

任期表决制:新型股权结构的 重要探索

曾 斌*

在常见的“同股同权”和“A/B股”形态之外,还有一类是以股东持有股份的时间长度来计算表决权的形态,在学理上可称为“任期表决制”(time-phased voting, TPV),林恩·达拉斯和乔丹·巴里的《长期股东和任期表决权制》一文着重从美国公司对TPV制度的理论及实践应用的反思进行了分析,他们的结论认为,“在美国实行TPV制度的公司市场表现优于整体市场,他们相信只要设计了合理的制度,股东和公司应该被允许自由地去尝试”。而保罗·埃德尔曼等人的文章《任期表决制会给公司管理层终身职位吗?》,则通过机构投资者参与投票的模拟实证数据,分析任期表决制对公司内部控制权产生的影响,最终发现:任期表决制代表的是一种中间的表决权控股模式,它无法像双层股权结构那样提供给实控人以绝对控制权,特别是随着时间的推移,长期持股的机构投资者反而会成为公司的主要控制主体。

* 法学博士,经济学博士后,现任职于深圳证券交易所法律部。

摒弃“一股一权”走向灵活的多重股权结构制度,近年来成为各主要交易所制度变革的关键点,也遭到了众多机构投资者和专家学者的“非议”。笔者认为,TPV 制度作为一种新的公司控制机制,在克服短期主义、体现股东公平性等方面有其独有的优势,在欧美各国也有了相应的实践和法律规则规范,值得我们进一步研究其可行性。

一、任期表决制真的能反映长期股东价值吗?

《长期股东和任期表决权制》一文分析了 TPV 公司在美国与双重股权结构公司的基本差异,特别是通过对 12 家在美国市场采用 TPV 股权结构公司的实证分析,回应了有关 TPV 制度和长期股东价值之间的关系。

根据该文的研究,从 1984 年纽约证券交易所放宽一股一权规则到 1994 年 SEC 明确鼓励下,纽约证券交易所、美国证券交易所和纳斯达克都采用了与 SEC19c-4 规则相类似的规则,该文研究样本中的 12 家公司均在此期间设立了 TPV 结构,但是 12 家公司中有 6 家在 2003 年至 2009 年撤销了 TPV 结构安排。这 6 家撤销 TPV 安排的公司,主要理由还是受到强大的机构投资者坚守“一股一权”思想的影响,主流的机构投资者以及投票咨询机构如 ISS(美国机构投资者服务公司)在内,均对双重股权结构、TPV 结构等制度提出了他们的担忧,这是迫使公司改变其 TPV 结构的主要原因。美国的公司治理结构特点和股权结构决定了机构投资者以及投票代理咨询机构的强大影响力,从该文对 4 家实行了 TPV 结构公司的实证结论来看,TPV 结构并没有吸引外部股东的长期持股动力;相反,对于内部股东的股份比重是逐年增加的,说明了内部股东相比外部机构投资者更青睐这项制度。但是由于样本数量和时间相对较少,该文尽管发现 72% 的 TPV 公司在他们实现这一结构后的业绩优于标普 500 指数,但是很难分辨出 TPV 结构本身对业绩的影响有多大。

二、机构投资者对于任期表决制的影响有多少?

《长期股东和任期表决权制》可以说是对美国 TPV 制度实证的一篇基础性文献,而另一篇译文《任期表决制会给公司管理层终身职位吗?》则是在前文基础上,专门针对不同持股主体的行为模式,特别是机构投资者的行为模式,构建了“任期表决制模型”,进一步分析任期表决制对各方主体的影响。模型预设了7个不同的股东群体,包括了控股家族(管理层)、异议者、4个不同机构投资者和公众股东,通过对这些股东持股数额的不同假定,以及第三方投票咨询机构对他们的影响,来分析投票结果对管理层有利的概率,其中四类不同的机构投资者又被划分为了长期机构投资者和短期机构投资者。这一模型假设的情形有两种:一是家族(管理层)控股的情形,二是股权高度分散的情形。前一种为适用任期表决制最为常见的情况,而后一种情况则可以看出任期表决制在股权分散状态下所带来的影响。

