

# 任期投票制:一种可能的表决权安排

袁 康\*

**摘要:**资本市场和金融创新带来了公司治理的革命,在传统的一股一权和新兴的双层股权结构之外,将股东表决权与持股期限相关联的任期投票制成为了一种新的选择。通过给予长期股东超额表决权,能够避免短期股东的短期行为损害公司长期利益,并对股东形成长期持股的激励,从而有利于公司长远发展和投资者结构的完善。基于私法自治的原则允许公司采用任期投票制的表决权安排,满足了公司在表决权安排上的特殊需求,能够为我国公司治理的现代化提供新的思路与可能性。

**关键词:**任期投票制 股东平等 双层股权结构 超额表决权

“宝万之争”折射出的“野蛮人”入侵的隐忧,让风声鹤唳的A股上市公司纷纷在章程中加入反收购条款,以应对恶意收购者对公司控制权的争夺。然而在公司内部章程与交易监管规则的冲突以及非法限制股东权利的质疑声中,交易所的一纸问询让这些修订章程的尝试偃旗息鼓。但是公司在尊重股权平等的前提下防范控制权旁落的现实需求依然存在,以表决权为核心的控制权争夺将贯穿中国式公司治理探索的始终。不论是出于反收购的目的,抑或是维护公司长期利益之考量,表决权安排都是因应现实需求和重构制度规则的首要问题。对不同股份赋予不同数量的表决权,既有根据发行股票性质差异的双层股权结构安排,<sup>①</sup>也有根据持股时间差异的任期投票制安排。<sup>②</sup>任期投票制作为一种对新老股东进行差异化对待的表决权安排,或许能够成为双层股权结构之外在保障新进股东权利的基础上维持公司控制权稳定并确保公司长期利益的可行方案。

## 一、任期投票制的发展与各国实践

任期投票制是指根据股东持股期限给予额外表决权的一种安排,其核心目标在于增强长期股东的表决权,激励股东成为长期投资者。采用任期投票制的表决权结构,意味着相较于公司短期股东,长期股东持有的每一股份对应着更多的表决权。任期投票制的运行主要有两种模式:(1)累积模式,即在资本结构调整之日,所有股份都只对应一份表决权,当同一股东持有股份达到规定期限要求后,其所持有的股份每股对应的表决权增加为多个,如持股期限满3年的,该股东持有的每股对应3份表决权,满5年的每股对应10份表决权。这种模式以一股一权为起点,根据同一股东持股期限的增加而实现每股对应的表决权的累积。(2)降低模式,即在资本结构变动之日,所有股份都对应多个表决权,但若股份权属发生变动,则该股份所对应的表决权重新归于每股对应一个表决权,而新股东通过持有购入的股份达到一定期限(如3年),可以参照累积模式实现每股对应表决权的增加。降低模式是以一股多权为起点,默认所有股东皆为

\* 武汉大学法学院讲师

基金项目:教育部哲学社会科学重大课题攻关项目(14JZD008)、武汉大学人文社会科学自主科研项目

① 双层股权结构是发行类别股,以相对固定的表决权数量配置确保创始人对公司的控制权。

② 任期投票制不同于类别股和表决权数量相对确定的双层股权结构,它是持股期限为依据配置表决权,有利于创始人和长期投资者保持对公司的控制权。这种表决权安排虽然在学界探讨不多,但符合创新型企业和家族企业的需求,且在实践中已有采用。美国硅谷甚至在尝试设立新的股票交易所,允许使用任期投票制的公司在该交易所上市,保证持有股票时间越长的投资者拥有越大的投票权。

长期股东而享有表决权优待,当股份权属发生变动时则被认为是短期持股从而不再享有优待,归于一股一权。

任期投票制对表决权的差异化安排,与优先股和双层股权结构比较类似,但又有着显著的区别。(1)任期投票制的表决权具有动态属性。根据公司章程约定的持股期限和表决权数量,在采用任期投票制的公司,股东所持股份对应的表决权会在达到持股期限后得以增加至一股多权,而当股份发生变动后由于新进股东持股未达到约定期限,其所持股份对应的表决权又归于一股一权,每一股份的表决权会根据持股期限的变动而发生动态的变化。这与优先股自始至终没有表决权以及双层股权结构中僵化固定的表决权显著不同。(2)任期投票制的表决权安排的依据是持股期限而非股东身份。优先股和双层股权结构意在使具有控制权偏好的股东获取更多的表决权,具有超额表决权的股份的发行对象往往是控制人股东或者管理层股东,股东身份差异成为了表决权安排的依据。而任期投票制则不论股东身份,只是以持股期限这一标准对所有股东平等对待,所有股东均有通过长期持股获取超额表决权的权利。(3)任期投票制对表决权差异化安排的路径不同。类别股与双层股权结构对表决权规则改造的路径虽然存在差异,但殊途同归,两者都是通过发行无表决权或超额投票权股份的方式调整股东表决权结构。任期投票制对表决权的特殊安排则是建立在公司章程基础之上,通过对已发行股份对应表决权数量的调整而非发行新股的方式实现表决权的差异化安排。(4)任期投票制的适用更为简单。类别股与双层股权结构的适用均需要公司发行具有不同权利内容的股份,这就需要为其量身定做一套股份的发行与交易规则。而任期投票制是一种以普通股为基础的表决权规则的改造,除表决权规则外,其股份发行、交易完全可以适用于现有的普通股制度,不需要额外的发行、交易规则。

