

## 任期表决制会给公司管理层 终身职位吗?

[美]保罗·H.埃德尔曼\* Wei Jiang\*\*

[美]兰德尔·S.托马斯\*\*\* 著

王 烁 李啸东 潘 婷 雷语嫣\*\*\*\* 译

**摘要:**近年来,有评论者提出将任期表决制(tenure voting)作为双层股权结构的一种替代方案。通过制作和研究相关数据库,本文得出了结论。从管理层角度来看,任期表决制确实代表了一种中间的投票控制形式:它无法像双层股权结构那样极大地保证管理层的控制,但它确实为大额持股的管理层提供了控制权。机构投资者会认为,尽管

---

\* 范德堡大学数学教授和法学教授。

\*\* 哥伦比亚大学商学院 Arthur F. Burns 自由与竞争企业讲席教授。

\*\*\* 范德堡大学法学院 John S. Beasley II 法与商业教授,欧文管理学研究生院管理学教授。我们要感谢 Marco Becht 教授, Lawrence Cunningham 教授和 Jill Fisch 教授,以及忠诚股份议题的 ECGI 圆桌会议的参与者和出色的 Nicole Dressier 和 Tomas Mondino 的研究帮助。

\*\*\*\* 译者分别为上海交通大学凯原法学院 2018 级法学硕士研究生、清华大学法学院 2017 级法学硕士研究生、清华大学法学院 2017 级法律硕士研究生、上海交通大学凯原法学院 2015 级本科生。感谢上海证券交易所 2019 年度暑期实习生计划的支持。

一股一票的投票制度对他们的权利更有利,但在赋予他们公司治理权方面,任期表决制是对双层股票结构的一种改进。

**关键词:**任期表决制 双层股权结构 管理层控制 代理权争夺

## 引言

在过去 10 年中,许多家喻户晓的公司在向公众投资者出售股票时使用了双层股权结构,来维持对公司的管理控制。<sup>[1]</sup> 例如,包括阿里巴巴、Facebook 和谷歌(现名为 Alphabet, Inc.)在内的技术公司都采用了双层股权结构。<sup>[2]</sup> 这些有利于管理层的投票制度被证明是合理的,因为它赋予了高管们从长期价值最大化角度来经营公司的自由。然而,实力强大的机构投资者不喜欢这些结构,因为它们使管理者免受股东监督,并为控制权变更设置了难以逾越的障碍。<sup>[3]</sup> 为了应对来自这些大股东的压力,标准普尔 500 指数最近决定,禁止具有多类别股票的

---

[1] 双层股权结构通常会发行两种类型的股票——给公众股东提供低投票权股票,同时增加内部人员股票的投票数量。例如, Kishore Eechambadi, *The Dual Class Voting Structure, Associated Agency Issues, and A Path Forward*, 13 N. Y. U. J. L. & Bus. 503, 513 & n. 40 (2017) [讨论了几个公司(包括 Google)在 IPO 之前使用的双层股权结构策略]。

[2] See Matt Orsagh, *Dual - Class Shares: From Google to Alibaba, Is It A Troubling Trend for Investors?*, CFA INST. : MKT. INTEGRITY INSIGHTS (Apr. 1, 2014), <https://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2014/04/01/dual-class-shares-from-google-to-ah'bba-is-it-a-troubling-trend-for-investors/> [ <https://perma.cc/ZQU8-7DQY> ]。

[3] See Chris Dieterich, et al., *Stock Indexes Push Back against Dual - Class Listings*, WALL ST. J. (Aug. 2, 2017), <https://www.wsj.com/articles/stock-indexes-push-back-against-dual-class-listings-1501612170> [ <https://perma.cc/Q24Q-TZAN> ] (指出投资者对多种股票的抵制,因为它们使早期投资者和创始人能够保留对上市公司的投票控制权)。特别是 BlackRock Inc., Vanguard Group 和 State Street Global Advisors 这三家全球最大的指数追踪基金,呼吁要防止不平等的投票权。See Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual - Class Stock*, 103 VA. L. REV. 585, 597 (2017) (讨论了 Vanguard 对双层股权结构的反对意见)。

新上市公司进入其旗舰指数。<sup>[4]</sup>

在寻找对双方(管理层和机构投资者)均有吸引力的替代投票制度时,著名的法律从业者和学者最近都主张,硅谷的公司应该考虑采用任期表决制度,即一种赋予持有时间较长的股票更多投票权的结构<sup>[5]</sup>来代替双层股权结构。<sup>[6]</sup>受到这些主张的吸引,著名的硅谷投资者向美国证券交易委员会请愿,请求让他们成立一个新的长期证券交易所(LTSE),那里的所有成员都将使用任期表决制。<sup>[7]</sup>在接下来的几个月里,LTSE 打算寻求监管机构的批准,成为美国最新的证券交易所。<sup>[8]</sup>

任期表决制代表一种可能的替代投票制度,能满足企业管理者对更大控制权的渴望,同时,相对于双层股权结构的公司,可以赋予长期投资者(内部人员或具有更长投资期限的机构投资者)在公司治理中更重要的角色。任期表决制(tenure voting),也称 TPV(time - phased voting),已经存在多年。虽然在美国使用任期表决制的上市公司相对较少,但其在欧洲几个地区较多被采用。<sup>[9]</sup>

对管理层和股东来说,任期表决制是否优于双层股权结构? 本文

---

[4] 参见 Dieterich 等,前注[3]。政策变化导致 Snap Inc. 和 Blue Apron Holdings, Inc. 丧失潜在的资格,这两家公司最近都已上市。见上注。

[5] 任期表决制下,交易的股票都成为低投票权股票,从而随着时间的推移,公司的长期股东占公司总投票权的百分比不断增加。

[6] See David J. Berger, et al., *Tenure Voting and the US. Public Company*, 72 Bus. LAW. 295, 297 (2017) (指出任期表决制被当作短视行为的解决方法,并把它作为双层股权结构的替代方案)。

[7] See Ellen Huet & Brad Stone, *Silicon Valley's Audacious Plan to Create a New Stock Exchange*, BLOOMBERG (June 12, 2016), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-06-12/silicon-valley-s-audacious-plan-to-create-a-new-stock-exchange> [ <https://perma.cc/2FCW-7QW5> ].

[8] See Alexander Osipovich & Dennis K. Berman, *Silicon Valley vs. Wall Street: Can the New Long - Term Stock Exchange Disrupt Capitalism?*, WALL ST. (Oct. 16, 2017), <https://www.wsj.com/articles/silicon-valley-vs-wall-street-can-the-new-long-term-stock-exchange-disrupt-capitalism-1508151600> [ <https://perma.cc/2LPA-SUT2> ].

[9] See Lynne L. Dallas & Jordan M. Barry, *Long - Term Shareholders and Time - Phased Voting*, 40 DEL J. CORP. L. 541, 550 (2016).

将通过两个主要的发现来说明这个问题。首先,我们的研究表明,如果公司管理层在实施任期表决制之前持有大量公司股票,并且长期保留至少 20% ~ 30% 的公司股份,即使控股最多(通过“毒丸计划”持有的)的异议股东试图极力改变控制权,任期表决制也将确保公司管理层保持对公司的控制。<sup>[10]</sup> 从机构投资者的角度来看,以给予公司管理层控制权为代价,迫使其保持公司的大量股权(从而保持持续强劲的财务激励,以使股东价值最大化),这一点可能优于双层股权结构。因为在后一制度中,公众股东的投票权很小或几乎没有,却允许公司管理层在持有极低股权(甚至可以忽略不计)时维持控制权。<sup>[11]</sup>

其次,我们的第二个重要发现是,随着时间的推移,如果企业管理层选择出售其最初持有的大量公司股票,内部持股比例最终会下降到一个较低的水平,使多数股权由不同投资期限偏好的机构股东分散持有。那么,在争夺公司控制权的代理权竞争中,使用任期表决制度对保护管理层控制权几乎没有什么作用。此外,这很可能导致投票权转移到消极股东手中,这些股东倾向于将自己的投票权委托给第三方委托投票咨询服务商——机构股东服务商(institutional shareholder services, ISS),从而导致 ISS“左右”(比现在)更多的选票。<sup>[12]</sup> 在股东持股水平、股东投票偏好以及第三方咨询顾问的影响程度的各种假设下,这一结果都是稳健的。换句话说,随着时间的推移,只有当管理层继续持有

---

[10] 毒丸,有时被称为权利计划(rights plans),是一项有力的反收购措施,有效地限制了那些不受欢迎的收购者购买股票的数量,同时没有使他们的股票遭到稀释,也没有损害相关经济利益。See Randall S. Thomas, *Judicial Review of Defensive Tactics in Proxy Contests: When Is Using A Rights Plan Right?*, 46 VAND. L. REV. 503, 512 (1993). 特拉华州法院支持毒丸计划,美国上市公司广泛适用毒丸计划。见上注,第 510 页、第 523 页。通过限制异议股东的持股数量,毒丸计划也限制在争夺公司控制权中的代理投票权竞争中的股东投票权。

[11] 对于我们来说,权力的排他性非常重要。在双层股权结构公司中,高投票权股票数量有限,一般在市场上无法获得,这限制了创始股东的投票权。相比之下,在拥有任期表决权的公司中,任何股东都可以拥有高投票权股票,只要他们愿意持有足够长时间。

[12] 投票权代理服务“致力于为机构投资者提供信息和投票服务”。See Paul H. Edelman et al., *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 87 S. CAL. L. REV. 1359, 1397 (2014). 他们在代理投票中获得了极大的影响力。见本注 Paul 文,第 1399 页。

大量股份时,任期表决制才能维持管理层的控制权。否则,任期表决制将使长期机构投资者(往往因持股时间长而被动成为)在公司治理中发挥更大作用,而牺牲了管理层对公司的控制权。

我们得出的结论是,从管理人员的角度来看,任期表决制确实代表了一种中间的投票控制形式:它无法像双层股权结构那样极大地保证管理层的控制,但它确实为大额持股的管理层提供了控制权。机构投资者可能会认为,尽管一股一票的投票制度对他们的权利更有利,但在赋予他们公司治理权方面,任期表决制是对双层股票结构的一种改进。

与最近的提议(有时限的双层股权结构制)相比,任期表决制也可能是一种更好的折中方案。其中一项提议是限制双层股权结构的使用期限,以确保公司可以举行第二次股东投票,以延长双层股权结构的使用寿命。<sup>[13]</sup>虽然这种方法的优点是可以让新的股东选择是否继续采取双层股权结构,但它也大大削弱了管理层的控制权,并可能限制其从事长期管理的能力。有管理层长期持股的任期表决制,将保留管理层的控制权,并使股东从关系良好的控股股东中受益。

本文的结构如下:在第一部分,我们研究了任期表决制的法律基础,包括特拉华州公司法下的成文法基础和普通法基础、证券交易所上市规则所施加的限制,以及股东普遍隐名持股的做法所造成的实际障碍。<sup>[14]</sup>然而,提议创建 LTSE 以及特拉华州最近颁布允许创建区块链投票系统的立法很可能解决后一个问题。

第二部分论述了前人关于任期表决制的实证和理论研究的不足。最有名的实证研究来自 Dallas 和 Barry 教授。<sup>[15]</sup>他们发现,任期表决

---

[13] Bebchuk 和 Kastiel(在其他方案中)提出了这样的方案。参见 Bebchuk & Kastiel, 前注[3],第 617~621 页。(讨论了日落条款的集中可能方案,同时为什么他们支持时间固定的日落条款)。

[14] 通过银行和经纪人持有股票的行为可以称为“代持”(in “street name”)。See Randall S. Thomas & Catherine T. Dixon, Apanow And Einhorn On Proxy Contests For Corporate Control 3-32 (3d ed. 2001)(讨论了银行和经纪人在这些情况下的义务)。如下文所述,这可能使公司难以跟踪股票所有权变动,进而确定他们是否有权获得长期持有人的投票权。

[15] 参见 Dallas & Barry, 前注[9]。

制增强了原长期控股股东的权力,但并不能有效鼓励长期持股。他们还发现,公司通常认为大多数机构投资者是短期投资者,因为他们隐名持有股票。<sup>[16]</sup>

