

## 机构投资者的反垄断问题\*

[美]爱德华·B.洛克\*\*

丹尼尔·L.鲁宾费尔德\*\*\* 著

邱 锐\*\*\*\* 刘凤元\*\*\*\*\* 译

**摘要:**随着大型机构投资者持股集中度的提高以及对公司治理参与的不断深入,平行持股的反垄断风险成为热议的话题。投资组合经理过度的热情

---

\* Antitrust Law Journal, Vol. 82(1), 2018. 埃米利亚诺·卡坦 (Emiliano Catan)、斯科特·亨菲尔 (Scott Hemphill)、埃里克·波斯纳 (Eric Posner)、菲奥娜·斯科特·莫顿 (Fiona Scott Morton)、马丁·施马尔茨 (Martin Schmalz) 和格伦·韦尔 (Glen Weyl) 对文章前期草稿进行了细致评论,笔者予以感谢。

\*\* 纽约大学法学院的马丁·利普顿 (Martin Lipton) 法学教授、公司治理与金融研究所所长。曾作为顾问与美国司法部反垄断司合作处理各种交叉持股和平行持股案件,包括下文讨论的美国诉西北航空公司案和美国诉美国奶农公司案。

\*\*\* 加利福尼亚大学伯克利分校的罗伯特·布里奇斯 (Robert L. Bridges) 的法学名誉教授和经济学名誉教授、纽约大学法学院法学教授。1997年6月到1998年12月,曾为美国司法部反垄断局副局长。他曾为达美航空公司收购西北航空公司以及联合航空公司与大陆航空公司合并提供咨询。

\*\*\*\* 华东政法大学经济法学院2021级博士研究生。

\*\*\*\*\* 华东政法大学国际金融法律学院教授、博士生导师,资本市场研究中心主任。

最终可能会使其所在的机构和被投资公司承担巨大的反垄断责任。本文从反垄断的基本原则出发,为机构投资者和被投公司的投资者关系团体勾画一份反垄断合规计划。与此同时,我们探讨了大型、多元化投资者因平行持股所引发的根本性反垄断问题(明示和默示的协同)。

随后,我们转向更加投机的问题,尽管这些问题可能会偏离反垄断问题的核心,但已经引起了广泛关注。我们批判性地研究了最新的观点,即航空业现有的持股模式导致股价大幅度上涨(Azar, Schmaltz & Tecu,2017年)。接着讨论了Elhauge(2016年)关于现有的持股模式违反了《克莱顿法》第七条的主张。最后,我们认为,限制在寡头垄断行业中持有多家公司股票的政策建议太过严苛(Posner, Scott Morton & Weyl,2017年)。机构投资者在公司治理中发挥着重要作用,为了限制反垄断对此产生的“寒蝉效应”,我们提议设置一个准“安全港”,免除持股份额低于15%、在董事会中没有代表和仅仅参与“正常的”公司治理活动的投资者的反垄断责任。

## 前 言

假设一个投资组合经理,她为一个航空业基金工作,该基金在各大航空公司都持有大量股份。<sup>[1]</sup> 基金的持股情况因为营销活动以及向美国证券交易委员会(SEC)披露季度报告(Form 13F)为业内所熟知。投资组合经理积极参与同公司管理层的所有沟通,包括营收电话会议、投资者关系电话会议和行业会议。她因对航空公司运营细节具有敏锐而高悟性的专注力而闻名。2009年开始,经济走出衰退,投资组合经理密切关注航空公司的运力状况。随着经济复苏,产能过剩消失,经理开始向航空公司施加压力,抑制其在需求增加时扩大载客量的冲动(他们曾经这样做过)。“不要那样做”,投资组合经理对每一家基金投资的航空公司再三强调,“你最终会像过去一样压低价格。这次,聪明点!维持目

---

[1] 参见《富达航空运输基金精选》,载 <https://fundresearch.fidelity.com/mutual-funds/summary/316390798>。

前的载客量并提高价格。这样,你会赚钱,你的竞争对手也会赚钱,我的投资者也会赚钱。经过几十年的破坏性竞争,我们终于有机会在航空业获得一些可观的利润。但是你们只有负起责任来,停止搬起石头砸自己的脚才会成功。”投资组合经理非常执着,专注于每一个营收电话会议、投资者关系电话,以及其他无论是公共的、私人的机会。她的努力似乎得到了回报,主要航空公司没有扩大载客量,空座率低,机票价格上涨了10%左右,航空公司的利润也大幅提高。行业基金今年上涨了20%,资金正源源不断地涌入。这有什么不好呢?