在第一种情形(股权集中)下,任期表决制主要适用于家族企业,如果控制权相对集中,即便遭遇到ISS等投票咨询机构的反对,控股家族(管理层)仍然可以通过任期表决制来影响外部股东进行有利投票的可能性,当然,如果投票代理机构本身就支持管理层的,那么,任期表决制会进一步强化实际控股家族(管理层)的控制。

而在第二种情形(股权相对分散)下,假定控股家族(管理层)持股比例仅为3%,外部股东持股占主导的情形。在这一情形下,如果ISS等投票咨询机构提出反对意见,则任期表决制对于控股家族没有任何优势,尤其是当机构投资者都是长期股东时,那么,任期表决制会把控制的天平倾向于机构投资者一方。

三、任期表决权制对各方利益主体的影响

前述两篇译文实际上都在探讨任期表决制对于发起这一制度的控

股家族(管理层)以及机构投资者在长期和短期的影响,但是囿于样本和研究区间的限制,这两篇文章都没有涵盖任期表决制可能对公司各相关主体带来的影响。本文从更宽泛的理论视角,更进一步探讨任期表决制能否真正鼓励长期持股并促进长期股东价值的提高,对前述两篇译文进行补充分析:

(一) 任期表决制对公司的正面影响

第一,可以增加股东长期持股的激励。从某种程度上说,任期表决制可以使投资者更愿意持有股份而不是马上进行交易,因为如果假定两只股票的收益是相等的,对理性的投资者而言,能够提供更多表决权的股票是比另一只股票更具价值的。特别是对于那些相信提高自己控制力能够为公司带来价值的股东,如打算长期经营的家族控股股东。从已有的多重表决权股票的价格来看,通常没有表决权的股票一般在股价上比起有表决权的股票来说都是会出现折价的。

第二,可以有效对抗短期主义的偏见。从行为经济学的角度来看,理性投资者可能会在面对短期收益出现的时候做出非理性的决策,这就使投资者更倾向于选择短期持股,获得短期利益。任期表决制的计划给予长期持股的股东在一定时间以后确定获得更多的表决权,可以鼓励那些愿意长期持股的股东关注长期价值。

第三,吸引更多的耐心资本进入公司。以美国的投资交易数据来看,股东的平均持股时间是17周至20周,^[1]很多人甚至认为限制的股票市场更多的是一个交易平台而不是一个投资平台,任期表决制的推行从某种程度上来说可以吸引更多的耐心资本重新回到资本市场,这也是前述译文提到的,任期表决制可能会在股权相对分散的环境下将控制天平倾向于长期持股的股东。

第四,对公司文化的影响。任期表决制对公司的影响某种程度上可能会超过资本市场本身。世界最大的被动基金公司贝莱德 CEO 拉里芬克就提出,“短期主义已经不仅仅是一个公司问题,甚至会成为一

[1] See David J. Berger, Steven Davidoff Solomon, and Aaron J. Benjamin, *Tenure Voting and the U. S. Public Company*, *The Business Lawyer*; Vol. 72, Spring 2017, pp. 295 – 323.

个社会问题”,^[2]将会影响到公司在方方面面的决策,但是任期表决制可能在某种程度上可以形成一种长期主义的倾向。

(二) 任期表决制对股东的积极影响

首先,任期表决制体现了对全体股东的平等对待。可以说任期表决制是一项有利于股东平等和民主的制度,对于每一个股东和他们所持有的每一股都是相同的,只要这部分股份持股达到一定的时间,它就可以获得相应的表决权,不需要考虑股东的特定身份。

其次,任期表决制可以适用于机构投资者。对于机构投资者而言,他们可以通过任期表决制获得对公司更大的影响力,从而有效地对抗短期股东。与此同时,对于机构投资者而言,相比多重表决权结构下公司创始人“牢不可破”的控制力,他们更愿意选择任期表决制的股权安排。

最后,对积极股东同样有帮助。有部分学者认为任期表决制对于积极股东是有歧视的,是不利于股东积极主义的。但是作为积极股东来说,他们往往又会认为自己是倾向于长期持股的,特别是积极股东一般都是从很少的持股开始就获得广泛的支持,因此,任期表决制可能在某种程度上会影响股东积极主义,但是从根本上还是有利于那些关注长期价值的积极股东。