任期投票制对公司和股东都有一定的益处,能够为公司吸引那些关注和支持公司长期发展和利益的投资者,同时能给那些满足持股期限要求的股东更大的决策权,这能够为公司和股东着眼长期利益创造一种动态的制度环境。对公司而言,任期投票制能够发挥以下几个方面的功能:(1)激励股东长期持股。股东转让股票是很自然的市场行为,然而长期持股所获取的放大的表决权能够显著提高股份净现值,从而会降低股东按市场价格出让股份的意愿。除了经济利益之外,长期持股能获取的超额的表决权也会激励一些股东延长持股期限,从而提高其在公司治理中的话语权。(2)降低短期行为的危害。根据行为经济学的理论,公司股东大会的决策有可能因为短期投资者对眼前利益的追求而形成不符合公司长远利益的非理性决议,任期投票制能够通过增强长期投资者话语权使股东大会决策更加着眼公司长期利益,从而降低短期行为对公司利益的损害。(3)吸引长期投资者。任期投票制能够引导投资者在短期交易和长期投资之间进行选择,通过赋予长期投资者更多的表决权来吸引和培育长期投资者,从而能够使股东会决策与公司长期利益相容,减少短期股东对公司长期战略的不当影响。(4)统合股东利益与公司利益。任期投票制可以成为一种约束机制,通过持股期限这一工具实现投资者自身利益与公司长期利益的统一,引导投资者更加积极地介入公司治理以确保公司的长期利益,并且能够使投资者更加支持符合长期利益的公司行为,从而减少股东短期利益对公司决策的不利影响。对股东而言,任期投票制也有以下特点:(1)契合股东民主理念。任期投票制平等地对待各个股东,尽管长期股份与短期股份之间在表决权上存在差异,但各股东并未因为其身份或持股类型而有所区别,而是能够机会平等地通过达到指定的持股期限而获得额外的表决权。(2)符合股东积极主义的要求。尽管任期投票制可能会被认为减损了短期股东的表决权,但股东积极主义者通常是长期股东。<sup>①</sup>在这种情况下,任期投票制通过给予长期股东更多的表决权,使得长期股东能够在股东大会决策上发挥更大的作用,从而有利于长期股东更加积极、有效地介入公司治理。事实上,股东积极主义的实践并非只是小股东通过征集表决权的方式得以实现,任期投票制所创造的增强长期持股股东表决权的模式也是一种重要的方式。

当然,任期投票制也存在潜在的缺陷,将持股期限作为表决权多寡的唯一标准,只能保证所筛选出来

<sup>①</sup> See Lucian Bebchuk et al., The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, 115 Columbia Law Review, 1085(2015).

的具有更多表决权的股东是长期股东，而不能保证该股东是更聪明的股东以及其决策是最正确的决策。易言之，任期投票制只注重持股期限而无视股东能力，有可能会造成能力较差、目光短浅但持股时间长的股东获得超额的表决权进而对公司造成不利影响。任期投票制假定长期股东的选择最符合公司的长期利益其实在理论上来看并不周延，但也不宜因此而否认长期股东的选择往往比短期股东的选择与公司利益相容程度更高的事实。

尽管任期投票制并未被普遍采用，但在实践中也有一些公司采用了这种表决权安排，其主要目标是为了减少短期投资者对公司的不当影响，强化长期投资者在公司的话语权。<sup>①</sup> 根据戴维·柏杰和史蒂芬·大卫杜夫·所罗门等人的研究，美国在纽约证券交易所上市的公司中有部分公司采用了任期投票制，这些公司多为家族控制企业，且在采用任期投票制之前都有着较长的经营历史。这些企业通常采用的任期投票制模式是持股期限超过4年后表决权增加10倍。这种表决权安排尽管在短期来看增加了内部人控制风险，但从那些企业采用任期投票制后10年的发展来看，内部人控制的现象都得到了减轻，而且公司股票价格也并未因为任期投票制而受到影响，反而实现了股价的增长。<sup>②</sup>

根据美国特拉华州公司法，尽管一股一权的原则是法律默认的标准，但公司依然可以通过修改章程来采用一股对应多个表决权的方案。<sup>③</sup> 这给任期投票制赋予长期持股股东多个表决权提供了制度基础。特拉华州最高法院对“威廉姆斯诉盖尔案”<sup>④</sup>的判决则正式确认了公司采取任期投票制合法有效。在该案中，盖尔公司的董事会提出了降低模式的任期投票制方案，即资本结构调整之日所有股东持有的股份每股对应10份表决权，当权属发生变化时每股对应的表决权降为1份，除非新股东连续持有该股份满3年。法院认为该方案能够“通过提高长期股东表决权增进公司长期利益，符合股东长期利益最大化”，由此肯定了盖尔公司董事会提出的任期投票制方案合法。在法国，任期投票制已经作为法定默认的表决权安排模式得以确立，法国商法对公司的“稳定的股东”也都给予复数表决权。<sup>⑤</sup> 法国在2014年3月通过的弗洛朗日热法默认授予持股期限超过2年的股东双倍表决权，也即通常所谓的期限性表决和忠诚股，除非公司章程明确沿用一股一权原则从而否定这种自动授权。<sup>⑥</sup>

## 二、任期投票制与股东权利：股东平等原则与股东积极主义的拷问

任期投票制将表决权多寡与持股期限相关联，将会导致持有同样数量股份的长期股东与短期股东之间表决权的悬殊差异，以及新股东在公司决策中话语权的弱化。由此可能引发一种担忧：任期投票制是否背离了股东平等原则，造成了长期股东与短期股东之间“同股不同权”的差别待遇？同时，短期股东或者新进股东话语权的不足是否会抑制其股东权利的有效行使从而与当前股东积极主义的潮流背道而驰？

