制作披露文件时参考。

## 2. “重大性”(materiality)标准

信息披露规范文件无法事先计划个案中征集人应当披露的全部信息,因此监管机构或者法院在对征集书进行审查时,还需要找到合适的个案裁量标准,亦即合规信息披露的最高标准。只要征集人披露了该标准所要求的全部信息,其行为就不构成违法。该标准不但是征集人履行披露义务的行为基准,亦是股东私人诉讼的要素之一。我国在这方面几乎没有实践素材的积累,美国司法实践则普遍采取重大性标准。

在普通法中,反欺诈诉讼的基本要素之一就是证明虚假陈述对该交易来说是“重大的”。美国联邦最高法院在 *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*<sup>[54]</sup> 一案中确立,表决代理权的征集人亦应披露所有具有重大性的信息,否则构成可诉的虚假陈述行为。依其观点,重大性标准

[51] 参见范黎红:《论上市公司委托书征集的法律规制:以美国法为研究中心》,法律出版社 2010 年版,第 87~88 页。

[52] See Charles R. T. O'Kelley, Robert B. Thompson, *Corporations and other Business Associations: Cases and Materials*, Wolters Kluwer Law & Business, 7th ed., 2014, p. 230.

[53] 参见[美]路易斯·罗思、[美]乔尔·塞利格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社 2008 年版,第 399 页。

[54] *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U. S. 438, 447 (1976).

即原告“必须证明在所有情况下,一个理性股东在深思熟虑后极有可能认为被遗漏的事实是重要的。换言之,必须存在这样一种重大可能性,即理性的投资者会认为被遗漏的事实已极大地改变了被披露信息的‘完整含义’(total mix)”<sup>[55]</sup>

TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 一案展示了法院如何在实例中应用重大性标准。该案中,原告公司股东主张一项关于公司出售、清算的表决代理权征集违法,因征集人未披露资产的购买者(被告)实际上控制了原告公司的董事会。法院认为,这一未披露的事项并不具有重大性,因为征集书中已经披露了被告享有原告公司34%的股份,并且原告公司的10名董事中有5名是被告提名的。一个理性的股东据之足以推知被告控制了原告董事会的事实,此外更多的披露都是多余的,因其不会改变信息的“完整含义”<sup>[56]</sup> 此案之后,美国法院不但在大量有关违法征集行为的判例中普遍遵循了“重大性”标准,还将其应用于其他领域信息披露标准的裁量中,包括证券欺诈、要约收购、虚假注册说明书、招股书和通讯等<sup>[57]</sup> 可见,“重大性”标准得到了广泛的认可<sup>[58]</sup>

笔者认为,重大性标准的优势在于:一方面,原告股东无须证明被遗漏的信息足以改变其授予表决代理权的决定,而只需证明这很可能对于一个理性股东的决策是重要的,如此,征集人在败诉的压力下就会主动披露一个理性股东所需要的决策信息;另一方面,不具有重大性的信息无须被披露,股东就不会被淹没在过量的信息中,征集人亦不必担心动辄得咎。因此,重大性标准在保障被征集股东的救济权利与防止

[55] 参见[美]莱瑞·D.索德奎斯特:《美国证券法解读》,胡轩之、张云辉译,法律出版社2004年版,第217~218页。

[56] See Alan R. Palmiter, *Examples & Explanations for Corporations*, Wolters Kluwer Law & Business, 2009, 6th ed., p. 201.

[57] See *Beebe v. Pacific Realty Trust*, 99 F. R. D. 60 (1983); *James v. Gerber Products Co.*, 587 F. 2d 324 (6th Cir. 1978); *Flynn v. Bass Bros. Enterprises, Inc.*, 744 F. 2d 978 (3d Cir. 1984); *Kronfeld v. Trans World Airlines, Inc.*, 832 F. 2d 726 (2d Cir. 1987); *Simpson v. Southeastern Inv. Trust*, 697 F. 2d 1257 (5th Cir. 1983).

[58] See John C. Coffee Jr, Hillary A. Sale; *Securities Regulation: Cases and Materials*, Foundation Press, 11th ed., 2009, p. 1282; William H. Painter, *Civil Liability Under the Federal Proxy Rules*, 64 Washington University Law Quarterly 425 (1986), p. 454.