(三) 任期表决制可能带来的负面影响

正如前述两篇译文较难得到关于任期表决制到底在多大程度上影响公司价值的结论意义,可能来自这一制度的内生问题。首先,这一制度对于很多指数基金而言可能会存在一定的不公平,特别是这些指数基金的运行特点决定了他们不可能长期持股,这就意味着他们可能会在设置任期表决制的公司表决中成为“弱势群体”;此外,对于已经实行了双重表决权制度的公司来说,创始人团队显然是很难接受这一制度的;与此同时,也有学者提出担忧认为,任期表决制并没有鼓励聪明的或者是最优投资者,而仅仅是有利于那些简单的长期持股的投资者;

[2] Emily Stewart, The World's Largest Investment Firm Wants Corporations to “Serve a Social Purpose”, available at <https://www.vox.com/policy-and-politics/2018/1/17/16898496/blackrock-larry-fink>, last visit on January 13, 2020.

也有很多机构投资者提出这一制度或许并没有真的克服短期主义,反而拒绝了很多短期的聪明资金的进入。尽管有上述担忧,包括积极股东还有机构投资者都认为,任期表决制至少是一个比双重股权结构更优的设计,或者至少是前述译文提到的介乎于一股一权和双重股权结构之间的一种选择。

四、任期表决权制度设计的关键点及对我国的启示

任期表决制度设计的需要有相应的约束条件,在相应的约束条件和相应的决策程序之下,可以作为一项新的制度进行尝试。当然,这其中需要考虑几个重要的关键要素:

第一是要明确任期表决权采取哪种取得方式。通常来说,任期表决制既可以采取“低—高”规则,也可以采取“高—低”规则。前者是指满足一定持股年限才能获得超额投票权的规则,而后者则是在经过相关决策程序采用任期表决制后,相关股东即享有多重表决权股份,后续加入的股东则需要跟“低—高”规则一样持股满相应的时间才能获得多倍表决权。

第二是明确获得表决权股的上限和持股时间。从法国、比利时、意大利的规定来看,都将这一持股时间确定为2年,从美国的12家公司中均设计为3年或4年。从均衡性的角度来看,有相关研究认为至少应该有3~5年的持股时间更适宜。而关于表决权的上限,设计的类型目前看是五花八门的,既有法国规定的“2年2倍”,也有美国规定的3年或4年10倍,也有荷兰允许的相对自由的设计方式。此外,还应该考虑是否对于忠诚股股份设置上限。例如,所有的忠诚股股份获得的表决权只能占到全部表决权的50%,也就是表决权上限规定。

第三是对任期表决权股的跟踪计算问题。由于大部分的股票持有者都是不记名的,因此,很多国家对于公司股份的实际持有人难以进行准确认定,很多国家的持股方式都是以其他中间法律实体作为持股登记人,而实际的持股人是无法准确查明的,因此,有相关学者提出通过区块链等技术来实现对持股人的股份和身份的持续跟踪。对于采取直接

持股模式的国家(如中国),则可以更好地来认定股份的持股时间和身份。

归纳起来,主要资本市场对任期表决制均采用一种谨慎接受的态度,总体上将其视为与双层股权结构相类似的治理规范。从实施的公司来看,目前仍然主要集中在家族制企业为主,实施的数量不足 20 家,相对双层股权结构的公司而言相对较少,部分公司在实施之后还选择了主动退出,究其原因可能既来自 TPV 制度本身的复杂性,也与其持股跟踪存在一定的技术难度有一定的关联。

对我国而言,未来若考虑引入任期表决制,建议采纳法国、意大利和比利时模式,设置任期表决权股的表决权上限(如 2 倍),从而进一步减少股权与控制权的分离程度。在试点实践层面,任期表决制提供了一套更市场化、更平等的控股方式,国家可以通过在重点国有企业进行任期表决制安排,一方面保证国家不因让渡股权而丧失控制力;另一方面鼓励民营资本长期参与这些重点领域企业的经营发展,以谋求更大的话语权,从而间接实现国有企业治理的长期激励。

(编辑:谢贵春)