### （一）任期投票制违背了股东平等原则吗？

股东平等是公司法的基本原则，其核心内涵是基于股东资格而发生的公司与股东之间以及股东与股东之间的法律关系中，所有股东均按其所持股份的性质、内容和数额享受平等待遇。形式意义上的股东平等即指股份平等，即公司发行的每一类股份的内容与权益应相同，持有相同内容和数量股份的股东享受平等待遇。而实质意义上的股东平等又不是绝对的平等，而是禁止不具备正当理由的不平等待遇。<sup>⑦</sup> 随着公司治理实践的进化，股东平等原则的内涵也得以拓展和深化，注重股东间偏好的差异以及对股东意思的

<sup>①</sup> See Lynne L. Dallas, Jordan M. Barry, Long Term Shareholders and Time-Phased Voting, 40 Delaware Journal of Corporate Law, 541(2015).

<sup>②</sup> See David J. Berger, Steven Davidoff Solomon, Aaron Benjamin, Tenure Voting and the U. S. Public Company, 72 Business Lawyer, 295(2017).

<sup>③</sup> See 8 Del C. § 212(a).

<sup>④</sup> See Williams v. Geier, 671 A.2d (Del. 1996).

<sup>⑤</sup> 参见居荣：《法国商法》（第1卷），罗结珍、赵海峰译，法律出版社2004年版，第814页。

<sup>⑥</sup> See ISS: Impact of Florange Act (France), <https://www.issgovernance.com/file/publications/impact-of-florange-act-france.pdf>, 2016-06-10.

<sup>⑦</sup> 参见本刊编辑部：《论股东平等原则下的中小股东权益保护》，《证券市场导报》2013年第6期。

充分尊重是对股东平等原则更为全面的理解。在现代公司法中,不论是大陆法系还是普通法系,都不再固守僵化的形式平等,而是承认同股不同权这一股东形式平等原则的例外情形。<sup>①</sup>

传统意义上的一股一权,是股东平等原则最直接的反映。而在任期投票制的语境下,达到规定持股期限要求的股东每股对应的表决权不再是一股一权,而是一股多权,与未达到规定持股期限的股东所持有的股份对应的表决权相比有显著的差异。这在形式上似乎与股东平等原则不相符,但事实上任期投票制符合实质上的股东平等要求,因为长期持股的股东在很大程度上放弃了通过短期内交易股份获取对价收益,出于维护其长期利益的考量应当赋予其对公司事务更大的话语权作为其放弃短期利益的补偿,以确保实质上的平等。与此同时,任期投票制与形式上的股东平等也并不冲突。这是因为:(1)短期股东与长期股东在表决权数量上有着平等起点。不论是累积模式还是降低模式,长期股东与短期股东在资本结构调整和修订章程采用任期投票制之日,其所持有的股份在对应的表决权数量上是无差别的。股份对应表决权数量的优待源于持股期限,或者说有赖于股份权属的稳定。在持股期限这一变量未产生影响之前,各股东及其持有的股份都是平等的。(2)短期股东与长期股东在取得超额表决权上有着平等机会。尽管持股期限未达到规定要求的短期股东或者新进股东所持有的股份对应的表决权数量不及长期股东,但其通过长期持股以满足持股期限要求进而使其所持股份对应表决权数量增加的机会是开放的。能否取得或者保有超额的表决权,取决于股东的自由选择。易言之,在累积模式下短期股东可以通过延长持股期限成为长期股东以获得表决权增加的奖励,在降低模式下股东可以通过持续持有股份保留超额表决权的待遇。(3)短期股东与长期股东在所持股份的权利行使上具有平等内容。短期股东除了在每股对应的表决权数量上不及长期股东,但其持有股份所享受的权利义务与长期股东并无二致,同样地体现着其作为股东在身份权和财产权方面的内容。而表决权数量的差异,并不意味着对短期股东权利的限制或剥夺,而只是对长期股东权利的增强,且这种表决权安排也是在修订章程时经过股东会认可通过的,新老股东都充分知悉并同意,潜在投资者在成为股东之前也自主接受了这种安排。(4)短期股东和长期股东在股份变动上有着平等结果。股份变动或者说股份转让,会导致持股期限重新计算,从而影响每股对应的表决权数量。不论是长期股东还是短期股东,其作为股份出让方,在股份变动之后都不再享有股权,表决权数量差异对其利益并不会产生实质损害,而作为股份受让方,取得股份时尽管每股对应表决权较少,但却是建立在对公司章程中任期投票制的知悉和认可的基础之上,而且所有新进股东都是同等待遇,这种自愿选择也并不存在利益损害的问题。<sup>②</sup>因此,任期投票制对表决权的差异化安排尽管可以被认为增强了长期股东的权利,但并不存在损害新股东利益的问题。

正如有学者所指出的,“把股东平等原则理解为所有股份均按其持股比例享有相同的权利,是对股东平等原则的机械理解”,<sup>③</sup>任期投票制对不同持股期限的股份分配不同数量的表决权,并不意味着对股东平等原则的背离,而是在确保长期股东和短期股东在起点平等、机会平等、内容平等和结果平等的前提下,对长期持股的股东在表决权上给予优待,以实现股东平等原则在实质意义上和形式意义上的统一。