过量信息披露这两个相互冲突的目的之间,找到了合理的平衡点。<sup>[59]</sup>

### (三) 违法披露的股东诉讼

违法披露的法律责任是落实信息披露制度的最后一个环节。监管机构的行政处罚固然是规制征集行为的有效手段,但还需要建立被征集股东的司法救济制度。美国“SEC 规则”14a-9 虽然提供了“反欺诈”(anti-fraud)条款,但对股东是否有权起诉的问题保持了沉默;直到1964年的JI Case Co. v. Borak<sup>[60]</sup>一案,最高法院才确立被征集股东享有“默示的私人诉权”(implied private cause of action)。<sup>[61]</sup>与之不同,我国新《证券法》第90条第4款直接规定了违法征集的民事赔偿责任,相当于明确承认了股东诉权。这一立法进步值得赞许,但仍不足够。私人诉讼的各个构成要素都存在需要解决的理论疑难。美国法院在实践中积累了丰富的素材,可供我国参考。

#### 1. 重大性虚假陈述

征集人是否存在重大性虚假陈述是违法征集诉讼需解决的首要问题。鉴于上文已经详细讨论了重大性标准,故于此不再赘述。

#### 2. 起诉权(standing)与损害(damage)

起诉权源于损害,但并非所有利益受损的主体均有起诉权。由于信息披露制度旨在确保股东授予表决代理权时的理性自决,所以享有起诉权的主体应仅限于有表决权的股东。换言之,如果原告在被征集行为发生之时未能获得股东资格,则原则上不享有起诉权。<sup>[62]</sup>不过,起诉的股东并不一定是被不实信息误导的股东,法院也允许未受欺诈的股东享有起诉权。原因在于,只要虚假陈述误导了其他股东,从而待表决事项获得了批准,就相当于所有公司股东都遭到了损害。<sup>[63]</sup>

---

[59] See William H. Painter, *Civil Liability Under the Federal Proxy Rules*, 64 *Washington University Law Quarterly* 425 (1986), p. 453.

[60] *JI Case Co. v. Borak*, 377 U. S. 426 (1964).

[61] See James D. Cox, Thomas Lee Hazen, *Business Organizations Law*, 3rd ed., West/Thomas Reuters, 2011, p. 394.

[62] 参见[美]托马斯·李·哈森:《证券法》,张学安等译,中国政法大学出版社2003年版,第477~478页。

[63] See James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langvoort, *Securities Regulation: Cases and Materials*, 8th ed., Wolters Kluwer Law & Business, 2017, p. 977.

### 3. 因果关系 (causation)

传统反欺诈诉讼对因果关系的证明采取“信赖标准”(test of reliance),即原告需要证明自己与被告的虚假陈述产生了合理信赖,并基于此处分了自己的权利。但在表决代理权征集中,由于未被不实信息误导的股东亦享有起诉权,所以原告是否产生信赖并不重要。在此若依传统规则,原告可能需要将成千上万的其他被征集股东传唤至法庭,以询问其是否相信了被告的虚假陈述。这显然是难以令人接受的局面。<sup>[64]</sup>

美国联邦最高法院在 *Mills v. Electric Auto - Lite Co.*<sup>[65]</sup> 一案中对此作出了回应。依其观点,原告在证明征集人存在重大性虚假陈述后,只需再证明表决代理权征集是本案交易得以成就的“关键环节”(essential link),就推定因果关系要素成立。<sup>[66]</sup> 据此认定的因果关系被称为“交易因果关系”(transactional causation),即虚假陈述与交易发生存在大致的关联即可。<sup>[67]</sup> 在此标准下,几乎所有案件的因果关系要素都能得到满足,因为对于任何需要股东批准的交易来说,表决代理权征集在其中都是一个“关键环节”。<sup>[68]</sup> 这种做法降低了股东对因果关系要素的举证负担,符合证券监管立法的投资者保护理念。

不过,美国法院在之后的判例中还确立了两种交易因果关系适用的例外情形。其一,若该项交易本就无须经股东表决,或者征集人自身所持票数已足以使之通过,则征集就不再是其中的“关键环节”了。<sup>[69]</sup> 其二,若原告提出了损害赔偿请求,则还需证明“损失因果关系”(loss causation)之存在,即若无被告的虚假陈述行为,原告就不会遭受实际

[64] See Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law*, 2nd ed., West Academic Publishing, 2010, pp. 262 - 263.