第三部分我们讨论了数据收集,并分析了当前美国上市公司股东的平均构成。自20世纪90年代以来,所有机构投资者的平均年度投资组合换手率<sup>[17]</sup>一直在上升,2007年之后,稳步下降至长期平均值60%~65%(中位数30%~35%)。对冲基金是唯一一类投资期限一直低于一年的投资者。相比之下,以3年平均持有期限作为衡量标准,银行、信托公司、保险公司、养老基金和捐赠基金被认定为“长期”投资者。其余的(主要是共同基金和资产管理公司)是中期持有人。在一家典型的公众公司,随着时间的推移,短期投资者往往持有10%~15%的股权,而长期投资者的股权从1990年的约40%缩减到近年来的不到20%。

第四部分介绍了任期投票模型,并说明了采用任期表决制是如何影响公司内部控制权的。我们使用了在第一部分中创建的数据,并基于前期的准备工作,在两种情况下模拟了公司投票:第一种是当管理层持有大量股份时;第二种是当分散所有权时。我们分析的核心是第三方投票顾问对长期股东的影响程度,这些股东从任期表决制中获益。在每一种情况下,我们都会考虑任期表决制如何影响支持管理层(pro-management)投票的可能性。从我们的模型中可以清楚地看出,积极采纳代理顾问建议的长期股东与那些不在意代理顾问意见的股东之间的股份分配,对于理解任期投票制的影响至关重要。

我们的模型表明,即使在代理顾问提出负面建议的情况下,任期投票制也是管理层保持控制的有效方式。但是,随着长期股份的增加,这种收益会减少。当管理层只持有少量股权时,任期投票制对于保护管理层免受恶意的代理权争夺几乎没有什么作用,仅有的微小优势更多

---

[16] 见上注,第602页(“股东可以通过提供股票在相关时间内没有发生受益所有权变动的证据来反驳这一推定”),参见下文第二部分。

[17] 这是衡量投资者改变其股票投资组合频率的方法。参见下文“三(一)”部分(探讨平均年换手率)。

地取决于长期股东之间的股份分配,而不是他们共同持有的股份总数。本文在第五部分中进行了简短的总结,并讨论了该结果的政策含义。最后,我们提供了一个简短的技术附录,其中包含构建投票模型的重要细节。

## 一、任期表决制的法律依据

美国大多数主要的公众公司都注册成立于特拉华州,通常是因为他们认为该州的公司法对其更有利。<sup>[18]</sup> 特拉华州法院已经解释了,《特拉华州普通公司法》(DGCL)允许在公司章程中约定任期表决制条款。此外,根据股东投票采用任期表决制的公司决策,需要由特拉华州法院进行商业判断审查(business – judgment review)。

但是,证券交易所的规则对采用任期表决制的上市公司进行了更严格的审查。此外,存在一些实际问题,使追踪通过银行和经纪人“代持”股份的股东的所有权期限变得非常困难。任期表决制的支持者认为区块链技术可用于解决这些问题,但我们的研究表明,即使采用新近通过的特拉华州立法,也可能难以有效地建立这样的系统。我们将在本部分更全面地探讨这些问题。

### (一) 关于任期表决制的特拉华州法律

1. 《特拉华州普通公司法》——为股东谋利益的人长期以来一直主张,投资者的投票权应密切关注他们在公司中的经济利益,以确保投资者的激励与公司和其他投资者的激励相一致。<sup>[19]</sup> 为了确保这种一致性,评论者一般认为公司应该按照一股一票制进行股东投票。<sup>[20]</sup>

---

[18] 在特拉华州,公司合并的比较成本和收益一直是大量法律学术论文的研究主题,几代人都对这一主题进行了研究。更好地回顾双方的论点,可参见 Roberta Romano, *Foundations of Corporate Law* 114 – 51 (2d ed. 2010)。

[19] See Randall S. Thomas & Paul H. Edelman, *The Theory and Practice of Corporate Voting at U. S. Public Companies* (研究了股东特许经营权,并提出股东应该投票的理由), in *Research Handbook on Shareholder Power* 459 – 65, 469 (Jennifer G. Hill & Randall S. Thomas eds., 2015)。

[20] 见上注。

普通法中强制性的一股一票<sup>[21]</sup>规则在特拉华州短暂存在过。1897年之前,允许在公司章程中对股东投票权进行修改。<sup>[22]</sup>但是,1897年的《特拉华州宪法》第9条第6款保证了普通法强制性的一股一票投票规则。<sup>[23]</sup>1901年和1903年,特拉华州宪法修正案删除了这条规定。<sup>[24]</sup>

在政策上,DGCL倾向于一股一票,但允许采用其他投票结构。DGCL第212(a)条将一股一票作为默认规则,除非公司在其公司注册证书中另有规定。<sup>[25]</sup>管理层可在出售股票前单方面采用其他的投票方案。<sup>[26]</sup>在出售股票后,经股东投票通过的董事会建议的章程修正案可以改变公司的表决结构。<sup>[27]</sup>

早期对类似的替代投票方案的挑战支持了任期表决制。虽然DGCL第151(a)条要求同一类别中的所有股票具有一致的“投票权”,<sup>[28]</sup>但在 *Providence & Worcester Co. v. Baker* 案中,<sup>[29]</sup>特拉华州最高法院认为,按比例划分的投票结构不会在一类股票中产生完全不同的投票权。<sup>[30]</sup>在该案中,投票制度根据持股的规模赋予其更大的投票权。<sup>[31]</sup>法院的理由是,数量要求是对投票权利(rights)而不是对投票权力(powers)的限制,因为所有股份都享有同样的获得更多选票的机

---

[21] See David L. Ratner, *The Government of Business Corporations; Critical Reflections on the Rule of "One Share, One Vote"*, 56 CORNELL L. REV. 1, 3 (1970).

[22] See Under the first Delaware Corporation Law, voting rights were left to the by-laws... *Providence & Worcester Co. v. Baker*, 378 A. 2d 121, 123 (Del. 1977) [citing 17 Del. Laws Ch. 147, § 18 (1883)].

[23] 见上注,第123页。

[24] 见上注。

[25] “除非公司的章程有记载或者第213条有规定,每位股东持有的每一股都应当被赋予一票。” See DEL. CODE ANN. tit. 8, § 212(a) (2011).

[26] 见上注,第241(a)条。

[27] 见上注,第242(b)(1)条。

[28] 见上注,第151(a)条。

[29] See 378 A. 2d 121 (Del. 1977).

[30] 见上注,第123~124页。

[31] See *Baker v. Providence & Worcester Co.*, 364 A. 2d 838, 840 (Del. Ch. 1976), *vacated*, 378 A. 2d 121 (Del. 1977).



会。<sup>[32]</sup> 采用任期表决议时，“大股东手中的股份的表决权与其他所有股东没什么不同”，因为其他股东也可以通过达到股票门槛数，来行使相同的投票权。<sup>[33]</sup> *Providence & Worcester* 案中按比例投票的结构类似于任期表决议，只是用持股期限的限制因素来代替持股规模。<sup>[34]</sup>

2. *Unilever* 案和 *Williams v. Geier* 案——在 *Williams v. Geier* 案<sup>[35]</sup> 之前，唯一根据特拉华州法律回应任期表决议问题的判决是纽约南部地区法院审理的 *Unilever Corp. 收购 Richardson - Vicks, Inc.*<sup>[36]</sup> 案。在该案中，*Richardson - Vicks* 董事会投票通过了向普通股股东发放红利的方案，其中每五股普通股有一股“优先股”。<sup>[37]</sup> 优先股是一种享有优先表决权的股票，有权对普通股可以表决的所有问题每股投 25 票；然而，如果转让了该优先股，那么它的表决权将恢复到 5 票，除非持股人已经持有了 36 个月。<sup>[38]</sup> *Unilever*，作为一个潜在的收购者，质疑该股票分红是对股东投票权的非法干涉。<sup>[39]</sup>

联邦地方法院认为该方案违反了特拉华州法，因为董事会超出了公司章程所赋予的权力。<sup>[40]</sup> 章程只允许董事会发行具有相同投票权的新股，而法院认为有任期投票的优先股创建了单独的股票类别。<sup>[41]</sup> 在 *Unilever* 案中，法院将该董事会的行动与 *Providence & Worcester* 案区别开来，因为 *Providence & Worcester* 案的替代投票方案已经在该公司的章程中持续了 1 个世纪。<sup>[42]</sup> 法院裁定，根据 DGCL 第 202 条，发

---

[32] See *Providence & Worcester*, 378 A. 2d at 123.

[33] 见上注。

[34] See *Sagusa, Inc. v. Magellan Petroleum Corp.*, Civ. A. No. 12, 977, 1993 WL 512487, at \*1-2 (Del. Ch. 1993), *aff'd*, 650 A. 2d 1306 (Table) (Del. 1994) (要求过半数股东和过半数股票都支持人均投票数)。

[35] See 671 A. 2d 1368 (Del. 1996).

[36] See 618 F. Supp. 407 (S. D. N. Y. 1985).

[37] 见上注，第 408 页。

[38] 见上注。

[39] 见上注。

[40] 见上注，第 409 页。

[41] 见上注，第 410 页(指出任期表决议的股票“在没有事前警告、补偿或者股东授权的情况下，夺了股东转让投票权的能力，在一类股票中创设了两种中等级——最近获得的投票权减少的股票和有完全投票权的长期股票”)。

[42] 见上注，第 409 ~ 410 页。

行有投票权的任期表决制股票构成了转让限制,需要受影响股东的批准。<sup>[43]</sup>

在 Williams 案中,特拉华州最高法院推翻了 Unilever 案的判决,该判决称,董事会建议修改章程通过任期投票一事,需要先经过商业判断审查。<sup>[44]</sup> 案件的事实表明,被告 Milacron 公司是一家由 Geier 家族主导的受控公司。<sup>[45]</sup> 董事会向股东推荐了一项章程修正案,该修正案创立了一种高低(high-low)任期投票结构,称为重组计划(the recapitalization plan)。<sup>[46]</sup> 它授予现有股东每股 10 票的表决权。<sup>[47]</sup> 在生效日期之后出售或转让的股票将恢复为每股 1 票,且新发行的股票最初也为每股 1 票。<sup>[48]</sup> 在连续持股 36 个月后,股票将有权获得每股 10 票的表决权。<sup>[49]</sup> 衡平法院(the Chancery Court)基于 the Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 案<sup>[50]</sup>的标准,对该董事会是否违反忠诚义务进行了分析,将重组计划归类为针对威胁的防御措施,并认为该计划是合理的。<sup>[51]</sup> 在上诉中,原告股东声称 Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.

---

[43] 见上注。

[44] See Williams v. Geier, 671 A. 2d 1368, 1371 (Del. 1996); see also I R. Franklin Balotti & Jesse A. Finkelstein, *The Delaware Law of Corporations And Business Organizations* § 6.50 (3d ed. 2018) [“法院在没有援引或讨论的情况下,驳回了(联合利华)的理由”]。

[45] See Williams, 671 A. 2d at 1371.

[46] 见上注,第 1372~1373 页。该结构基于被家族控制的 Smuckers 相同的任期表决方案。见上注,第 1372 页。这种“高低”投票权方案本质上和 Berger 等人倡导更多公司使用的模型相同。参见 Berger 等,前注[6],第 305 页、第 316~317 页(讨论了任期投票系统的可行性)。

[47] See Williams, 671 A. 2d at 1372.