## (二)任期投票制会导致股东积极主义的倒退吗?

萌芽于20世纪80年代的股东积极主义,是指以机构投资者为主的股东凭借其持有的股份征集表决权和提出股东议案的方式积极参与公司治理的行为。<sup>④</sup>尽管因为以对冲基金为代表的机构投资者常常为了谋求其短期投资收益而强势介入公司决策而使得股东积极主义饱受诟病,但股东积极主义所包含的股东参与公司治理、维护股东权益的本质体现着股东民主的要求。<sup>⑤</sup>在这个层面上,股东积极主义反映着股

① 参见朱慈蕴、沈朝晖:《类别股与中国公司法的演进》,《中国社会科学》2013年第9期。

② 因为新股东知悉其所购进的股份的表决权数量少于长期股东的股份,这种表决权的缺陷能够反映在股票价格上,新股东对其利益有着正确预期,因而不存在损害新股东或潜在股东的问题。参见邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第365页。

③ 张志坡:《论优先股的发行》,《法律科学》2015年第2期。

④ 参见冯果、李安安:《投资者革命、股东积极主义与公司法的结构性变革》,《法律科学》2012年第2期。

⑤ 参见赵金龙:《股东民主论》,人民出版社2013年版,第39页。

东权利的觉醒和公司治理的进化。然而在采用了任期投票制的公司，持股期限未达到规定要求的机构投资者所持股份每股对应的表决权只相当于长期股东所持股份每股对应表决权的几分之一，持股期限的要求导致短期股东要获取足够影响股东会的表决权所付出的成本远高于实行一股一权的表决权安排。易言之，任期投票制会降低短期股东对股东会决议的影响力，从而成为以短期持股为主的机构投资者有效行使表决权干预公司决策的障碍。<sup>①</sup>然而，仅凭任期投票制对短期股东介入公司治理的限制，并不足以武断地认为是股东积极主义的倒退。

首先，尽管短期股东所持股份每股对应的表决权数量相对较少，但并不影响其表决权的积极行使。任期投票制只是根据持股期限将长期股份与短期股份进行区分，并以此为基础在表决权数量上有所差异，但并不取消或者限制公司股份上的表决权，不论是长期股东抑或是短期股东，都可以依据其所持股份主张股东权利，行使表决权。因此在这层意义上，股东依然可以享有和行使表决权参与公司治理。即便是短期股东所持有的股份表决权的权重比不上长期股东，但是短期股东也可以通过长期持股以获取更多的表决权，或者通过征集其他短期股东或者中小股东的表决权，从而获得足以影响股东会决议的表决权以将短期股东和中小股东利益反映在股东会决议之中。事实上，股东积极主义并非意味着机构投资者或中小投资者在股东会中具有实际的控制权，而是反映着股东民主精神的觉醒和股东参与表决的意识增强，这与股东表决权的行使有关，而与股东表决权的多少无涉。在股东积极主义的实践中，机构投资者也往往是通过与管理层的私下接触和商讨而非依靠投票大战来实现利益诉求。<sup>②</sup>所以，任期投票制的安排，并未触及股东积极主义的核心价值，也未损害股东积极主义在未来公司治理中发挥作用的根基。

其次，任期投票制能够约束股东的短期行为，防止股东追求短期利益损害公司长期利益。传统的一股一权是基于股东同质化的假设，即所有的股东都是能力相当且都是以公司利益最大化为共同目标的。但事实上公司股东之间的异质化已经开始被充分认识。<sup>③</sup>这种异质化在短期股东与长期股东之间的分野尤其明显：短期持股的股东倾向于选择短期内能够提升股价或者能够增加当期分红的决策，以实现其有限持股期限内自身利益的最大化；而长期持股的股东则会更加耐心地选择有利于公司长远利益的决策，以期待公司价值的最大化。这种差异反映的是短期利益与长期利益的选择，而究其根本体现的是股东利益与公司利益之间的博弈。如果僵化地严格适用一股一权的表决权安排，那么短期股东积极介入公司决策，其对短期利益的追求会反映在股东会决议之中进而形成对董事会和管理层的压力，以牺牲公司长期利益换取其短期利益，如减少公司研发投入和高管薪酬以换取更高分红，或者选择短期内能提升公司股价的高风险项目等，而这都是以损害公司长远发展和长期股东利益为代价的，而且从公司培育和整体福利上来看是不经济的。事实上，股东积极主义不应仅是短期股东的积极主义，长期股东积极行使权利也应是其应有之义。任期投票制的表决权安排，使得长期股东能够利用更多的表决权来对抗短期股东的积极行为，从而使股东积极主义能够与公司长期利益相容。

任期投票制的安排，并不会妨碍股东表决权的积极行使，不论是长期股东还是短期股东都能够通过行使表决权积极地影响公司决策，而且在这个过程中拥有更多表决权的长期股东能够积极推动符合公司长远利益要求的决策，实现股东利益与公司利益的统一。易言之，任期投票制不仅不会导致股东积极主义的倒退，反而还会使股东积极主义按照更加符合公司长期利益的方向发展。

### 三、任期投票制与市场监管：监管理念与制度框架的挑战

除了理论层面的疑虑，任期投票制在实践层面同样面临着很大的挑战。任期投票制根据持股期限进

<sup>①</sup> 根据纽约证券交易所的数据，在1960到1980年间，上市公司股票平均持股期约为3~5年，伴随着20世纪80年代的并购潮，平均持股期限开始下降，到1990年降至2年，2005年左右降至1年，直到现在美国股票市场上个股平均持股期限约17周。See Zweig, Why Hair-Trigger Traders Lose the Race, Wall Street Journal, April 10, 2015.

<sup>②</sup> See Stuart Gillan, Laura Stark, A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence, 2 Contemporary Finance Digest, 310(1998).