[65] *Mills v. Electric Auto - Lite Co.*, 396 U. S. 375 (1970).

[66] See Richard D. Freer, Douglas K. Moll, *Principles of Business Organizations*, West Academic Publishing, 2013, p. 367.

[67] See Thomas Lee Hazen, *Principles of Securities Regulation*, 3rd ed., West Academic Publishing, 2009, p. 92.

[68] See Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law*, 3rd ed., Foundation Press, 2015, p. 292.

[69] See Jeffrey D. Bauman, Alan R. Palmiter, Frank Partnoy, *Corporations: Law and Policy, Materials and Problems*, 6th ed., Thomson West, 2007, p. 558; *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U. S. 1083 (1991).

经济损失。<sup>[70]</sup> 在 1995 年,美国国会将损失因果关系的要求列入了《证券交易法》第 21 节之四(b)款(4)项中,规定:“在根据(《证券交易法》)提起的任何私人诉讼中,原告应该有责任证明被告违反(本法)规定的行为或者不作为造成了对原告的损失,而该损失应是原告寻求获得的损害赔偿。”<sup>[71]</sup>

#### 4. 可归责性(culpability)

违法征集诉讼中对被告的归责原则是美国司法实践尚未解决的疑难问题。最高法院在其裁判中未予回应,而各巡回法院的意见也不统一。第六巡回法院认为,征集人承担赔偿责任的前提是明知自己散布的信息是虚假的(scienter),或至少“严重偏离了理性人的行为标准”(recklessness);<sup>[72]</sup>第二巡回法院和第三巡回法院则主张以过失(negligence)作为归责前提,<sup>[73]</sup>还有原告在第八巡回法院受理的一起案件中,要求对征集人施加严格责任(strict liability),尽管最后被法院拒绝。<sup>[74]</sup>

对此,笔者主张应当依据原告诉求之不同分别确立被告的归责原则。如果原告请求法院阻止或撤销交易事项,并在被告披露真实信息后重新进行征集和表决,则以采取严格责任为宜。因为即使虚假陈述是征集人的无心之失所致,此时亦不妨给股东一个重新考虑是否授予

---

[70] See James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langvoort, *Securities Regulation: Cases and Materials*, 8th ed., Wolters Kluwer Law & Business, 2017, p. 977. 在美国,根据“SEC 规则”14a-9 起诉的原告可以寻求三种救济方式:第一,法院可以禁止尚未发生的交易;第二,法院可以撤销已发生的交易;第三,法院可以判决损害赔偿。损失因果关系之证明只有在第三种情形下是必要的。参见[美]罗伯特·克拉克:《公司法则》,胡平等译,工商出版社 1999 年版,第 309 页。相关判例如 *General Electric Co. v. Cathcart*, 980 F. 2d 927 (3d Cir. 1992)。在实践中,美国法院一般采用“公平标准”(the test of fairness)以认定是否存在损失因果关系,即以交易条款是否公平为标准,判断股东是否因不实陈述而遭受实际损害。See Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law*, 2nd ed., West Academic Publishing, 2010, p. 264.

[71] 参见[美]莱瑞·D. 索德奎斯特:《美国证券法解读》,胡轩之、张云辉译,法律出版社 2004 年版,第 222 页。

[72] See *Adams v. Standard Knitting Mills, Inc.*, 623 F. 2d 422 (6th Cir. 1980).

[73] See *Gerstle v. Gamble - Skogmo, Inc.*, 478 F. 2d 1281 (2d Cir. 1973); *Gould v. American - Hawaiian SS Co.*, 535 F. 2d 761 (3d Cir. 1976).

[74] See *Shidler v. All American Life & Financial Corp.*, 775 F. 2d 917 (8th Cir. 1985).