[48] 见上注。

[49] 见上注。

[50] See 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

[51] See Williams, 671 A. 2d at 1371. Unocal 案是特拉华州最高法院具有里程碑意义的决定,为分析董事会采用的动态收购防御措施设立了新标准。See Unocal, 493 A. 2d at 949. Unocal 案发现董事会可能会反对它有理由认为对公司不利的收购威胁。见上注,第 953~958 页。根据感知到的威胁做出的反应必须是合理的。见上注,第 955 页。特拉华州法院给予董事会很大的自由裁量权来确定什么是其“所认为的威胁”。见上注(指出威胁可能来源于第三方或者其他股东)。

案<sup>[52]</sup>中更为烦琐的标准才适用于董事会的提案。<sup>[53]</sup>

特拉华州最高法院认定 Unocal 案和 Blasius 案的标准在本案中均不适用。<sup>[54]</sup> 法院认为,只有单方面防御性的董事会行为才会适用更高的 Unocal 标准。<sup>[55]</sup> 理由是,批准修正案的股东投票已经排除了适用 Unocal 案标准去进行分析。<sup>[56]</sup> 更严格的 Blasius 案标准适用于“只有在董事会行为的主要目的是干扰或阻碍股东特许经营权行使的情况”,并且当股东“没有得到充分和公平的投票机会时”。<sup>[57]</sup> 法院认为现有材料缺乏相关证据,证明章程修正案剥夺了股东权利,并且进一步认为股东已经获得充分和公平的投票机会。<sup>[58]</sup> 毫无疑问,在 Williams 案之后,特拉华州法律允许适用任期表决制。

## (二) 证券交易所上市要求

对于上市公司而言,证券交易所上市规则提供了第二层次的监管,用以管理替代投票方案。1988年7月,SEC颁布了19C-4规则,在存在剥夺股东权利风险的情况下,该规则禁止证券交易所在上市标准中适用双层股权结构。<sup>[59]</sup> 该规则要求交易所实行一股一票制,禁止上市公司发行一股多票的股票。<sup>[60]</sup> 然而,此后不久,美国哥伦比亚特区巡回法院废除了19C-4规则,指出这一规则规定了一个不能实现《证券

---

[52] See 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

[53] See Williams, 671 A. 2d at 1376. 当被告采取措施阻碍股东进行投票时, Blasius 案要求被告提出“极其必要的理由 (compelling justification)”。See Blasius, 564 A. 2d at 661.

[54] See Williams, 671 A. 2d at 1376.

[55] 见上注,第 1377 页。Unocal 案更高强度的司法审查运用到了那些董事会采取防御性策略,抵御不受欢迎的敌意收购要约的案件中。See Unocal, 493 A. 2d at 954-955 (讨论了董事会回应收购要约的防御措施的司法标准)。

[56] See Williams, 671 A. 2d at 1376. Blasius 案标准通常由原告提出,但特拉华州法院很少适用。见上注。

[57] 见上注[引用 Stroud v. Grace, 606 A. 2d 75, 92 (Del. 1992)](在原始表达上有所修改)(省略内部引用标志)。

[58] 见上注,第 1376 页。

[59] See Stephen M. Bainbridge, Corporate Governance After The Financial Crisis 31 (2012).

[60] See Stephen M. Bainbridge, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, 69 WASH. U. L. Q. 565, 575-576 (1991).

交易法》(*the Exchange Act*)宗旨的公司治理方案。<sup>[61]</sup>

在取消 19C-4 规则后的几年时间里,纽约证券交易所(NYSE)(和其他交易所)采用了和已被废除的 19C-4 规则有一些相似之处的投票权规则。<sup>[62]</sup> NYSE 上市标准规定:“不能通过公司行为或发行股票,而差异化地减少或限制根据《证券交易法》第 12 条注册的公开交易的普通股现有股东的投票权”。<sup>[63]</sup> NASDAQ 有其自己的类似规则。<sup>[64]</sup> 基于 19C-4 规则的 NYSE 规则比之前的 SEC 规则更加灵活:NYSE 允许上市公司在首次公开募股(IPO)时采用替代投票方案,如任期投票制。<sup>[65]</sup>

NYSE 的投票权规则禁止公司对现存的股票采取任期表决制。以“采用任期表决制(TPV)”为例,公司的这一行为在一定程度上可能减少和限制投票权。<sup>[66]</sup> 任期表决制(TPV)指“根据股东持股时间的长短

---

[61] See *Bus. Roundtable v. SEC*, 905 F.2d, 406, 407-408 (D. C. Cir. 1990).

[62] 参见 Bainbridge, 前注[60], 第 625 页[根据第 19(b)条, SEC 批准了 NYSE 和 NASD 采用了基本上与规则 19c-4 相同的上市标准];参见 Berger 等, 前注[6], 第 304 页(指出交易所采用了比第 19c-4 条更灵活的投票政策, 认识到随着资本市场和公司需求的变化, 投票政策需要更加灵活)。

[63] 《NYSE 上市公司指南》第 313.00(A)条;NYSE American LLC Company Guide § 122[引用了《NYSE 上市公司指南》第 313.00(A)条];也可参见 *Order Granting Approval to Rule Changes Relating to the Exchanges' and Association's Rules Regarding Shareholder Voting Rights*, 59 Fed. Reg. 66,570, at IH. A (Dec. 27, 1994) [下文简称“SEC Approval”(相同)];NASDAQ 5640 上市规则(相同)。

[64] 参见 Bainbridge, 前注[60], 第 625 条(指出 NASD 采用的标准本质上与规则 19c-4 相同)。

[65] See 14 Guy P. Lander, *U. S. Securities Law For International Financial Transactions And Caprral Markets* § 3:179 (2d ed. 2002). 在解释 NYSE 的投票权标准时, Lander 写道:为防止已上市发行人剥夺持普通股公众的公众股东的投票权, NYSE 根据《证券交易法》, 采用了类似 19c-4 规则但更灵活的规则(股东被剥夺权利的规则)。两者都禁止公司采取任何行为或股份发行, 来不同程度地减少或限制根据《证券交易法》第 12 条注册的公开交易的普通股现有股东的投票权。但是, NYSE 的政策……也是允许某些被规则 19c-4 所禁止的行为或发行。NYSE 已经表明, 该政策的解释也是灵活的, 因为它承认资本市场、已上市发行人的状况和需求随着时间的推移而变化。见上注(强调部分为作者添加)(脚注省略)。

[66] 《NYSE 上市公司指南》第 313.00(A)条;《NYSE 上市公司指南》第 313.00(A)条;SEC Approval, 前注[63](相同);NASDAQ 上市规则 5640(相同)。

限制股票投票权的方案”。<sup>[67]</sup> 因此,大多数评论员都认为,上市规则仅允许在 IPO 阶段采用任期表决议。

总而言之,虽然有些人质疑 NYSE 规则是否应当修改,但人们对该规则禁止现有的上市公司采用任期表决议是没有异议的。<sup>[68]</sup> 近期, Berger 等人认为高低任期投票方案(如 Williams 案的重组计划)并没有违反 NYSE 投票权规则,并且上市公司为了现有股东可以采用。<sup>[69]</sup> 他们声称高低任期投票方案不会不同程度地减少或者限制现有股东的投票权。<sup>[70]</sup> 虽然在 Providence & Worcester 案中,特拉华州最高法院将替代投票安排描述为对“投票权”的限制,<sup>[71]</sup> 但 Berger 等人认为该类限制并不是完全差异化的。这种看法可以追溯到 Providence & Worcester 案,法院根据 DGCL 第 151(a) 条所提出的允许进行规模投票的理由为:任期表决议保证了所有股东平等获得额外投票权的机会。<sup>[72]</sup> 据作者所知,没有任何一家上市公司在这种情况下还试图采用任期表决议。

### (三) 受益所有权问题和区块链技术

在 20 世纪 70 年代之前,美国还处于股票所有权的“纸质系统”时代,在这一时期所有复杂的股票转让都是由经纪公司的职员手动完成的。<sup>[73]</sup> 20 世纪 70 年代,大量积压的股票转让工作导致结算危机爆发,

---

[67] 14 LANDER, 前注 [65], at § 3: 179 n. 3; 也可参见 17 C. F. R. § 240.19c-4 (2018) (指出,给予持股时间而……对股票投票权加以限制的公司行为……被认为具有……限制……某类已发行在外股份的投票权的效果);《NYSE 上市公司指南》第 313.00(A) 条(禁止现有股东的投票权“被任何公司行动或发行而不同程度地减少或限制”,其中一个例子是“采用任期表决议”)。

[68] 参见《NYSE 上市公司指南》第 313.00(A) 条(禁止上市公司减少或限制现有股东的投票权); Tamara C. Belinfanti, *Shareholder Cultivation and New Governance*, 38 DEL. J. CORP. L. 789, 833 (2014) (把任期表决议作为“时间加权投票”) (“因此, NYSE 标准作为不可变规则有效地发挥作用,并禁止对现有上市公司适用时间加权投票”)。

[69] 参见 Berger 等, 前注 [6], 第 319 ~ 320 页。

[70] 见上注, 第 320 页。

[71] See *Providence & Worcester Co. v. Baker*, 378 A.2d 121, 123 (Del. 1977).

[72] 参见 Berger 等, 前注 [6], 第 319 ~ 320 页。

[73] See David C. Donald, *Heart of Darkness: The Problem at the Core of the US. Proxy System and Its Solution*, 6 VA. L. & Bus. REV. 41, 50 (2011).

促进股票交易向一个集中化的保管模型转变。<sup>[74]</sup> 金融领导人提倡建立一个集中交易系统,因为在一个地点、一个账户下进行交易能够极大地简化股票转让手续。<sup>[75]</sup> 因此,产生了一些管理存款系统的机构,最终形成了存款信托公司(DTC)<sup>[76]</sup>——指定的中央证券储蓄机构。

在间接持股制度下,Cede & Co. 持有绝大部分股票,这解决了纸张的问题,几乎实现了股票无纸化。<sup>[77]</sup> Cede & Co. 是1996年在纽约市成立的一家合伙企业,其代表DTC几乎持有美国境内的所有股票。虽然股票由Cede & Co. 所有,但是这些股票以经纪人的名义进行登记。<sup>[78]</sup> 当股票持有人购买股票时,股票登记在促进交易的经纪商名下,这就是所谓的“代持”(street name holding)。<sup>[79]</sup>

公司通常需要保留一份股东名册,从而保障股东顺利行使权利,如投票权和检查(账簿)权。DGCL第219(a)条规定,特拉华州的公司管理者需要创建和更新股东名册。<sup>[80]</sup> 股东身份由年度股东名册确定。<sup>[81]</sup>

---

[74] 见上注,第50~51页。总结了当前集中化保管模型的历史,Donald教授指出:目前的美国证券结算的保管模式是在1970年达到高潮后的一次重大市场失败后实施的……直到20世纪70年代,大多数证券公司通过人工来处理他们的证券转让工作……随着在20世纪60年代后期交易额的逐步增长,经纪人在这种“幕后”交易结算进程中落在了后面……1969年,一些经纪公司无法处理证券交易结算,在交货时创造了大量的备份,因此,未履行的义务范围可以达到公司总资产的70%~200%。企业被迫通过公开市场购买股票,来弥补因丢失证券而导致的空头头寸,这一策略在现金流强劲的情况下取得了成功。但在1970年,随着市场逐渐低迷,经纪人发现他们的营运资本不断减少,这迫使他们对于那些证券已经遗失或错位的未偿还交付义务违约。结果,超过100家经纪公司破产或者被更强大的竞争对手收购。见上注(脚注省略)。

[75] 见上注,第56~57页。

[76] 见上注,第59页(描述DTC的发展)。

[77] 见上注,第59~61页(探讨Cede & Co.的作用)。

[78] See Matt Levine, *Banks Forgot Who Was Supposed to Own Dell Shares*, BLOOMBERG (2015年7月14日), <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2015-07-14/banks-forgot-who-was-supposed-to-own-dell-shares> [<https://perma.cc/A34A-NVSC>].

[79] 参见Donald,前注[73],第56~57页。

[80] See DEL. CODE ANN. tit. 8, § 219(a) (2011).

[81] 见上注, § 219(c); *Williams v. Sterling Oil of Okla., Inc.*, 267 A.2d 630, 634 (Del. Ch. 1970).