<sup>③</sup> 参见冯果：《股东异质化视角下的双层股权结构》，《政法论坛》2016年第4期。

行区别化的表决权安排,最直接的效果是维护了长期股东利益和公司长远利益,但因短期股东与长期股东之间权利差异而产生的“蝴蝶效应”会作用于市场股份变动的程度和频率,进而影响整个市场的活力。是否认可任期投票制,是对当前监管理念和制度框架的检视,也是对立法者和司法者眼界和智慧的考验。

### (一)监管理念的选择:市场活力还是公司培育?

由于表决权多寡与持股期限长短挂钩,会导致长期股东在获得公司控制权上具有更为有利的地位,从而使得任期投票制具有潜在的反收购属性,通过减少作为短期股东的敌意收购者的表决权数量,会极大地增加其收购成本从而使其知难而退。因此,任期投票制不仅具有提升长期股东对公司控制力的效果,还能够成为一种有效的反收购措施。然而就我国市场现状而言,并购市场方兴未艾,如果贸然认可任期投票制,敌意收购将因成本的激增而可能式微,同时新进股东表决权的相对弱势或许会降低股权投资者积极性,从而引发任期投票制可能损害市场活力的担忧。

从公司并购的经济效果来看,并购作为一种迅速扩大经营规模的途径,对提高公司竞争力、促进产业整合和优化资源配置具有显著的效果,因而并购市场的活跃程度也被认为是反映市场活力的重要指标。2015年中国并购市场共发生交易5271宗,仅与当年美国上半个年度的数据大致持平,<sup>①</sup>可以说尽管我国并购市场已开始迅猛发展,但与成熟市场相比仍然具有一定的差距,市场活力仍有待提升。若任期投票制获得立法认可,其必然会导致诸多目标公司采用任期投票制作为反收购措施,以此抵御敌意收购。在这种情况下,并购市场的活跃程度将会受到抑制,从而妨碍资源整合与优化配置。然而,当将公司并购区分为基于内生需求的协议收购和基于外部需求的恶意收购时,我们会发现作为反收购措施的任期投票制对前者影响有限。只要收购方与被收购方能够就公司并购事宜达成一致,表决权的安排并不会成为公司并购的根本障碍:要么新股东认可短期内表决权的劣势并通过长期持股获得更多表决权,要么新老股东一致同意修改公司章程重新分配表决权。而对敌意收购而言,任期投票制能够有效地防御敌意收购方的入侵,避免其短期内获得足够的表决权,冲击公司既定的经营方针和文化。概言之,任期投票制作为反收购措施,其限制的只是敌意收购而非协议收购,对并购市场活力的影响有限。并且,反收购措施作为目标公司应对敌意收购的自发产物,能够与非市场力量的外在立法与监管一起抑制收购活动的负面作用,促进良性的、公平的收购市场的形成。<sup>②</sup>因此,任期投票制的反收购效果并不会造成市场活力的减损。同时,尽管表决权是股东权利的重要内容,对股票市场上的普通投资者尤其是中小投资者而言,其更关注投资的财务收益,表决权多寡对其投资行为影响不大,因此任期投票制也并不会对普通投资者的投资决策造成重大影响。所以,对任期投票制会损害市场活力的担忧并不具备现实基础。

相反,在另一个层面上,任期投票制能够通过引导股东长期持股而使股东更为关注公司的长远利益,从而有利于公司培育。这是因为:一方面通过任期投票制来避免新进股东对公司控制权的争夺,有利于公司管理层按照既定的长期战略持续、稳定地进行公司经营。长期股东的表决权优势会形成对短期股东的约束,使公司控制权能够相对稳定地掌握在长期股东手中,从而能够避免控制权争夺造成的公司动荡使公司难以稳定经营并进而影响公司未来的成长和发展。另一方面,任期投票制能够促进公司追求长远利益,避免短期股东的短视行为,防止因对短期利益的追求而断送公司的未来。事实上,很多高科技公司因为短期投资者追求短期利益而给董事会施压,为增加公司分红而减少公司在研发方面的投入,从而导致公司逐渐失去竞争力。美国特拉华州最高法院首席法官利奥·斯特林警告说,因为股东短期行为对公司经营造成的压力,使得很多公司选择了短期业绩提升和现金回报,这种趋势尽管实现了资产负债表上股东的短期

<sup>①</sup> 参见北京交通大学中国企业兼并重组研究中心:《2015年中国并购市场报告》,http://www.ceweekly.cn/2016/0229/142717.shtm, 2018-04-10。

<sup>②</sup> 参见汤欣、徐志展:《反收购措施的合法性检验》,《清华法学》2008年第2期。

的利益,但却斩断了这个国家长期的希望。<sup>①</sup>而在任期投票制下,立足于公司长远利益的长期股东会选择更为有利于公司长期发展的策略。因此,任期投票制不仅不会损害市场活力,反而会有利于公司培育,催生经营持久稳定的“百年企业”。这对提高我国公司竞争力、提升我国科技水平与实力,都是具有积极意义的。