代理权的机会。然而,如果原告还提出了损害赔偿请求,则应当采取过失标准。原因在于,任何的信息发布者都可能出差错,此时施加征集人以严格责任就有失公允;若采取明知或者“严重偏离了理性人的行为标准”的归责原则,又对征集人缺乏威慑力。相较之下,过失原则既能激励征集人对征集书上的内容尽到审查义务,又不至于使其对那些即使尽职审查仍无法避免的错误也承担赔偿责任,因此是更为可取的方案。<sup>[75]</sup>

### 三、表决代理权竞争的法律规制

#### (一) 表决代理权竞争法律规制的任务和方案

表决代理权竞争犹如任何对抗性的竞技活动,其制度效益的发挥有赖于合理设计的竞争规则。笔者认为,理想的竞争规则应能解决如下两个问题:一是减少股东发起和参与表决代理权竞争的障碍;二是防止当事人滥用表决代理权竞争机制。

其一,股东在表决代理权竞争中面临的主要障碍,是经理层对公司的既有控制权。现任经理层通常有权设定股东大会的召开日期,支配提案和表决的议程,还有直接访问股东名册和其他公司信息的权限;他们可以要求公司财务负担其竞争成本,而反叛股东需要自掏腰包;他们还可以通过光鲜的年度报告或其他宣传材料博取股东的好感,并借助多种手段对机构投资者施加压力。<sup>[76]</sup> 总之,现任经理层在竞争中对于反叛股东天然的优势地位。<sup>[77]</sup> 有英国学者对此评论道,“只要公司持续经营,“推翻一个首相要比推翻一个董事会容易”<sup>[78]</sup>

[75] See Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law*, 2nd ed., West Academic Publishing, 2010, p. 260.

[76] 例如,经理层可以向银行和保险公司等机构投资者暗示,如果他们不在表决代理权竞争中支持经理层,他们可能将失去公司的业务。

[77] See Lucian A. Bebchuk, Marcel Kahan, *Framework for Analyzing Legal Policy towards Proxy Contests*, 78 California Law Review 1071 (1990), pp. 1084 - 1085.

[78] [美]路易斯·罗思、[美]乔尔·塞利格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第386页。

其二,竞争的双方当事人都有可能滥用表决代理权征集机制,但目的与手段有所不同。现任经理层希望保有其职位,因此可能利用既有优势地位压制反叛股东,造成攻守双方处境悬殊,显失公平。反叛股东则可能出于敲诈现任经理层的目的,以发起表决代理权竞争夺权相要挟,逼迫经理层采取对其有利的政策,而损害其他股东的权益;或者以继续或者退出竞争为筹码,在与经理层的谈判中为自己创造优势地位。<sup>[79]</sup>

对于上述两个问题,法律规则主要通过成本负担机制予以应对。所谓成本负担机制,即决定竞争双方在表决代理权竞争中的开销是由其自己负担还是由公司财政予以补偿的相关规则。其原理是,高昂的竞争成本会对双方的竞争行为产生显著的规制作用。<sup>[80]</sup>合理设计的成本负担规则,既能令有效的竞争者得到应有的补偿,减少其发起竞争的后顾之忧,又能令低效的竞争者得不偿失,遏制对表决代理权竞争机制的滥用行为。除此以外,股东名册获取、征集主体资格等规则,也发挥着保障有效竞争的作用,下文亦将一一讨论。

## (二) 表决代理权竞争的成本负担规则

### 1. 现任经理层的成本负担规则

现任经理层将征集成本转嫁于公司财政负担,在本质上与其使用公司财产的行为并无区别,因此,二者应当在相同原则的支配下进行。经理层使用公司财产的首要原则是,公司财产仅能为公司目的而使用,否则即是越权(*ultra vires*)。经理层不得将公司财产用于私人目的,并

---

[79] See Lucian A. Bebchuk, Marcel Kahan, *Framework for Analyzing Legal Policy towards Proxy Contests*, 78 *California Law Review* 1071 (1990), pp. 1124 - 1125.