编制股东名册的过程比较困难。至少从规定的股东大会日期前 20 个工作日开始,公司必须联系 DTC 确定参与股东大会的公司,否则整个股东名册可能只有一个名字,即“Cede & Co.”。<sup>[82]</sup> 这一要求通常被称为“Cede 故障”。<sup>[83]</sup> 在满足这一要求之后,经纪人还需要和银行、DTC 和发行人进行一系列的磋商,来确定发行人股票的受益所有权人。不出所料,这个过程很容易出错。<sup>[84]</sup>

由于存在这些困难,如果股票被代持的话,那么,采用任期表决议的公司经常很难确定哪些股东有权获得更高的投票权。<sup>[85]</sup> 这一问题产生的原因是,只有股东名册中的股东才享有法定投票权,当股东通过银行或者经纪人持有股票时,公司难以确定受益所有人以及他们的持股时间。<sup>[86]</sup> 在过去的 50 年,高频交易的快速增长使所有权更加模糊。<sup>[87]</sup> 基于此,公司通常将所有代持股视为低投票权股票。<sup>[88]</sup> 因此,具有代持股的股东会不同程度地受到任期投票方案的影响。他们不能

---

[82] 参见 Donald, 前注[73], 第 68 页。

[83] 见上注。

[84] See Fiammetta S. Piazza, *Bitcoin and the Blockchain as Possible Corporate Governance Tools: Strengths and Weaknesses*, 5 PENN. ST. J. L. & INT'L AFF. 262, 293 (2017) (“因为区块链的准确性和可靠性源于所有用户都可以复制分类账本,所以区块链的实施可以解决现存问题”)。

[85] 当股东购买股票时,股票以促成这次交易的经纪人名义进行登记,称为“代持”(street name holding)。参见 Donald, 前注[73], 第 56~57 页。

[86] 根据代持登记系统要求,股份通常以经纪人的名义登记,而非投资者的名义。见上注。股票代持并不罕见。1993 年,纽约时报报道称,“折扣经纪公司 Quick & Reilly 中的 Peter Quick 估计,75% 的股票是以代持名义持有的,并且这一百分比正在增长。”See Andree Brooks, STOCKS; “Street Name” Accounts: Benefits with Minuses, N. Y. TIMES (Aug. 7, 1993), <http://www.nytimes.com/1993/08/07/news/stocks-street-name-accounts-benefits-with-minuses.html> [<https://perma.cc/YHP5-F5W4>]. 然后受益所有权通过不同的法律实体产生。这给试图追踪受益所有权的股东和公司带来了巨大的行政负担。参见 Levine, 前注[78] (讨论了追踪受益所有权的困难)。

[87] See Michael Morelli, *Regulating Secondary Markets in the High Frequency Age: A Principled and Coordinated Approach*, 6 MICH. BUS. & ENTREPRENEURIAL L. REV. 79, 100-07 (2016) (分析了高频交易如何为证券监管带来挑战)。

[88] 参见 Dallas & Barry, 前注[9], 第 602 页。Dallas 和 Barry 研究中的所有公司(详见下文第二部分),将代持股份视为短期股票。见上注。

像其他股东一样通过长期所有权获得更多投票权,因为公司不能准确地确定代持股股东的持股时间。<sup>[89]</sup>

近期,特拉华州通过立法允许公司采用区块链(也叫作分布式账本)技术来解决这一问题。<sup>[90]</sup> 区块链技术允许对股票所有权进行数字化跟踪,因此,所有股东都可以以自己的名义持股。<sup>[91]</sup> 通过证券数字化和区块链技术,清算和证券交易的结算能够即时进行。<sup>[92]</sup> 在2015年12月获得SEC的批准后,2016年12月,Overstock成为第一家提供数字证券的上市公司。<sup>[93]</sup>

---

[89] 任期表决制尚未在美国获得立足,部分原因在于所有权可追溯性带来的组织管理障碍。在 Dallas 和 Barry 的研究中,其中有一半公司最终取消了任期表决制安排,有几家公司以行政负担作为取消原因。参见 Dallas & Barry, 前注[9], 第 593 页,第 611 页、第 614 ~ 615 页。例如,在取消任期表决制后,Church & Dwight 在其委托投票说明书中表示,任期投票是一个“负担”的机制,造成了“投票权分配的混乱”和“使公司股东记录和代理投票程序复杂化”。See Church & Dwight Co., Inc., Proxy Statement (Form PRE 14A), at 27 (Mar. 21, 2003)。

[90] See Louis G. Hering & Melissa A. DiVincenzo, 2017 *Amendments to Delaware's General Corporation Law and Alternative Entity Statutes*, Bloombergo Bna; Corporate Law And Accountability Report 1-2 (Aug. 17, 2017), <https://www.mnatcom/files/BylinedArticles/DGCL-Amendments-2017%20-final.pdf> [<https://perma.cc/J22V-E9J8>].

[91] 参见 Berger 等,前注[6],第 314 ~ 315 页。区块链是指将信息存储在一系列区块中的技术,如商品或资产的整个购买历史。该技术是为数字货币比特币开发的。See Joanna Diane Caytas, *Developing Blockchain Real-Time Clearing and Settlement in the EU, U. S., and Globally*, COLUM. J. EUR. L.; PRELIMINARY REFERENCE (June 22, 2016), <http://cjel.law.columbia.edu/preliminary-reference/2016/developing-blockchain-real-time-clearing-and-settlement-in-the-eu-u-s-and-globally-2/?cn-reloaded=-1> [<https://perma.cc/W7M3-6SAS>] (描述了区块链技术的起源和它对交易的潜在影响); Kevin Maney, *Trust and Verify: The Coming Blockchain Revolution*, NEWSWEEK (May 23, 2016), <http://europe.newsweek.com/blockchain-technology-will-remake-global-financial-system-462537?rm=eu> [<https://perma.cc/5KWR-22JR>] (相同)。

[92] 参见 Caytas, 前注[91]。证券交易依赖银行等“可信赖的第三方”进行清算和结算。清算包括比较买卖双方的记录,结算涉及由托管人根据对价而进行的所有权转移。见上注。

[93] See Tom Zanki, *Overstock Issues First-Ever Blockchain Shares in \$11M Offer*, LAW360 (Dec. 16, 2016), <https://www.law360.com/articles/873790/overstock-issues-first-ever-blockchain-shares-in-11m-offer> [<https://perma.cc/5JVS-XAYQ>]; Tom Zanki, *SEC Approval of Digital Shares Could Spur Experimentation*, LAW360 (Dec. 18, 2015), <http://www.law360.com/securities/articles/739837/sec-approval-of-digital-shares-could-spur-experimentation> [<https://perma.cc/YN8Z-W5Z9>] (分析了 Overstock's 区块链证券发行的潜在影响)。



通过 Overstock 的委托投票说明书 (proxy statement), 买方可以直接以自己的名义持有股票。<sup>[94]</sup> 这一过程对于任期投票系统来说, 最大的优势在于它可以使公司更容易追踪其他股东的身份, 因此更加准确地分配高低投票权。<sup>[95]</sup>

特拉华州对区块链的规定预示着这一技术可能会成为主流。前特拉华州州长 Jack Markell 首次发起了特拉华州区块链计划, 承诺在该州适用区块链技术, 并且要求立法者明确特拉华州公司法是否允许使用区块链技术来跟踪股票发行和转让。<sup>[96]</sup> 2017 年 7 月 21 日, 现任州长 John C. Carney Jr. 签署了 DGCL 的修正案, 允许公司保留区块链分布式账本技术所记载的股东信息, 并且允许公司通过区块链与投资者进行沟通。<sup>[97]</sup> 修正案立即生效。<sup>[98]</sup>

修正案允许公司通过区块链技术发行股票, 并通过区块链技术建立股东名册。DGCL 第 219 条规定, 投票权由公司的股东名册 (stock ledger) 确定, 这一条经过修改后, 对“股东名册”进行了明确定义。<sup>[99]</sup> 现在, “股东名册”指“一个或者多个由公司掌握或者代表公司的记录, 这些记录的内容包括所有公司股东的名字、每个股东名下登记的地址和股票数量, 以及按照 DGCL 第 224 条规定的公司已发行或转让的所

---

[94] 参见 Overstock.com, Inc. 招股说明书 (Form 424B3), 第 34 页 (2015 年 12 月 9 日)。

[95] “在实践中, 区块链投票技术将通过给合格投票者分配一串代表其表决权的代币的数字 (也称为‘投票硬币’) 来实现。随后投票者向区块链地址发送他们的投票, 这些投票将被登记在分类账上。”参见 Piazza, 前注 [84], 第 293 页 (脚注省略)。

[96] See Andrea Timianow & Caitlin Long, *Delaware Blockchain Initiative: Transforming the Foundational Infrastructure of Corporate Finance*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Mar. 16, 2017), <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/03/16/delaware-blockchain-initiative-transforming-the-foundational-infrasnlecture-of-corporate-finance> [ <https://perma.cc/CVY3-CMS8> ] (讨论了促使特拉华州法律修改以允许区块链股票的特拉华区块链计划)。

[97] See Joseph C. Guagliardo, et al., *Delaware Encourages Blockchain Technology Through Legal and Technological Innovations*, Pepper Hamilton LLP; Insight Center (Aug. 2, 2017), <http://www.pepperlaw.com/publications/delaware-encourages-blockchaintechnology-through-legal-and-technological-innovations-2017-08-02/> [ <https://perma.cc/RNE9-S8Z7> ] .

[98] 见上注。

[99] 参见 Hering & DiVincenzo, 前注 [90], 第 1 页。

有股票”。<sup>[100]</sup> 现今,第 224 条已经明确规定,允许公司使用网络或数据库记录公司数据。<sup>[101]</sup> 另外,第 151(f)条、第 202(a)条和第 364 条均有所修订,修订后允许通过电子传输技术向股东发出法规要求的通知。<sup>[102]</sup>

特拉华州允许使用区块链技术的规定为证券交易的现代化开辟了道路,但是区块链不仅提供了可跟踪性问题的解决方案,同时也带来了一系列新的挑战。区块链给股东带来了许多好处:降低交易成本、提高所有权记录的透明度,能够促进股东能动性的所有权转移的实时观察。<sup>[103]</sup> 比起目前的系统,区块链可以帮助有意购买者更快速和便宜地购买到股票。<sup>[104]</sup> 此外,“公司投票变得更加精准,并且那些旨在分离投票权和股票所有权的其他方面的策略,例如‘空洞投票’(empty voting),则很难再秘密进行了”。<sup>[105]</sup>

区块链也存在多方面的潜在缺点。第一,看门人(有权在区块链中设置新的交易编码的主体)可能会滥用其掌握的权力:“看门人可以限制(其他用户)进入市场、评估垄断用户费用、编辑传入数据、优先处理一些用户、限制用户访问市场数据,并可能与外界共享用户数据。”<sup>[106]</sup> 第二,区块链的安全性方面也存在一些问题,如备受瞩目的比特币勒索事件。虽然黑客并不能破坏最值得信赖的加密货币中介机构

---

[100] DEL. CODE ANN. tit. 8, § 219(c) (2017).

[101] 参见 Hering & DiVincenzo, 前注[90],第 1~2 页。作者分析了区块链修正案之后指出:第 224 条还要求,对于使用电子网络或数据库保存的股票分类账,这些分类账必须能够用来准备第 219 条和第 220 条所要求的清单,记录第 156 条、第 159 条、第 217 (a)条和第 218 条中规定的某些信息以及《特拉华州统一商法典》第 8 条规定的股票转移记录。同上。

[102] 见上注,第 2 页。在解释了几个区块链修正案之后,Hering and DiVincenzo 评论道:第 232 条规定的“电子传输”的定义已经进行了修改,包括电子网络或数据库的适用,并且涵盖了“任何不直接涉及纸张物理传输的通信形式,其创造了可由其接收者保留,检索和审查的记录,并且可由此接收者通过自动化程序直接以纸张形式再现”。同上。

[103] See David Yermack, *Corporate Governance and Blockchains*, 21 REV. FIN. 7, 9, 17 (2017).

[104] 见上注,第 20 页(注意到更高的透明度和更大的流动性会导致股票快速交易)。

[105] 见上注,第 9 页。

[106] 见上注,第 12 页。

(coinbase)的安全防御措施,但是它的个人用户经常遭到攻击。<sup>[107]</sup> 专家指出,区块链的最主要风险并不是对系统进行攻击,而是对用户的个人账户进行攻击。<sup>[108]</sup> 第三,过渡期的长短和区块链的复杂性可能会让一些旁观者冷静下来。评论者质疑区块链技术是否小题大做,并建议可能有更简便的建立公司的分类账簿的方法。<sup>[109]</sup> 一些专家估计,过渡期可能需要很多年。<sup>[110]</sup> 这一时间线可能会削弱人们对于区块链能够及时全面地解决跟踪问题的期待。

## 二、关于任期表决制(tenure voting)的现有研究

尽管对公司股东的短视倾向感到担忧,但讨论如何为股东提供适当的激励,以延长他们的投资年限的文章很少。一种方法是对他们长期持有股票的行为进行奖励。这种方法主要是为长期持股的股东提供看涨期权,Bolton 和 Samama 已经探索过这种方法。<sup>[111]</sup>

我们探索的替代方案是任期表决制,如果股东保留持有的股份,任

---

[107] See Jen Wiczner, *Hacking Coinbase: The Great Bitcoin Bank Robbery*, *Fortune: The Ledger* (Aug. 22, 2017), <http://fortune.com/2017/08/22/bitcoin-coinbase-hack/> [<https://perma.cc/E65N-F93U>].