## (二)制度框架的调整:父爱主义还是意思自治?

就我国目前的公司法制而言,公司表决权安排基本上是遵循了一股一权的原则,但在具体的制度设计上也有些许例外。对有限责任公司而言,根据《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)第42条之规定,股东会会议由股东按照出资比例行使表决权,但公司章程另有规定的除外。也就是说,有限责任公司可以通过章程约定对不同持股期限的股权赋予差别化的表决权。但是,对股份有限公司而言,《公司法》第126条规定:“股份的发行,实行公平、公正的原则,同种类的每一股份应当具有同等权利”。根据这一规定,即便是普通股与优先股在表决权安排上可以不同,但当股东持有的都是普通股时,并不能根据持股期限的差别而进行差别化的表决权安排。易言之,在当前制度框架下,任期投票制在有限责任公司可行,但并不适用于股份有限公司。同时,学界普遍将《公司法》第126条视为“同股同权”的制定法依据,并认为该条与《公司法》第103条第1款一起构成了我国股份公司一股一权的制度基础。<sup>②</sup>基于这两条对一股一权的刚性安排,对股份有限公司的表决权进行差异化安排可能会与强制性规范相冲突而归于无效,这是任期投票制适用于我国股份公司的最核心的制度障碍。

从理论层面上而言,股东权利在本质上是合同性的,表决权的安排也可被视作股东之间的契约。<sup>③</sup>公司的股权结构以及基于具体股份类型和持股期限的表决权安排,也是公司股东共同认可的结果。就任期投票制所设置的基于持股期限的表决权差异化安排而言,公司股东在资本结构调整时会对是否通过任期投票制的表决权安排进行决议,任期投票制的选择是老股东的共同意思表示,而新进股东购入公司股份时也必然是建立在知悉和认可这种表决权安排的基础之上,因而选择任期投票制也是新股东的意思表示。<sup>④</sup>只要任期投票制是所有股东的一致意思,那么公司法制并不宜僵化地按照一股一权的原则对股东的自由选择予以限制。正如冯果教授所言:“作为商事领域内的基本法,公司法在为私主体提供标准化契约的同时,更应当保持其开放性的品质。公司采纳怎样的股权结构是商人与投资者的缔约结果,没有人能比投资者和商人自己更了解其利益偏好。”<sup>⑤</sup>尽管公司法在章程自主安排表决权分配的规则上对有限责任公司和股份有限公司采取了不同的处理方式,但不论是人合性的有限责任公司抑或是资合性的股份有限公司,都可以自由选择符合股东一致意思和公司实际需求的表决权安排方案。至于股东利益是否会因此而受到损害,在股东能够自由地通过“用脚投票”的方式选择是否持有股份的情况下,并不足以成为公司法限制股东自行约定表决权安排的理由。从公司法的私法属性和立法理念而言,私法自治的宗旨应当高于父爱主义的干预,公司法从管制型公司法向自治型公司法的转型,也是建立在充分尊重公司的意思自治和行为自由的基础之上的。<sup>⑥</sup>

事实上,逐步放松对股权结构的管制,是公司法现代化进程中的共同趋势。2013年11月30日,国务院颁布《关于开展优先股试点的指导意见》,已经明确上市公司与非上市公众公司可以发行优先股,在不同类别的股份上进行差异化的表决权安排已经具有初步的制度基础。就国外的立法例来看,前文介绍的

<sup>①</sup> See Leo E. Strine, Jr., *Securing Our Nation's Economic Future: A Sensible, Nonpartisan Agenda to Increase Long-Term Investment and Job Creation in The United States*, Keynote Address at the First Annual American College of Governance Counsel Dinner, Oct. 30, 2015, <http://corp.gov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2015/11/Securing-Our-Nation-Intermediate-Final.pdf>, 2016-07-15.

<sup>②</sup> 参见汪青松:《论股份公司股东权利的分离——以“一股一票”原则的历史兴衰为背景》,《清华法学》2014年第2期。

<sup>③</sup> 参见侯东德:《论中国股东权的立法完善——以公司契约理论为视角》,《现代法学》2009年第2期。

<sup>④</sup> 参见罗培新:《公司法研究的法律经济学含义——以公司表决权规则为核心》,《法学研究》2006年第5期。

<sup>⑤</sup> 冯果:《股东异质化视角下的双层股权结构》,《政法论坛》2016年第4期。

<sup>⑥</sup> 参见赵万一、赵吟:《中国自治型公司法的理论证成及制度实现》,《中国社会科学》2015年第12期。

国、法国等国对表决权数量与持股期限挂钩的认可,将推动各国公司法实践对股东自由选择表决权安排的包容度进一步提升,任期投票制将获得更多的制度空间。

#### 四、空想抑或可能:中国语境下任期投票制的未来

以资本平等原则与股东同质化假设为理论前提的一股一权结构显然已经难以满足我国公司治理实践的多样化需求。而任期投票制在传统的“同股同权”模式和双层股权结构之外,形成了一种更具灵活性、成长性的表决权安排。这种以持股期限为基础对表决权进行差异化构造的安排消除了一股一权的僵化与绝对,又能普遍适用于未能发行类别股和采纳双层股权结构的公司当中,笔者认为任期投票制这一新兴形式能够为我国公司治理现代化提供新的思路与可能性。

##### (一)任期投票制符合我国公司法制的现实需求

随着我国市场经济的不断发展,公众公司治理、公司并购以及资本市场结构已经发生了巨大的变化,传统的一股一权原则在日新月异的市场巨变中逐渐显现出不适性。公众公司治理现代化与资本市场的发展,需要公司法及时予以制度回应,以更加多元化的表决权安排回应现实需求。任期投票制的表决权安排,能够满足公众公司对股权结构的特殊需求,并且可以培育长期投资者以维护资本市场的稳定与发展。