[80] 大型公众公司股权分散,仅是与数量庞大的股东进行沟通的成本(如邮寄费用、广告宣传)就是一笔很可观的开销。表决代理权征集还需要团队的系统运作,竞争双方都离不开各自的职业征集人(*professional proxy solicitor*)、律师、会计师、财务顾问等专业人员提供的服务,这些服务也通常价格不菲。Henry Manne 曾因此将表决代理权竞争形容为“最昂贵、最不确定和最少使用的夺取公司控制权的手段”。See Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law*, 3rd ed., Foundation Press, 2015, p. 282; Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 *The Journal of Political Economy* 110 (1965), p. 114.

且仅为维持其公司控制权而支出公司资金的行为是非法的。<sup>[81]</sup> 不过,将上述原则具体化为征集成本负担的规则并非易事,美国法院对此作出的判例亦难谓理想。

美国法院的通行裁判方法是,将经理层的表决代理权征集活动,分为涉及政策问题(a question of policy)的征集与仅涉及人事问题(a mere matter of personnel)的征集,前者的合理支出(reasonable expenses)可以由公司财政补偿,后者则由经理层自己负担。<sup>[82]</sup> 从表面上看,公司政策事关公司利益,而人事问题仅为个人职位之获取与续任服务,所以这一做法符合公司资产仅为公司目的而使用的原则。但在实践中,区分政策问题和人事问题的做法几乎不具有可操作性。现实中的公司政策与公司高层的人事变动往往交织在一起,董事或者经理的更换有时将不可避免地造成公司政策的变更,而选举新一届董事会往往成为变更公司政策的方式和标志。<sup>[83]</sup> 正如有美国学者批评,几乎任何的人事之争都可以被包装为政策之争,所以,表决代理权竞争是围绕政策问题展开的事实,并不能先验地赋予经理层利用公司资金的行为以正当性。<sup>[84]</sup> 将政策问题与人事问题区别对待的方法,实质上并没有对公司经理层施加任何的限制。<sup>[85]</sup>

既然政策问题和人事问题的区分并非合适的做法,笔者认为,不如转变思路,不应聚焦于何种情形下经理层的征集成本可以获得公司财政的补偿,而应关注如何界定经理层在表决代理权竞争中的“合理

[81] See Edward R. Aranow, Herbert A. Einhorn, *Corporate Proxy Contests Expenses of Management and Insurgents*, 42 Cornell Law Quarterly 4 (1956), pp. 4-5.

[82] See Hall v. Trans - Lux Daylight Picture Screen Corp., 20 Del. Ch. 78, 171 A. 226 (1934); Steinberg v. Adams, 90 F. Supp. 604 (S. D. N. Y. 1950); Rosenfeld v. Fairchild Engine & Airplane Corp., 309 N. Y. 168, 128 N. E. 2d 291 (1955)。我国亦有学者主张借鉴这种做法,参见张钦昱:《我国公开征集投票权规范性研究》,载《投资者》2018年第3期。

[83] See Gerry N. Wren, *Expenses of a Proxy Fight: The Problem of Reimbursement by the Corporation*, 10 Southwestern Law Journal 44 (1956), pp. 46-48.

[84] See Victor Brudney, *Fiduciary Ideology in Transactions Affecting Corporate Control*, 65 Michigan Law Review 259 (1966), p. 283.

[85] 参见[美]弗兰克·H. 伊斯特布鲁克等:《公司法的逻辑》,黄辉编译,法律出版社2016年版,第319~320页,注释45。

支出”。

首先,法律应当不再区分政策问题和人事问题,而允许在任何情形下,都由公司财政负担现任经理层在征集中的“合理支出”。原因在于:一方面,公司经理层发起征集是其履行管理公司的不可推卸的“潜在义务”;当其在表决代理权竞争中面对反叛股东的挑战时,也有义务维护公司的政策。因此,当经理层在竞争中诚信地履行此种义务时,他们应当有权让公司支付必要合理的费用。<sup>[86]</sup>另一方面,表决代理权竞争通常带来巨额开销,而经理职位本身未必带来足量的资金。如果现任经理层被迫在参加竞争时自掏腰包,许多公司将陷入拥有足够财力支持竞争的个人或团体的摆布。相反,只有允许现任经理层从公司财政中获取足够资金与反叛股东相抗衡,才能帮助被征集股东判断现任经理的真实业绩,并在竞争双方之中做出合适的选择。<sup>[87]</sup>