[108] See James Risberg, *Yes, the Blockchain Can Be Hacked*, COINCENTRAL (May 7, 2018), <https://coincentral.com/blockchain-hacks/> [<https://perma.cc/6NHM-8QGN>] (在加密经济的安全方面,重复使用密码、网络钓鱼诈骗受害、粗心的网站运营商和疏忽的员工轮换仍然是最危险的一点)。

[109] See Matt Levine, *Mortgage Bonds and Stock Blockchains*, BLOOMBERG (Sept. 12, 2017), <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2017-09-12/mortgage-bonds-and-stock-blockchains> [<https://perma.cc/AHQ4-32AL>] (讨论区块链作为保持股东名单的另一种方法)。

[110] See Jeff John Roberts, *Companies Can Put Shareholders on A Blockchain Starting Today*, *Fortune* (Aug. 1, 2017), <http://fortune.com/2017/08/01/blockchain-shareholders-law/> [<https://perma.cc/4HF8-U97P>] (指出公司记录保存技术需要5年的时间来改变,因为公司需要“加快技术发展”,供应商需要建立工具来记录股东名单)。

[111] See Patrick Bolton & Frédéric Samama, *Loyalty - Shares: Rewarding Long - Term Investors*, *J. APPLIED CORP. FIN.*, Summer 2013, at 88.

期表决制将赋予他们对公司决策的额外影响力。关于任期表决制的最有名的研究来自 Lynne Dallas 和 Jordan Barry 教授,他们审查了 12 家采用任期表决制(以“time – phased voting”指代)的美国公司,来确定其对公司治理和管理短视的效果。<sup>[112]</sup> Dallas 和 Barry 发现,任期表决制可以增强已经存在的长期股东的表决权,但对鼓励长期持股没什么作用。<sup>[113]</sup> 尽管小而同质的样本规模抑制了因果关系的推断,但该研究揭示了与任期表决制相关的趋势。Dallas 和 Barry 的文章提出了两个基本观点:第一,作者从政策的角度出发,在公司法和双层股权结构的语境下,对任期表决制进行了分析。<sup>[114]</sup> 第二,作者通过研究曾经或现在采取任期表决制的 12 家美国公司,来对他们的假设进行验证。<sup>[115]</sup>

Dallas 和 Barry 首先研究了采用任期表决制以减少管理短视的 3 个可能理由。首先,由于任期表决制给予长期股东更多的管理控制权,管理层可能会专注于讨好长期股东。<sup>[116]</sup> 其次,任期表决制基于持股时间而赋予股东更大的投票权,会鼓励长期持股。<sup>[117]</sup> 最后,它可以培育关注长期价值最大化的企业文化。<sup>[118]</sup>

很难衡量这些主张的有效性,特别是在样本规模小而同质的情形下。不幸的是,这似乎是不可避免的,因为采用任期表决制的美国公司的数量有限。<sup>[119]</sup> 在 1984 年 6 月纽约证券交易所废除一股一票的强制规定之后,到 1987 年 6 月纽约证券交易所禁止 IPO 之后采用任期表决制之前的这一短暂时期内,12 家上市公司中有 10 家采用了任期表决制,并且现在仍然是上市公司。<sup>[120]</sup> 这 12 家公司中有 10 家是家族控制

---

[112] 参见 Dallas & Barry, 前注[9], 第 551 页。

[113] 见上注(“任期表决制赋权长期股东……我们同时发现,在采用任期表决制后,长期持股的比例持续下降”)。

[114] 见上注,第 494 ~ 550 页(比较了任期表决制和双层股权结构制)。

[115] 见上注,第 551 页。

[116] 见上注,第 570 页。

[117] 见上注,第 571 页。

[118] 见上注。

[119] 见上注,第 592 ~ 593 页(描述搜寻研究对象的过程)。

[120] 见上注,第 595 页。

的,下面的脚注中总结了这些公司使用的持股计划的一些特征。<sup>[121]</sup>

作者发现,对于这些持股计划,任期表决议在增加长期持股的同时,并不会减少管理短视行为。相反,当公司采用任期表决议时,内部人所有权的集中度会降低。<sup>[122]</sup> 此外,任期表决议对机构投资者的所有权没有重大影响,也没有增加它们的长期所有权。<sup>[123]</sup> 在整个任期表决议实施进程中,长期股东所有权实际上是减少的。<sup>[124]</sup>

Dallas 和 Barry 的研究显示,与双层股权结构一样,任期表决议通过允许内部人在维持投票权的同时部分出售所持股份,也加剧了所有权和控制权之间的偏离。如果外部长期所有权增加或管理层向关注长期价值文化转变,则可能会抵消由此增加的代理成本。但是,他们没有发现支持这些结论的证据。重要的是,所研究的 12 家公司中有 6 家公司随后废除了任期投票制,主要是因为它不符合美国公司普遍存在的

---

[121] 见上注,第 593 页。在采用任期表决议时,所有的公司都已经经营了很长时间。半数公司在特拉华州注册成立,涵盖了从金融到农业等众多行业。见上注,第 598 页。公司有各种各样的持股计划,最普遍的是赋予长期股票 10 票投票权和 4 年的持有期限。见上注,第 600 页。25% 的公司规定了 3 年的持有期,75% 的公司规定了 4 年的持有期。见上注。每一长期股票的投票权略有不同:两家公司获得 4 票,4 家公司获得 5 票,6 家公司获得 10 票。见上注。在 IPO 后采用任期表决议的公司将所有发行在外股票视为长期股票,而在 IPO 阶段采用任期表决议的公司将所有已持股份视为长期股票,而不包括新发行的股票。见上注,第 600 ~ 601 页。许多公司就长期股份的数量和权利授予董事会自由裁量权。例如,Smuckers 在 2002 年和 2008 年两次重置了持有期,这与对其他公司的收购相对应。见上注,第 601 页,n. 248。作为对收购的防御,半数公司授予董事会再次发行可被立即视为长期股票的权力,这类似于股东权利计划,像一片毒药。见上注,第 601 页。公司通常会在其委托投票说明书中承认这是一个收购防御机制。见上注。1/3 以上的公司采取了额外的收购防御机制,如要求大型投资者在收购了 5% 的发行在外股份时通知公司;未为此通知则导致重置持股期限,就像股票被交易一样。见上注,第 602 ~ 603 页。虽然大多数公司都认为减少短期行为是采用任期表决议的一个原因,但防止恶意收购企图和提高公司资本结构的灵活性是另一个采用任期表决议的动机。见上注,第 604 ~ 608 页。

[122] 见上注,第 620 ~ 621 页。

[123] 见上注,第 624 ~ 628 页(解释说他们“没有发现任何证据表明[任期表决议]与所有权增加有关”,并且“在估算机构持股时,[任期表决议]这一变量没有经济或统计上的意义”)。

[124] 见上注,第 629 页。在采用任期表决议的随后几年,这是被预期到的。因为所有股份在采用任期表决议时都被视为长期股票。然而,即使在初期下降之后,长期股东的所有权也有所下降,这可能是由于内部人员出售股权而少数股东仍然无动于衷。

“企业民主的基本原则”。<sup>[125]</sup>

近期,一篇由 David Berger, Steven Davidoff Solomon 教授和 Aaron Benjamin 撰写的聚焦任期表决制的文章对这种表决制度表示了支持。Berger 等人提出,任期表决制是比双层股权结构更为可取的解决短视主义的方法。<sup>[126]</sup> 他们声称,管理短视因以下两个原因而渐增:首先, Berger 等人认为,即使在机构投资者中,持股期限也缩短了。<sup>[127]</sup> 其次,他们声称,股东积极性的增长促使管理层变得短视。<sup>[128]</sup> 总之,他们认为这些将威胁到经济安全。<sup>[129]</sup>

作者认为,作为一种解决方案,任期表决制是替代双层股权的首选方案。作者指出,任期表决制增加了投资者持股的积极性,降低了投资者对管理层可能进行短视行为的偏见,从而吸引了潜在投资者,同时改善了公司文化。<sup>[130]</sup> 然而,并没有任何实践证据表明,股东会因为承诺提高投票权而增加持股。其他提议指出,任期投票将会减少短视偏见,吸引潜在投资者,同时改善公司文化,这些提议依赖于两项假设,即任期表决将会促使长期所有权增加,并且该类所有权不是消极所有权。Berger 等人提出的任期表决制和 Dallas 和 Barry 研究的公司所采用的结构非常相似。<sup>[131]</sup>

虽然所有的分析师都认为任期表决可以巩固管理层地位,但是尚无研究分析任期表决对于活跃股东在投票竞争中的影响,如对于股东提案的投票竞争和少数派投票代理权争夺。当然,任期表决降低了收购方单纯依靠投票权接管董事会的能力,因为他们不仅需要获得控制权,还必须等待持股期届满。鉴于还要考虑持有不同持有期股

---

[125] 见上注,第 611~612 页。

[126] 参见 Berger 等,前注[6],第 297 页。

[127] 见上注,第 298~299 页。

[128] 见上注,第 299~300 页。

[129] 见上注,第 301 页(“这些行动导致一些大机构股东的领导人将短期行为列为对公司的潜在威胁,更广泛地说,是对美国经济的长期健康的威胁”)。

[130] 见上注,第 307~309 页。

[131] Berger 等人主张采用持股期为 3~5 年的高低投票权方案。高投票权股票应该获得 3~5 票,并且应该有一个投票权上限。见上注,第 323 页。Dallas 和 Barry 研究的所有公司均符合这种模拟框架。参见第二部分。

票的外部投资者的立场,任期表决将会怎样影响最后的结果,还是比较模糊的。这将会是第四部分中使用加权投票模型进行理论建模的重点。

为此,在第三部分中,我们讨论了如何为加权投票模型编制数据。令人惊讶的是,我们发现从未有过对投资者持有期限进行的研究,所以,我们也描述了数据收集过程,以供未来学者参考。

### 三、数据收集

为了在加权投票模型中证实这一假设,我们收集了不同机构投资者群体的投资组合换手率,以及这些公司的投资者构成。这些关于投资者持股的数据收集自“Thomson Reuters Ownership 13F”数据库,这是一个有关机构投资者季度持股数据的数据库,这些机构投资者管理着总市值超过1亿美元的公开交易的证券。<sup>[132]</sup> 研究样本的采集范围为1990年至2015年。

#### (一) 机构投资者的投资组合换手率

任期表决制的一个重要问题是投资者的换手率有多高。任期表决制给予持有3年及以上的股票更多投票权,那么这些长期投资者是谁?这些投资者持有该股票至期限届满(或超过期限)的可能性有多少?为了估算这些值,我们通过两种方法将机构分为“长期”、“中期”和“短期”投资者。

在第一种方法中,我们根据每个投资者的四分位数持有量变化,来估算每个投资者的年化投资组合换手率(annualized portfolio turnover rate)。<sup>[133]</sup> 具体计算方法为:先按照季度换手率(取“买入额”和“卖出

---

[132] “Thomson Reuters Ownership 13F”数据库汇总了美国证券交易委员会收到的所有13F表格中的信息。该数据库可通过沃顿商学院研究数据服务(WRDS)访问,该数据服务由作者所在机构订阅。

[133] 我们遵循了Vikas Agarwal等人所述的程序,See Inferring Reporting – Related Biases in Hedge Fund Databases from Hedge Fund Equity Holdings, 59 MGMT. SCI. 1271 (2013).