首先,任期投票制能够满足异质化股东的不同偏好。在股东异质化的现实背景下,股东不仅对控制权利和经济权利表现出不同的偏好,而且即便是在偏好相同的情况下,偏好的具体表现也存在差异。例如,投资型的股东倾向于通过长期持股获得稳定的股票分红收益,而投机型的股东则倾向于短期的频繁交易获取股价波动的差价。<sup>①</sup>而任期投票制能够对接不同类型股东的差异化需求:偏好控制权利的股东能够通过长期持股获得更多数量的表决权,从而增强其对公司的控制力;偏好经济利益尤其是投机利益的股东则并不介意其所持有的股份表决权多寡,反而能够以更低的价格进行股份交易获取收益。同时,对公司创始人而言,其持有股份的期限明显长于其他投资者,在任期投票制的表决权安排下,能够更有效地满足其控制权需求,避免在股权稀释的过程中出现控制权旁落的困境。

其次,任期投票制有利于培育长期投资者,促进资本市场的稳定发展。就我国资本市场投资者结构而言,机构投资者数量显著少于个人投资者,投机动机明显高于投资动机,短期投资者明显多于长期投资者。《深圳证券交易所2015年个人投资者状况调查报告》显示投资者的投资风格以短线交易和趋势投资为主。而机构投资者的持股风格也并非通常所认为的长期投资,而是呈现出持股期限越来越短、换手越来越频繁的特征。<sup>②</sup>浓厚的投机氛围和持股期限的短期化,容易造成股票市场波动加剧和价值投资理念受到抑制,不利于我国资本市场的稳定发展。任期投票制的表决权安排,能够通过长期股东的表决权奖励对投资者延长持股期限形成正向激励,使具有一定控制权偏好或者积极参与公司治理偏好的投资者成为长期投资者,从而有利于培育长期投资者群体。

最后,任期投票制能够为上市公司反收购措施提供可行方案。“宝万之争”暴露出来的我国公司法和证券法中反收购制度的漏洞引发了各界广泛的思考。从当前我国整体经济环境和资本市场现状来看,金融抑制政策下上市公司资源的短缺将长期存在,而投资品短缺和资金过剩的矛盾也日益突出,我国将掀起一波上市公司收购潮。在这一背景下,上市公司如何防御敌意收购,既关系到我国公司法、证券法立法和实践的进一步完善,也关系到上市公司的持续稳定经营。有效的反收购措施不足,将会导致我国上市公司在面临敌意收购时缺乏相应的对抗机制。任期投票制的安排,能够形成长期股东相对于敌意收购者的表决权优势,从而成为一种可能的反收购措施,对敌意收购者产生有效的抵御效果。

基于以上分析,任期投票制的采用能够在一股一权和双层股权结构之间形成一种折中方案,以满足当

① 参见冯果:《股东异质化视角下的双层股权结构》,《政法论坛》2016年第4期。

② See Leo E Strine, Jr., One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporate Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?, 66 Business Lawyer, 1(2010).

前我国上市公司对反收购措施的需求，同时能够有助于公司避免股东短期行为损害公司长远利益，并且有助于培育长期投资者，形成长期持股文化以有利于资本市场的稳定发展。这能够有效地回应我国当前公司法中反收购制度和公司治理制度所面临的现实需求，并且有利于我国企业竞争力的提升和资本市场的稳定发展。

## （二）采用任期投票制的制度要点

尽管允许任期投票制的表决权安排在我国具有重要的现实意义，但不可否认的是在当前的制度框架下采取任期投票制尚存在一定的制度障碍，同时也还需要妥善地处理任期投票制所带来的诸多问题。任期投票制所产生的长期股东享有超级表决权，也可能造成公司内部人控制、短期股东利益受到侵害等问题。同时股东持股期限的确定和表决权数量的分配，也是任期投票制需要解决的技术性难题。允许任期投票制，基本前提就是要在确保股东平等、利益平衡以及制度协调的原则下进行相应制度完善。

首先，任期投票制的采用需要以实质和程序上的股东平等为基础。任期投票制的采用须以现有股东权利平等为前提，持股期限的起算时间和表决权转化的标准不得损害现有股东的权利，即在对表决权进行差异化配置时应贯彻起点平等、规则平等的原则。尽管任期投票制需要通过修改公司章程方能得以确立，且须股东共同意思表示一致，但根据股东大会议事规则，超过三分之二以上的绝对多数表决权的股东赞成即可通过章程修订议案。如果完全按照此种规则任由公司修改章程确立任期投票制，有可能产生“多数人的暴政”，即多数股东根据自身利益设置持股期限标准，对现有股东进行区别化对待，使少数股东因持股期限未达到标准而导致表决权的减少。如果完全放任公司通过股东大会修改章程采用任期投票制，有可能造成大股东滥用资本多数决原则，在程序公正的外衣下造成股东实质不平等。<sup>①</sup>因此，不论是采用累积模式还是降低模式，在资本结构调整或者资本重置时对现有股东应当一视同仁，持股期限按照同一时间起算，即要求持股期限的确定应当是建立在现有股东均能同等享受表决权奖励待遇的基础之上。申言之，公司在修改章程采用任期投票制之前的股东的持股期限认定和表决权数量应当一致，然后才能基于这一平等的起点进行差异化的安排。