其次,法律还应当转而依靠“合理支出”标准的制约,以实现防止经理层滥用公司财产的目的。换言之,对经理层征集的支出不能一概予以补偿,如果不是在法律允许的“合理支出”范围内的开销,比如经理层用于维系权位、谋取私利时产生的花费,就不得转由公司财政负担。既然公司财政为股东利益而设,那么经理层为确保股东获取相关信息,以及帮助股东充分理解其政策的一切费用支出,都应当得到补偿。据此,“合理支出”可以包括经理层最初为表达其观点所制作和分发材料的费用,以及随后为纠正错误陈述或应对竞争对手产生的开销。再者,鉴于上市公司股权分散,中小股东又有理性冷漠的倾向,在合并、分立、变更公司形式等重大公司决策情形下,仅是征集材料的分发未必足以征得足够的票数,此时可能还需要职业征集人的运作,经理层因此支出的聘请费用也应得到补偿。<sup>[88]</sup>如果反叛股东还采取了更激进的

---

[86] 参见范黎红:《论上市公司委托书征集的法律规制:以美国法为研究中心》,法律出版社2010年版,第179~180页。

[87] See Leonard S. Machtinger, *Proxy Fight Expenditures of Insurgent Shareholders*, 19 Case Western Reserve Law Review 212 (1968), p. 216; Melvin Aron Eisenberg, *Access to the Corporate Proxy Machinery*, 83 Harvard Law Review 1489 (1970), p. 1499.

[88] See Daniel M. Friedman, *Expenses of Corporate Proxy Contests*, 51 Columbia Law Review 951 (1951), pp. 953-954.

竞争手段,例如发布广告、聘请公共关系顾问等,经理层为与之抗衡而从事了相同的活动,其费用也应由公司财政负担。<sup>[89]</sup> 在此以外,现任经理层还有其他费用支出,如非经法院审查确属必要,均不在“合理支出”的范围之内。

## 2. 反叛股东的成本负担规则

根据美国实践的通行做法,反叛股东必须在发起征集时自己负担费用,只有在董事会或股东大会过半数表决通过对反叛股东的补偿方案后,其成本才能转而由公司财政负担。如果现任经理层在竞争中占据上风,他们不大可能允许反叛股东提出的补偿请求,这意味着只有夺权成功的反叛股东才有希望令公司负担征集成本。<sup>[90]</sup>

笔者认为,美国关于反叛股东成本负担的做法并不可取。如前所述,无论表决代理权竞争是否导致公司控制权的转移,最终都有助于公司价值的增长。如果说现任经理层向股东告知和解释公司政策而消耗费用是为了实现“公司目的”,那么反叛股东通过攻击和揭露经理层的观点也能实现相同的目的。<sup>[91]</sup> 夺权失败的反派股东也能发挥对经理层的监督作用,并且帮助股东对公司政策和事务进行更充分的审查,从而促进更明智的股东决策。无论竞争的结果如何,公司负担成本的逻辑都是一样的,没有理由将成本负担与竞争胜负挂钩。<sup>[92]</sup> 况且,如果公司仅补偿获胜者的征集费用,这可能会使竞争双方不惜代价取得胜利,致使费用不断扩大,无异于鼓励无意义的竞争行为。<sup>[93]</sup> 因此,法律应当强制要求公司财政补偿反叛股东的部分开销,无论竞争胜负。

不过,对竞争失败的反叛股东进行全额补偿也可能带来无意义的竞争:既然无论结果如何都有公司财政兜底,则只要有夺权的机会,反叛股东都可能发起征集。反叛股东更可能将表决代理权竞争作为骚扰

[89] See Melvin A. Eisenberg, *Access to the Corporate Proxy Machinery*, 83 *Harvard Law Review* 1489 (1970), p. 1500.

[90] See Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law*, 3rd ed., Foundation Press, 2015, p. 283.

[91] See Edward R. Aranow, Herbert A. Einhorn, *Corporate Proxy Contests Expenses of Management and Insurgents*, 42 *Cornell Law Quarterly* 4 (1956), p. 21.