额”中的较小数额)算出年度投资组合换手率,再除以上一季度和当前季度的平均投资组合规模。<sup>[134]</sup> 因为我们没有直接观察买入和卖出数额,所以,它们代表的是一个季度末相对于上一个季度末增加(减少)持有的总数。以这种方式估算的年化换手率是实际换手率的最低值,因为它不包括在同一季度内的往返交易。

根据 Puckett 和 Yan 的说法,他们将 13F 数据与一些机构投资者(主要是共同基金)的完整交易数据进行比较,季度内往返交易(由于数据限制,我们的估算过程忽略了这一部分)“约占一个典型共同基金交易数额的 20%”。<sup>[135]</sup> 对于交易频率较低的其他机构(如养老基金和保险公司),与平均共同基金数额差距较小。对于交易较为活跃的交易机构(如对冲基金等),则与平均共同基金数额差距较大。<sup>[136]</sup> 因此,通过测算季度间寸寸的变化,可以得出不同类型投资者在实际投资组合换手率方面的顺序。我们将 13F 中的机构分为长期、中期和短期三类,分别对应估算的年化投资组合换手率低于 33%(对应着超过 3 年的预期持有期)、介于 33%~100%、超过 100%(对应着不足 1 年的预期持有期)。虽然个别机构的投资情况随时间变化各有不同,但具有高度持续性。

就年度层面而言,在各机构的全部样本中,平均(中位数)年度换手率为 73.5%(38.3%),四分位数变化从 19.5%变为 82.2%。图 1 显示了所有 13F 机构换手量的平均值与中位数。该数据显示,换手量在过去两次经济衰退的前几年中达到顶峰,且自 2008 年以来一直呈下降趋势。

---

[134] 为了尽可能不受机构投资者基金流入和流出的影响(这些机构投资者基本上不受投资组合管理层的控制),我们采用了购买和销售值的较小数,而不是平均数。

[135] Andy Puckett & Sterling Yan, *The Interim Trading Skills of Institutional Investors*, 66 J. FIN. 601, 612 (2011).

[136] 见上注,第 616 页(指出“基金经理基金的表现比养老基金高出约 16 个基点”)。



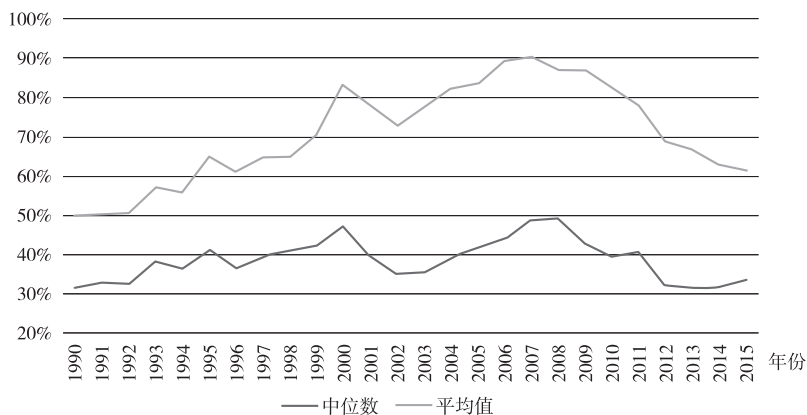


图1 投资者投资组合换手率的中位数与平均值

这些数字显示了1990年至2015年所有13F机构投资者的平均年度换手率和中位数。先按照每个投资者的季度换手率(取“买入额”和“卖出额”中的较小数额)算出其年度投资组合换手率,再除以上一季度和当前季度的平均投资组合规模。

在第二种方法中,我们根据机构投资者的类别,对机构的投资规模进行分类。根据Agarwal, Jiang, Tang和Yang<sup>[137]</sup>以及Agarwal, Fos和Jiang等人<sup>[138]</sup>分享的数据,可以将所有的13F机构分为以下几大类别:银行和信托、保险公司、资产管理公司(主要是共同基金)、资产管理公司(主要是对冲基金)、其他资产管理公司、投资银行和经纪业务、养老基金、捐赠与基金、企业和其他。表1汇总统计了所有类别的投资组合换手率。

表1 不同类型投资者的投资组合换手率

类型	中位数	平均值	标准差	最小值	最大值	机构数量(家)
银行和信托	0.22	0.28	0.24	0	3.95	553
保险公司	0.31	0.43	0.49	0	6.17	166

[137] See Vikas Agarwal, et al., *Uncovering Hedge Fund Skill from the Portfolio Holdings They Hide*, 68 J. FIN. 739 (2013).

[138] 参见Agarwal等,前注[133]。

续表

类型	中位数	平均值	标准差	最小值	最大值	机构数量 (家)
共同基金	0.43	0.64	0.69	0	9.08	223
对冲基金	0.87	1.33	1.34	0	11.02	1511
资产管理公司	0.36	0.60	0.76	0	8.68	2784
投资银行和 经纪业务	0.42	0.82	1.06	0	7.06	149
养老基金	0.20	0.32	0.40	0	4.22	67
捐赠与基金	0.29	0.27	0.53	0	8.03	54
企业	0.25	0.53	0.88	0	6.40	51
其他	0.19	0.63	1.07	0	8.62	119

表1展现了不同类型投资者换手率的汇总数据。基于 Agarwal, Jiang, Tang 和 Yang<sup>[139]</sup> 以及 Agarwal, Fos 和 Jiang 等人<sup>[140]</sup> 分享的数据, 将 13F 中的所有机构归纳为上述类别。

根据平均换手率, 我们认为对冲基金是短期投资者; 银行和信托、养老基金、捐赠与基金这三类是长期投资者; 其余为中期投资者。这种分类符合市场参与者的普遍看法。<sup>[141]</sup>

## (二) 公司的投资者组成

接下来, 我们将讨论发行人(公司)层面的投资者构成(按其投资期限进行划分)。这在我们的加权投票模型中很重要。对于每个公司年度, 我们通过计算该公司年度中所有股权投资者的投资组合换手率的价值加权(value-weighted)值或等权重(equal-weighted)值, 来计算平均股东换手率。价值权重与年末投资者持有的公司股东权益成比例。图2展现了这一时间趋势: 公司的股东平均换手率一直在上涨, 直至2007年

[139] 参见 Agarwal 等, 前注[137]。

[140] 参见 Agarwal 等, 前注[133]。

[141] See Brian J. Bushee, *The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior*, 73 ACCT. REV. 305, 307-08 (1998) (论述了引入这种分类体系的早期研究, 并解释了该方法的优点)。

开始稳步下降。无论采用价值加权还是等权重计算,都出现了这一相似的情况。金融危机后的价值加权线明显低于等权重线,这表明现在上市公司大股东的股票换手速度比以前慢。

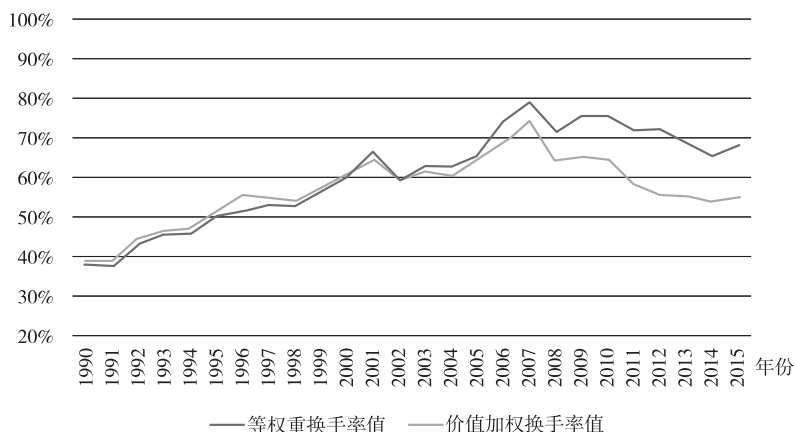


图 2 投资者在一家公司的平均换手率 (等权重与价值加权重)

这些数字显示了上市公司股东的平均换手率。我们通过计算股东平均价值加权或等权重的换手率来计算每家公司的股东换手率。价值权重与年末投资者持有的公司股权成比例。黑色系列表示股东平均等权重换手率,灰色线表示采用价值加权时的平均值。

一般认为,随着时间的推移,股票将越来越快地转手,但图示趋势与这一观点相左。实际上我们发现,自 20 世纪 80 年代初以来,发行人(股票)层面的年换手量一直在上升,从平均 50% 的年换手率上升至最近几年的 300%。也就是说,在过去 35 年中,每股的平均换手速度从每两年一次变为每四个月一次。人们很容易由此推断出,公司正在被越来越多的短期投资者控制。但情况并非如此,如图 2 所示,这一差异源于,尽管大多数公司的大股东在过去十年中投资组合换手率下降了,但存在一小部分投资者(如高频交易员)推高了交易量。

图 3 展现了 1926 年至 2016 年每年等权重的年度换手率。年度换手率,是指年度交易量与初年至末年发行在外股票总数之比。这一数据来自安全价格研究中心(Center for Research in Security Prices, CRSP)。从 20 世纪 80 年代起,股票的年换手率开始呈上升趋势,并在 21 世纪初

期前后急剧增加,这与算法交易的增长规律一致。然而,需要注意的是,如图1和图2所示,股票换手率的增加,并不意味着典型或大多数机构投资者正在更快地调整他们的投资组合,也不能说明公司正在被越来越多的短期投资者控制。

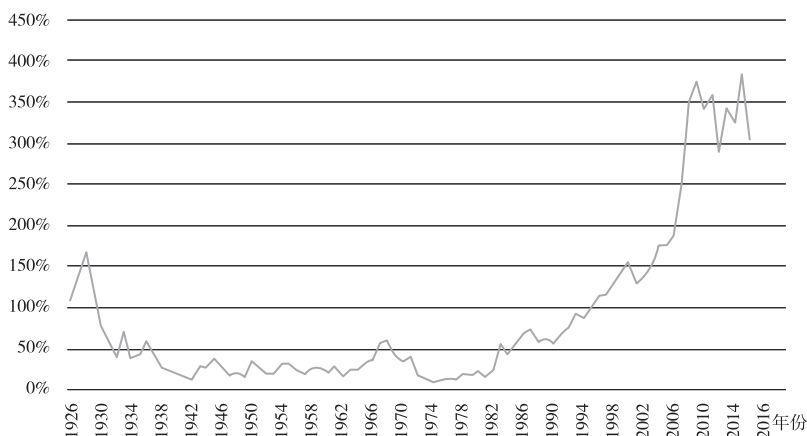
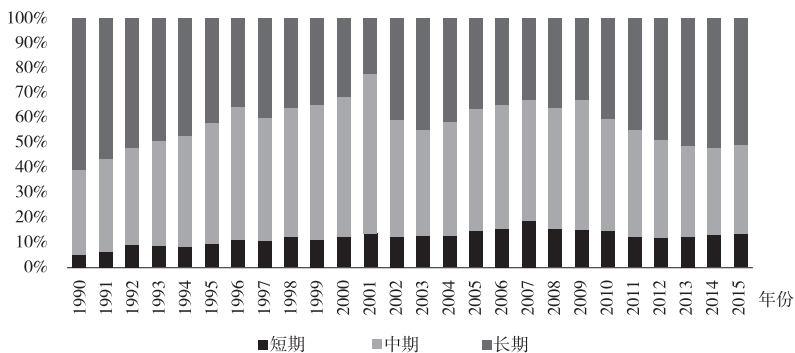


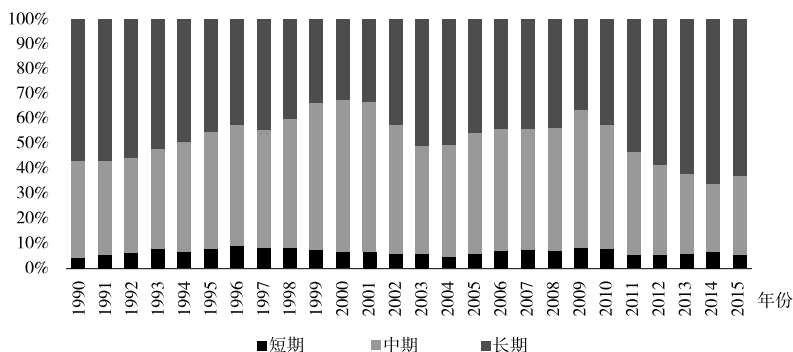
图3 年平均换手率(1926~2016年)