其次，任期投票制的采用需要明确持股期限的计算规则。持股期限是任期投票制确定表决权安排的基础和依据，因而持股期限的计算和认定就成为确定相应股东表决权数量的基础。公司股份总是处于动态变化的过程之中，由于股东对公司股份的持有模式具有多样性，隐名持股、间接持股等现实中存在的现象也会因为实际权益人的复杂性而极大地增加持股期限确定的难度，<sup>②</sup>隐名股东披露其股东身份后持股期限是从披露之日起算还是从实际持股之日起算？持股中断能否续接即股权转让股份后又回购股权后持股期限是重新计算还是续接计算？持股主体未发生变动但持股主体的实际控制人发生变动的情况下持股期限是否应重新计算？是否会存在有的短期股东通过虚构隐名持股关系或者倒签股权转让协议的方式谋求更多的表决权？以上问题都是在确定持股期限时需要妥善处理的问题。受益于金融科技的发展，区块链技术的发展使得存管于登记结算机构的股份的持股期限能够得到更加真实精确的认定，<sup>③</sup>能够在一定程度上解决持股期限认定的问题。与此同时，对于区分长期股东与短期股东的持股期限也应当予以合理设定，不宜规定过长的持股期限而对短期股东转化为长期股东设置过高的障碍，避免不合理的持股期限要求成为限制短期股东表决权和维持长期股东特权的壁垒。

再次，任期投票制所奖励的超额表决权数量和适用事项应当受到限定。在采用了任期投票制的公司，相比于短期股东而言长期股东拥有更多数量的表决权，即所谓的超额表决权。尽管应当允许股东根据自身需求和意志对超额表决权进行自由选择 and 确定，但如果放任长期股东要求过高的超额表决权，将有可能形成长期股东以低成本控制绝对多数表决权，表决权的无限制强化会造成公司内部人控制和利益失衡，容

① 参见宋智慧：《股东平等与资本多数决的矫正》，《河北法学》2011年第6期。

② See Lynne L. Dallas, Jordan M. Barry, Long Term Shareholders and Time-Phased Voting, 40 Delaware Journal of Corporate Law, 541(2015).

③ 参见袁康：《区块链技术在证券市场应用的监管问题研究》，《证券法苑》第23卷，法律出版社2017年版，第315页。

易导致股东控制权的固化和控制权滥用风险的增加,<sup>①</sup>长期股东绝对控制下短期股东的利益可能面临严重的威胁。<sup>②</sup>这一问题在我国公司整体股权过于集中的现状下尤为突出。因此,有必要在认可对长期股东奖励超额表决权的同时,设定超额表决权上限,<sup>③</sup>即一方面限定超额表决权与一般表决权的差距,要求超额表决权不得超过一般表决权的相应倍数,避免差距悬殊造成的表决权比例失衡;另一方面,限定单一股东超额表决权计算的上限,避免表决权过度集中于单个股东而造成绝对控制。此外,长期股东所享有的超额表决权并不宜用于所有决议事项,而是应当遵循任期投票制有益于维护公司长远利益的原意,适用于与公司经营管理和战略决策有关的事项。

最后,任期投票制需要加强长期股东对短期股东的信义义务。由于在任期投票制的表决权安排下,长期股东相较于短期股东拥有更多数量的表决权,因而短期股东容易暴露在长期股东滥用多数决的规则而损害短期股东利益的风险之中。为了防范长期股东在股东大会上滥用其超额表决权而倾轧短期股东的利益,任期投票制所形成的持有复数表决权的股东应当对其他股东承担信义义务。<sup>④</sup>易言之,在采用了任期投票制的公司,长期股东在行使超额表决权时除了考虑自身利益之外,还应当真正忠实于公司的长远利益并兼顾短期股东的利益,不得使自身利益与公司长远利益发生冲突,并且符合行为公正的要求。<sup>⑤</sup>正是由于享有超额表决权,长期股东更容易获取公司控制权,因此在其行使超额表决权时应当对其忠实义务和注意义务进行更高要求,以避免其滥用超额表决权不当损害短期股东的利益。这就需要在任期投票制的配套制度设计中,一方面对控制股东的信义义务进行强化,要求其对于表决权行使符合公司利益承担更大的证明责任;另一方面,则是对长期股东的尽责管理义务予以落实,要求其在表决权行使过程中忠于公司利益并尊重短期股东利益。<sup>⑥</sup>

## 五、结语

公司可以根据自身发展需求,设定差异化的股权结构和表决权安排。任何一种表决权安排都难言完美,都存在着各自的优势和短板。与一股一权或双层股权结构一样,任期投票制也不是最终解决方案,而是一种可能的选择。<sup>⑦</sup>任期投票制赋予达到持股期限要求的股东超额表决权,既不会导致一股一权模式下简单资本多数决带来的短期行为损害公司利益,也避免了陷入双层股权结构下僵化的表决权差异带来的控制权失衡,而是形成了股东间表决权数量的动态调整。公司治理不是一成不变的,允许公司进行治理创新引入任期投票制,并通过配套制度予以完善和规范,或许能够有助于公司长期发展和资本市场投资者结构的完善,也能够丰富我国公司治理实践的经验。

责任编辑 翟中鞠

① 参见张舫:《一股一票原则与不同投票权股的发行》,《重庆大学学报》(社会科学版)2013年第1期。

② 参见金晓文:《论双层股权结构的可行性与法律边界》,《法律适用》2015年第7期。

③ See David J. Berger, Steven Davidoff Solomon, Aaron Benjamin, Tenure Voting and the U. S. Public Company, 72 Business Lawyer, 295(2017).

④ 参见黄辉:《现代公司法比较研究》,清华大学出版社2011年版,第243页。

⑤ See Harry G. Henn, John R. Alexander, Laws of Corporation and Other Business Enterprises, West Pub. cn., 1983, p. 625.

⑥ 参见王心怡:《我国机构投资者信义义务体系的反思与重构——以尽责管理义务的引入为视角》,《法商研究》2017年第6期。

⑦ See David J. Berger, Steven Davidoff Solomon, Aaron Benjamin, Tenure Voting and the U. S. Public Company, 72 Business Lawyer, 295(2017).