[92] See Lawrence D. Stifel, *Shareholder Proxy Fight Expenses*, 8 *Cleveland - Marshall Law Review* 339 (1959), p. 346.

[93] 参见施天涛:《公司法论》,法律出版社2018年版,第348页。



或者要挟现任经理层之手段,因为他们不必再担心行动失败的高昂代价。<sup>[94]</sup> 为了应对这一问题,美国学者提出对反叛股东实行“比例补偿”(proportional reimbursement)的方案。<sup>[95]</sup> 如以“X”代表允许反叛股东获取的最高补偿额( $X \leq$ 实际开销),在比例补偿方案之下,成本负担规则如下所示:

$$\frac{\text{允许现任经理层获取的补偿额}}{\text{现任经理层征得的票数}} = \frac{X}{\text{反叛股东征得的票数}}$$

比例补偿优势在于:一方面,该方案将反叛股东的补偿和现任经理层的补偿相挂钩,体现了竞争双方平等对抗的理念,不会使任何一方处于天然的劣势地位;另一方面,反叛股东的补偿额受制于其能有效征得的票数,无效的竞争者很可能因此得不偿失,于是,可以充分地遏制滥用竞争机制的投机行为。<sup>[96]</sup>

### (三)有效竞争的其他制度保障

#### 1. 股东名册之获取

公司的股东名册由经理层控制,反叛股东只能向其申请访问。经理层可能拒绝股东的访问请求,迫使其通过诉讼索取;股东尽管会胜诉,也难免错失时机,为时已晚。为了防止经理层采取这种拖延策略,美国“SEC规则”14a-7规定,任何登记公司的经理层想要征集表决代理权时,必须:(1)在任何有表决权的股东书面提出要求后,迅速提供拥有某类证券的股东名单和地址;或(2)以提出要求的股东的名义并由该股东付费寄出与该股东征集代理权的相关资料。<sup>[97]</sup> Robert Clark 将之称为“邮寄材料或给他们一份名册”规则,即拒绝反叛股东访问名

[94] See Lucian A. Bebchuk, Marcel Kahan, *Framework for Analyzing Legal Policy towards Proxy Contests*, 78 California Law Review 1071 (1990), p. 1111.

[95] See Frank D. Emerson, Franklin C. Latham, *Proxy Contests; A Study in Shareholder Sovereignty*, 41 California Law Review 393 (1953), p. 436.

[96] See Frank D. Emerson, Franklin C. Latham, *Proxy Contests; A Study in Shareholder Sovereignty*, 41 California Law Review 393 (1953), p. 436; Leonard S. Machtinger, *Proxy Fight Expenditures of Insurgent Shareholders*, 19 Case Western Reserve Law Review 212 (1968), p. 218.

[97] 参见梁上上:《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227页。

册的经理层会被课以替代反叛股东发放征集材料的义务。<sup>[98]</sup>同时,该规则并无优先性:它不能贬损股东在州法下可能拥有的获得名册的任何权利。<sup>[99]</sup>

## 2. 征集资格之解禁

若非基于特殊立法政策之考量,表决代理权之授予即属当事人意思自治之领域,据此,征集人的主体资格本不该受到任何限制。我国《上市公司股东大会规则》等规范性文件也都采取了禁止持股比例限制的立场,这不但是对股东意思自治的尊重,亦是防止董事会和控股股东为维系权位而阻碍中小股东发起表决代理权竞争。

遗憾的是,我国学者的著述之中却长期盛行要求限缩征集人资格和条件的观点,并且直接影响了此次《证券法》的修订。<sup>[100]</sup>《证券法》将征集人(除投资者保护机构外)的主体资格限制于上市公司的“董事会、独立董事、持有百分之一以上有表决权股份的股东”。笔者认为,该规定在一定程度上限制了对投资者合法权益的保护。

我国大陆的学说和立法之所以奉行如此观点,很可能受到了我国台湾地区“立法例”的影响。根据我国台湾地区1995年“公开发行公司出席股东会使用委托书规则”(以下简称“台湾规则”)第4条第1项的规定,“持有该公司已发行股份60万股以上者”,或者“持有该公司已发行股份总1%以上且不低于10万股者”,始得征求委托书。有我国台湾地区学者指出:“惟查此等规定为先进国家之证券立法例所无,