就我们的目的而言,除了汇总统计数据(如既定公司的平均投资者视野情况),研究不同视野股东的相对构成比例(如短期或长期投资者持有的股权比例是多少)也极为重要。图4从不同角度展示了这一问题。

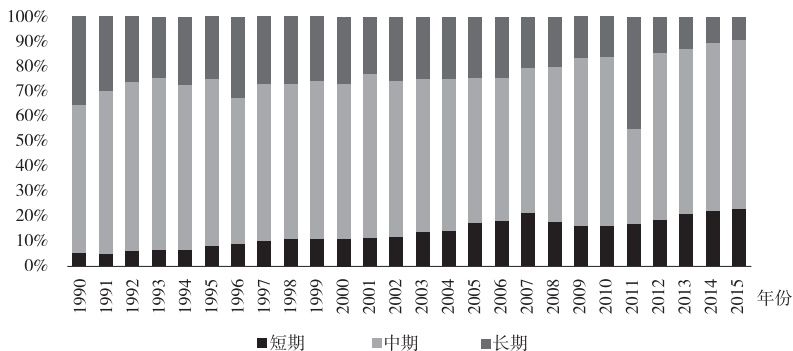


A组:按个人投资者分类;公司等权重

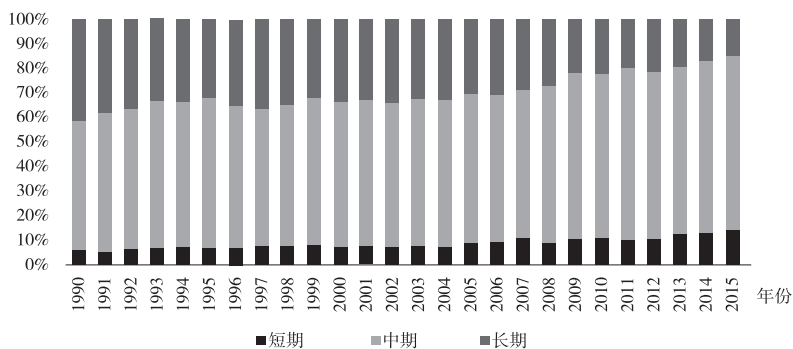
任期表决议会给公司管理层终身职位吗？



B组:按个人投资者分类;公司市值加权



C组:按投资者类别分类;公司等权重



D组:按投资者类别分类;公司价值权重

图4 上市公司的投资者组成

图4中的4组图展示了上市公司股东视野的构成。投资者构成的计算方法为:先计算每种投资者的股权比例,然后对所有公司进行平均(使用等权重或市值加权)。我们将投资者视野分为:短期(少于1年)、中期(1~3年)和长期(3年或以上)。A组和B组的分类依据为每个投资者的换手率,而C组和D组的分类依据则为表1中的投资者视野类别(例如,对冲基金的平均换手率为1.33,因此被归类为短期)。A组和C组使用等权重来平均所有公司。而小组B和D使用市值加权。

A组和B组的图像展示了投资者构成随时间的变化。首先,我们计算每种类型投资者的股份比例;其次,对既定年份中的所有公司进行平均(使用等权重或市值权重)。随着时间的推移,普通公司的短期股东越来越多。但如果我们按市值来衡量公司,就不存在这种趋势。这种组合表明,短期投资者在相对较小的公司中持有了越来越多的股份。无论是等权重还是价值加权,长期股东经历了一个明显的“U形”趋势——在21世纪初期长期股东数量不断减少,然后开始稳步上升,自2015年以来,长期投资者持有公司股票数的平均等权重或市值加权值在50%~60%。

C组和D组的图像与A组和B组十分类似,只不过C组和D组是按投资者类别进行的分类。例如,无论各个保险公司的个人投资组合换手率如何,所有保险公司都被视为长期投资者;无论各个对冲基金的个人交易策略如何,所有对冲基金都被视为短期投资者。C组和D组表明,对冲基金(唯一的短期投资类别)的股权水平在增加,长期投资者(银行、信托基金和养老基金)的股权水平则以类似的速度在减少,这样的此消彼长使中间类别大多保持稳定。

#### 四、任期表决模型

我们将采用加权投票模型,来研究任期表决制对公司竞争结果可能产生的影响。我们之前使用这个模型研究过收购竞争,<sup>[142]</sup>并分析了降

---

[142] See Paul H. Edelman & Randall S. Thomas, *Corporate Voting and the Takeover Debate*, 58 VAND. L. REV. 453, 455 (2005).

低触发毒丸(poison pill)计划的门槛对收购的影响。<sup>[143]</sup> 这是一个模拟模型,预先假定了不同投资期限的各类群体间的股票数额分配,以及第三方代理意见对这些群体的影响,从而估计其投票有利于管理层的概率。

### (一) 模型的背景

按照这两位作者在早期论文中的研究方法,<sup>[144]</sup>我们将公司的股东划分为7个不同的群体:管理层、异议者、4个不同的机构团体(机构I-IV)和公众。我们对管理层的偏好做了一些基本假设,以及该群体听从第三方代理顾问(为方便起见,我们定为ISS)的程度。在本文中,我们进一步将机构细分为长期股东和短期股票持有者。长期股东有着高于其股票数额的股票权(来源于任期表决议),而短期持有者只有与其股票数额相当的投票权。

便利起见,我们仅考虑大额持股并正在进行投票代理权争夺的异议者。在适用上,我们通过以下方式构建了4个机构类型:

机构I和机构II是长期的机构投资者。机构I包括大多数消极的长期投资者,极为听从ISS的建议;机构II则是独立行动的长期投资者。对于上述两类群体,我们一般假设其预先不存在支持或反对管理层的偏向。鉴于我们希望得出加强管理层的可能性,这一假设是最为保守的立场。如果假设偏向于支持管理层,那么在大多数情况下结果几乎没有差异。而对于少有的存在差异的情形,之后将再分别论述。

机构III和机构IV是短期机构投资者。我们假设前者遵循ISS的建议,而后者则独立行事。在任何一种情况下,我们都会假设他们对管理层的立场存在偏见。我们认为,这一假设符合我们观察到的对冲基金和套利者在公司事宜中行为的立场(通常存在偏见的原因是为了促进改革)。虽然这个假设会影响结果概率的总体大小,但它不会影响相对大小,因此不会改变我们的任何结论的定性。表2定性解释了这一对群体行为及其持有性质的假设。有关如何在模型中实现这些假设的详细信息,请参阅附录。

---

[143] See Paul H. Edelman & Randall S. Thomas, *Selectica Resets the Trigger on the Poison Pill: Where Should the Delaware Courts Go Next?*, 87 IND. L. J. 1087, 1111 - 12 (2012).

[144] 参见 Edelman & Thomas, 前注[142], 第456页。

表 2 主要股东群体的行为假设

股东类型	对管理层的偏好	受代理顾问影响	持股期限
管理层	支持	无	长
异议者	反对	无	短
机构 I	中立	强	长
机构 II	中立	弱	长
机构 III	反对	强	短
机构 IV	反对	弱	短
公众	支持	无	短

在我们确定群体之间的份额分配后,就可以开始模拟了。我们主要考虑两种情形:一是管理层控股的情形;二是股份极大分散的情形。前一种情形特别重要,因为这是现实中最常见的使用任期表决制的情况。<sup>[145]</sup> 后一种情况则可以探究在股权分散公司中采用任期投票的潜在重要性。我们将研究使用任期表决制将如何改变管理层获胜的可能性,在该项分析中代理顾问的角色具有重要意义(下文将论述这一点)。

我们还能够研究,在任期表决制中分配不同额外票数对结果的影响,包括 3-1 和 10-1 任期投票计划。前者很少被采用,<sup>[146]</sup> 而后者则是目前最常用的方案。<sup>[147]</sup>

## (二)模型的结果

### 1. 集中所有权

如前所述,任期表决制目前仅限于管理层大额持股的公司,通常是家族企业。我们的基准构成比例为:管理层持股 30%,异议者持股 10%。后一假设符合 Fos 和 Jiang 的观点,他们认为在投票代理权争夺

[145] 参见 Dallas & Barry, 前注[9], 第 548 页、第 552 页(指出在内部人员采用任期表决制时,大多数内部人员已经控制公司)。

[146] 参见 Berger 等, 前注[6], 第 323 页(建议根据持股期限给予每股 3 票或 5 票)。

[147] 参见 Dallas & Barry, 前注[9], 第 600 页(指出基于样本公司,每个长期份额股 10 票是最常见的选择)。



中,异议者平均持股率约为9.6%。<sup>[148]</sup>我们还假设公众散户的持股率为10%,他们的投票偏向于管理层。这些假设与Broadridge给出的估计值一致。<sup>[149]</sup>在模拟时我们将会改变机构投资者的持股量。根据我们的模拟,得出的结论是:

任期表决制是集中所有权对抗侵略性异议者的一种有效方式。然而,随着长期机构股权规模的增加,这种优势会减少。此外,随着长期股票比例的增加,比起3-1的投票比例,使用10-1的投票比例几乎没有额外的好处。

表3显示,当ISS建议反对管理层时,采用任期表决制对投票支持管理层的平均可能性的影响。<sup>[150]</sup>竖排为机构的长期持股总数。这个数字是ISS提供反对管理层的建议时支持管理层的平均概率,该值取自在两种类型的长期投资者之间分配该数量股票的所有情形。括号里是这些概率的标准差。

**表3 投票支持管理层的平均可能性(当ISS建议反对管理层时)**

股票比例	不采用任期表决制	3-1 任期表决制	10-1 任期表决制
长期 20%	0.42(0.11)	0.62(0.06)	1.00(0.0)
长期 30%	0.36(0.11)	0.47(0.02)	0.48(0.0)
长期 40%	0.42(0.07)	0.47(0.01)	0.48(0.0)

[148] See Vyacheslav Fos & Wei Jiang, *Out - of - the - Money CEOs: Private Control Premium and Option Exercises*, 29 REV. FIN. STUD. 1549, 1560 tbl. 2 (2016).

[149] See BROADRIDGE & PwC, 2017 PROXY SEASON REVIEW 5 (2017), [https://www.broadridge.com/\\_assets/pdf/broadridge-2017-proxy-season-review.pdf](https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-2017-proxy-season-review.pdf) [<https://perma.c/AH9C-ELPR>].

[150] 此处需要对该表格作进一步解释:表格第1行是通过将长期机构持股数(机构I和机构II)的总和保持在21%而获得的。这样做是为了在技术上避免模型中的相互联系。较之于持股20%左右的情形,其结果在定性上是没有区别的。其中公众持股10%,剩余股份在两个短期机构之间(机构III和机构IV)平均分配。报告数字是通过模型概率(测量机构I和机构II之间21%的所有积分分布)的平均值获得的,即I1=0且I2=21、I1=1且I2=20、I1=2且I2=19等依次取值,然后对结果取平均值。除了长期持股31%和41%外,表格其他行的计算方式类似。括号中的数字是标准偏差。

在典型的外部股东长期持有 20% 的情形中,管理层可以通过设立任期表决制,来大大提高外部股东进行有利投票的可能性,而且赋予的额外票数越多越好。有趣的是,随着长期持股规模的增加,这种好处会减少。管理层仍然享有优势,但是当 10 - 1 和 3 - 1 比例之间的差异消失时,优势会下降一半。产生这种结果的原因是:随着长期持股的增加,接受代理顾问建议的机构数量增加,因此,顾问的负面建议对结果会产生更大的影响。我们可以在表 4 中看到这种影响的另一面,即 ISS 建议支持管理层时,投票支持管理层的可能性。

**表 4 投票支持管理层的平均可能性(当 ISS 建议支持管理层时)**

股票比例	基准	3 - 1 任期表决制	10 - 1 任期表决制
长期 20%	0.91(0.05)	0.98(0.02)	1.00(0.0)
长期 30%	0.92(0.05)	0.97(0.01)	0.97(0.0)
长期 40%	0.94(0.05)	0.97(0.0)	0.97(0.0)