---

[98] 参见[美]罗伯特·克拉克:《公司法则》,胡平等译,工商出版社1999年版,第297页。

[99] 参见[美]路易斯·罗思、[美]乔尔·塞利格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第401页。

[100] 参见罗培新:《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;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;赵旭东:《新公司法制度设计》,法律出版社2006年版,第109页;李博翔、吴明晖:《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171~172页。学界的主流见解必然或多或少地影响了最后的立法选择。在新法实施后,仍有学者继续抱持这一立场,参见董新义:《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》,载《财经法学》2020年第3期。

可谓台湾地区委托书规则所创之特例。”<sup>[101]</sup>再考察其规范意旨,依台湾地区证券管理委员会之说明,竟系“为防止委托书成为公司经营权争夺之工具,造成公司经营权之变动,甚至影响上市公司之正常经营”。<sup>[102]</sup>笔者认为,此种见解完全是建立在对表决代理权竞争的不当认识之上的。表决代理权竞争之价值,正是在于借助公司控制权市场的力量有效规制经理层的行为,以保护中小股东的利益。所谓的“委托书成为公司经营权争夺之工具”,只要不被竞争者滥用,就不应是法律防备的情形。早有我国台湾地区学者指出,“台湾规则”如此规定,“似将使一般股东难以当选董事、监察人,更遑论有足够之力量监控董监的作为”。<sup>[103]</sup>我国大陆的立法和学说采用该观点,其合理性有待斟酌。

笔者建议,一方面,我国应当在将来的修法中删除《证券法》第90条第1款中对征集人持股比例的限制,以减少中小股东发起表决代理权竞争的不利因素。另一方面,法律还应当禁止公司章程中写入限制征集资格的条款,以防止经理层和控股股东借此独揽公司征集机制,为其永续权位创造条件。事实上,考虑到《公司法》将选任董事与批准公司重大事项的权利赋予股东,如果中小股东不能发起征集以提名董事或者提出公司政策,那么他们的法定权利会受到限制,因此,公司章程中的此种限权条款是与《公司法》中的强行法规范相抵触的。<sup>[104]</sup>

## 结 论

在新《证券法》实施的背景下,上市公司表决代理权征集实施机制

---

[101] 刘连煜:《公司治理结构与公司社会责任》,中国政法大学出版社2001年版,第18~19页。

[102] “公开发行公司出席股东会使用委托书规则”修正草案说明[1994年12月16日,(1995)台财证(三)第02464号函]。

[103] 刘连煜:《公司治理结构与公司社会责任》,中国政法大学出版社2001年版,第21页。

[104] See Melvin A. Eisenberg, *Access to the Corporate Proxy Machinery*, 83 *Harvard Law Review* 1489 (1970), p. 1504.

的构建成为当下亟待深入研究的问题。本文认为,首先应当从公司表决权理论和公司控制权市场两个观察视角,明确其制度理念和功能定位;同时也要意识到,由于股东理性冷漠、集体行动问题以及表决代理权异化等现实因素影响,表决代理权征集可能沦为经理层控制公司的工具,因此需要进行法律规制。我国当前有关立法工作的重心应是由证监会制定具体实施规则,以建立和完善双层次的表决代理权征集立法体系。具体法律规则的构建,应当在非对抗性征集和表决代理权竞争两个语境下分别展开,前者关注重点是征集人与被征集股东间的互动关系,旨在防止征集人的欺诈、误导行为,故以信息披露义务为核心制度;后者关注如何确保竞争双方有效竞争,既要消除股东发起和参与竞争的障碍,又要防止竞争机制被滥用。遵循如此规制思路,本文结合对比较法经验的借鉴与批判,对征集行为界定、信息披露标准衡量、违法征集的股东诉讼、征集成本负担以及征集主体资格等问题的解决都提供了具体的解决方案,希望能有抛砖引玉之效,以激发更多有意义的讨论。

(编辑:邹露)