当然,这种支持管理层的影响还是极为有限的,因为管理层本就可以赢得这场竞争。

随着管理层的份额下降,任期表决制的好处依然存在,而且相对而言,任期表决制的优势实际上会增加。例如,表 5 显示了管理层仅持有 20% 股票的结果。正如人们所预料的那样,当其持有量较小时,管理成功的可能性较小。但是,当外部长期持股量很大时,任期表决制的表现极大地优于基准水平。例如,当长期持股率为 40% 时,基准(不采用任期表决制)投票估计值显示管理层有 27% 的获胜机会,但任期表决制可以使获胜概率增加到 40% ~ 44%。实际上,当管理层持有 30% 的股票时,其成功的可能性几乎与表 3 中的相同。

**表 5 投票支持管理层的平均可能性  
(当 ISS 建议反对管理层,且管理层持股少时)**

股票比例	基准	3 - 1 任期表决制	10 - 1 任期表决制
长期 20%	0.18(0.05)	0.36(0.13)	0.43(0.11)
长期 30%	0.23(0.1)	0.38(0.14)	0.44(0.11)
长期 40%	0.27(0.12)	0.40(0.13)	0.44(0.11)

这些表格表明,如何在遵循 ISS 建议的机构和不遵循 ISS 建议的机构之间分配长期份额是非常重要的。其对管理层获胜概率产生的影响,反映在标准差(表 4、表 5、表 6 中每格括号中的数字)之中。每格代表长期股票在机构 I 和机构 II 之间分配的平均值,因此通过计算标准差,可以衡量不同分配情形中管理层成功概率的变化程度。例如,在表 3 中,可以看到,在基准投票方法下,长期持股比例越大,标准差越小(自上而下依次为 0.11, 0.11, 0.07),因此我们得出结论,随着长期持股比例的增加,长期股份的实际分配趋于集中。

注意,在表 4 和表 5 中,实施任期表决议降低了概率的标准差。也就是说,长期股东的分配方式对任期表决议的影响比常规投票制下要小。

在表 5 中这种影响发生了转变。在任期表决议中两种机构之间的长期股票分配比在常规投票中更重要。例如,长期持股 20% 时,基准的标准差为 0.05,然而,3-1 任期表决议的标准差为 0.13,几乎超过前者的 1 倍。

因此,当管理层持股 30% 并且希望在未来可以出让部分股票时,他们会采用任期表决议,任期表决议将会通过两种方式增加他们承担的风险。第一种是缩减他们的股份,从而降低他们在投票代理权争夺中胜出的可能性。通过比较表 3(管理层持股 30%)和表 4(管理层仅持股 20%)的值,可以清楚地看到这种风险,尽管这种风险在 10-1 模式下有所缓和。

第二种风险来源于长期股票的分配。可以看出,相比于常规投票,在任期表决议中标准差的变化幅度更大一些。由于我们无从知晓,如果采用任期表决议且管理层持股较少,股份分配具体会是什么情况,所以,所有的风险都算作管理层承担。正如我们现在所见,在分散股权的情况下,长期股票的分配更为重要。<sup>[151]</sup>

## 2. 分散所有权

为了分析在分散所有权情况下采用任期表决议的情况,我们假设管理层持股比例为 3%,异议者持股比例仍为 10%。主要分类讨论两种情

---

[151] 在假设长期机构更偏好支持管理层的基础上,我们做了类似的试验。虽然管理层获胜的可能性增加,但依旧符合我们描述的整体模式。

况:一种是长期机构持股 21%;另一种是长期机构持股 31%。<sup>[152]</sup> 假设公众散户的持股率为 10%,剩余股份在短期机构中平均分配。根据我们的模拟,我们的结论是:

在股东分散时,如果 ISS 提出反对意见,那么管理层采用任期表决制没有任何优势。相反,如果 ISS 支持管理层,那么管理层就会有一定优势。至于管理层有什么样的优势,取决于长期股东中的份额分配情况,而不是长期股东所持有份额的数量。但通常而言,管理层几乎没有任何优势。

表 6 展示了当长期股东持股 21% 时,投票支持管理层的可能性。横排为在 21% 的份额中机构 I 的投资者持股的数量,且这些投资者都会听从第三方代理顾问的建议。我们只列出了其中的 5 种情况,其他没有列出来的部分与图表显示的一致。对于每一种情况,都列出了投票支持管理层的概率,并且分为 ISS 建议支持管理层(+列)和 ISS 建议反对管理层(-列)两列。

表 6 投票支持管理层的平均可能性(当机构 I 股东长期持股 21% 时)

机构 I 份额	基准投票		3-1 任期表决制		10-1 任期表决制	
	+	-	+	-	+	-
5	0.54	0.13	0.63	0.18	0.56	0.44
10	0.71	0.14	0.79	0.16	0.81	0.19
15	0.70	0.04	0.83	0.05	0.93	0.07
20	0.75	0.04	0.90	0.07	0.93	0.07

表格反映了什么信息呢?当机构 I 的投资者(遵循 ISS 建议)持股较少时,ISS 提出的反对意见对于常规投票和 3-1 任期投票结果的影响并没有什么不同。但当机构 I 持股数量增加时,如果 ISS 建议支持管

[152] 第一种情况是基于我们对一家股权分散公司中长期股份平均占 20% 的分析。第二种情况的分析是基于引入任期表决制会增加长期持股的假定。之所以取 21 和 31 这两个非整数,是为了避免模型中取整时可能存在一些问题。取整与取附近值得出的结果是类似的。

理层,那么 3-1 任期表决制将具有一定的优势。<sup>[153]</sup>

在 10-1 任期表决制中也出现类似的现象。不同之处在于,当机构 I 持有较少的股票时,面对 ISS 提出的反对意见,10-1 任期表决制可能对管理层更有帮助,比如,如果机构 I 持股 5%,可以看到管理层取胜的概率从 0.13 提高到 0.44。但是随着机构 I 持股数量增加(从 5% 增加到 10%),这种优势就消失了:采用 10-1 任期表决制时,成功概率从机构 I 持股 5% 时的 0.44,下降到持股 10% 时的 0.19,再下降到持股 20% 的 0.07。10-1 任期表决制下管理层成功的概率为 0.07,略好于基准投票下的 0.04。<sup>[154]</sup>

当长期股东合计持股 30% 时,任期表决制的优势更加明显,正如表 7 所示。当那些长期股东听从了第三方代理顾问的意见,且相比于其他长期股东,他们持有较少股份时,任期表决制显得尤为重要。面对反对意见时,不论是在 3-1 任期表决制还是 10-1 任期表决制,投票支持管理层的可能性都比基准线高出两倍(当机构 I 持股 5% 时,两种模式都是 0.17 对 0.44)。当机构 I 持股 10% 时,10-1 任期表决制仍然保持这一优势。

表 7 投票支持管理层的平均可能性(当机构 I 股东长期持股 31% 时)

机构 I 份额	基准投票		3-1 任期表决制		10-1 任期表决制	
	+	-	+	-	+	-
5	0.55	0.17	0.56	0.44	0.56	0.44
10	0.54	0.13	0.65	0.18	0.56	0.44
15	0.71	0.14	0.81	0.16	0.81	0.19
20	0.69	0.04	0.85	0.05	0.93	0.07
25	0.75	0.04	0.91	0.06	0.93	0.07

当机构 I 是主要的长期股东时,最初的任期表决制管理层只有一点点优势。虽然成功的可能性(获得支持建议后)提高了一点点(分别从 0.75

[153] 即使假设长期投资者倾向于支持管理层,结果也是一样的。由于没有差别,此处没有展示这些数值。

[154] 在 10-1 任期表决制情况下,如果 ISS 给出反对建议,那么长期股东就会更加倾向于支持管理层。在这种情况下,管理层优势并没有随着机构 I 持股数量的增加而减少,而是稳定在基准数值的 3 倍左右。

提高到 3-1 制度的 0.90 和 10-1 制度的 0.93),但是如果 ISS 提出反对意见,那么成功的概率几乎没有任何提高(从 0.04 到 10-1 制度的 0.07)。

## 结 论

任期表决制近年来一直备受关注。对机构投资者来说,双层股权结构资本重组的缺陷越来越明显,任期表决制已经成为一种对于公司管理层和股东都有利的潜在替代方案。理论上,只要投资者愿意长期持有股票,任期表决制就会平等地给予这些投资者更多投票权,因此,任期表决制并不是专属内部人员的防御机制。

本文采用了加权投票模型,表明当公司管理层在任期表决制实施之前就持有大量公司股票,并且至少长期持有公司股票的 20%~30% 时,即使是面对那些非常积极想要改变公司控制权的异议股东,任期表决制仍会确保管理层保持对公司的控制。如果长期所有权显著增加,那么净效益的增加就不那么明显。然而,如果随着时间的推移,公司管理层选择出售公司股票,他的所有权就会降到一个很低的百分比,那么,在为了公司控制权的投票代理权争夺中,任期表决制对于保护管理层控制权就没有任何作用了。

任期表决制相比于双层股权结构来说有更多优势,因为其他的投资者不能替代管理层,所以,只要管理层控制了高投票权,双层股权结构能够永久地(或者持续很长时间直到撤销这一结构)帮助管理层掌握控制权。相比之下,任期表决制只有在公司持有大量股权投资的情况下,才能保障公司管理层的权力,这也更好地将公司利益与其他投资者的利益绑定在一起。就这一角度而言,我们认为任期表决制在平衡管理层控制权与股东权利方面,较双层股权结构有所改进。然而,对于这两种体系,还有很多其他方面的成本和收益没有进行比较,如任期表决制对于交易市场流动性的负面影响。鉴于这些因素,我们尚不能全然断定任期表决制优于双层股权结构。

## 技术附录

就本文中使用的投票模型,本附录提供了更多详细信息。我们在之

前的两篇论文中使用了这个模型,用以研究机构之间股份分配对公司代理权竞争结果的影响。<sup>[155]</sup> 这些模型的细节可以在早期的论文中找到。

设计该模型是为了将影响公司治理投票的两个重要因素结合在一起。一是投票的是集团而不是个体;二是有外部建议影响一些参与者的投票情况。这一模型是从合作博弈理论中得出的,是一个标准加权投票模型的概率模型。<sup>[156]</sup> 可以算出每个集团投票给管理层的概率。对于某些集团而言,该概率依赖于自第三方顾问给出的建议。顾问的建议本身就是概率性的。基于这些概率和份额比,我们计算了投票支持管理层的可能性。

为了更加详细地解释这个模型,我们必须在各群体中选择一个股票分配方案,并且分析每个群体在收到第三方的建议后投票给管理层的可能性。在第四部分中,我们详细说明了每种情况下股票的分配方案。我们要论证的是在所涉两种竞争中,各群体该如何进行投票。

据观察,我们做出以下假设:管理层为自己投票,同时异议者也为自己投票。在两类长期持有者中,机构 I 根据 ISS 的建议投票,<sup>[157]</sup> 而机构 II 对顾问的建议并不敏感,对管理层也没有任何偏见。<sup>[158]</sup> 对于两类短期持有者来书,机构 III 遵循 ISS 的建议并具有反对管理层的偏好,<sup>[159]</sup> 机构 IV 对 ISS 的建议不敏感,但也有反对管理层的偏好。<sup>[160]</sup> 公众有支持管理层的偏好,并且随意投票。<sup>[161]</sup> 如想了解模型对各项参数的敏感性,可参阅我们早期的论文。

(编辑:姜沅伯)

---

[155] 参见 Edelman & Thomas, 前注[142]; Edelman & Thomas, 前注[143]。

[156] 如想了解公司表决博弈,读者可参见 GUILLERMO OWEN, GAME THEORY 207 - 10 (4th ed. 2013)。

[157] 在我们早期论文的表示法中,  $p = r(0, 0, x)$ , 其中  $x$  取决于 ISS 给出支持或反对的建议, 即  $f$  或  $g$  的概率密度。该表示法假设管理层偏差为 0。当我们假设支持管理层的偏好时, 我们使用  $p = r(0, 0.3, x)$ 。

[158]  $P = r(20, 0, x)$ 。当我们假设存在支持管理层的偏好时, 该表示法变为  $p = r(20, 0.3, x)$ 。

[159]  $P = r(0, -0.3, x)$ 。

[160]  $P = r(20, -0.3, x)$ 。

[161]  $P = 0.75$ 。