在反垄断律师眼里,这种情况令人担忧:因为这可能是“以托拉斯或其他形式的联合、共谋限制贸易的契约”,违反了《谢尔曼法》第1条。根据以上事实,原告律师可以主张投资组合经理扮演了“卡特尔头目”,以限制产量和提高价格为目的在竞争的航空公司间组成了一个卡特尔。若被证实,这一行为本身就违反了《谢尔曼法》第1条,<sup>[2]</sup>将使行业基金和航空公司承担3倍的损害赔偿赔偿责任,并可能受到刑事追究。

考虑另一种情况,投资组合经理和其他经理人在所有航空公司营收电话会议上保持沉默,并被动地与航空公司高管洽谈。然而,航空公司高管认为增加载客量不符合航空公司利益最大化要求,因此他们维持现有载客量。最后的结果与第一种情况一样,都使股价上涨。根据现行反垄断法,这种“默示共谋”可能不会违反《谢尔曼法》,因为这不是限制贸易的共谋。然而,最近有人提出,在控制范围内的交叉持股更有可能导致反竞争,因为可能造成默示共谋,这违反了《克莱顿法》第7条。<sup>[3]</sup>

由于两种力量的相互作用,反垄断法和反垄断政策与机构投资者的关系更为紧密:机构投资者持股规模不断扩大,并且集中在具备卡特尔形成条件的密集行业;与此同时,公司与股东的互动日益增强。

本文探究了大型、多元化投资者因共同持股引发的基本反垄断问题。第一部分,分析开放型假设带来的反垄断风险。我们对是否违反《谢尔曼法》第1条不做评判,而是做其他方面的研究。<sup>[4]</sup>此外,我们认

[2] 15 U. S. C. § 1.

[3] 15 U. S. C. § 18.

[4] 关于国内航空公司的反托拉斯诉讼,参见 221 F. Supp. 3d 46 (D. D. C. 2016)。

为上述两种情况引发的政策问题很重要,机构投资者和被投公司的法律顾问应予以关注。特别是大型机构投资者和投资者关系专业人士应该制定严格的反垄断合规计划。

第二部分,将研究范围从主流的反垄断原则延伸到第二种情形,考虑机构投资者平行持股带来的更具投机性的挑战。根据现有文献,一些金融经济学家提出证据证明现有的平行持股模式与航空业、商业银行业股价上涨有关,并可能致使股价攀升。<sup>[5]</sup>正如第二部分关于航空业的详细介绍,我们对何塞·阿斯纳尔(José Azar)、马丁·施马尔茨(Martin Schmalz)和伊莎贝尔·特库(Isabel Tecu)的分析和相关论文很感兴趣,但最终还是未被说服。他们认为,平行持股导致了航空业股价大幅上涨。

第三部分,对平行持股和交叉持股进行法律分析。在总结现有的法律结构后,基于阿斯纳尔(Azar)等人的研究成果,我们讨论了艾纳·艾尔豪格(Einer Elhauge)教授的观点,即现有的持股模式违反了《克莱顿法》第7条。<sup>[6]</sup>

第四部分,研究“新见解”的政策含义,首先关注埃里克·波斯纳(Eric Posner)、菲奥娜·斯科特·莫顿(Fiona Scott Morton)和格伦·韦尔(Glen Weyl)提出的“解决方案”,以及在其成为法律后可能采取的对策。波斯纳(Posner)等人提出强制多元化机构投资者必须在“持股比例限制在1%”、“在任何集中市场上只投资一家公司”或“保持完全被动”之间作出选择。<sup>[7]</sup>正如我们详细论述的,我们不认为机构投资者会选择波斯纳等人的建议,即“持股比例限制在1%”或“在集中市场上只投资一家公司”。事实上,我们担心,出于对法律风险的高度关注,机构投资者会遵循波斯纳等人的其他替代建议,即完全被动治理,因为这样做

---

[5] See José Azar, Martin C. Schmalz & Isabel Tecu, *Anti-Competitive Effects of Common Ownership*, 73 J. Fin(以下简称“阿斯纳尔等人航空方向的论文”); José Azar, Sahil Raina & Martin Schmalz, *Ultimate Ownership and Bank Competition* (July 23, 2016) (以下简称“阿斯纳尔等人银行竞争方向的论文”)。

[6] See Einer Elhauge, *Horizontal Shareholding*, 129 Harv. L. Rev. 1267 (2016).

[7] See Eric A. Posner, Fiona Scott Morton & E. Glen Weyl, *A Proposal to Limit the Anticompetitive Power of Institutional Investors*, 81 Antitrust L. J. 669 (2017).



他们可以获得《克莱顿法》第7条中“仅为投资”的豁免。关于反垄断责任的担忧,这样的回应没必要,也令人遗憾,可能会破坏长期以来鼓励机构投资者参与公司治理的努力,因此,我们提议设立一个15%的准“安全港”,允许投资者参与“正常”的公司治理活动。<sup>[8]</sup>

## 一、关于投资组合经理协调式合谋的反垄断分析

### (一) 责任风险

《谢尔曼法》第1条规定“任何契约以托拉斯形式或其他形式的联合、共谋”来限制贸易是非法的。<sup>[9]</sup>“同意合谋”可以由当事人之间达成一致意见的直接或间接证据证明。<sup>[10]</sup>非法合谋只需要证明竞争者接受了参加计划的邀请,而不需要各方同时采取行动。<sup>[11]</sup>组织竞争对手形成卡特尔并分享利润的“头目”是贯穿反垄断的常见人物,他违反了《谢尔曼法》第1条的规定,原因在于其组织形成卡特尔,否则就不会有协调,或是因为将可能被视为合法的平行行为(默示共谋)转变为非法的共谋行为。<sup>[12]</sup>

例如,在美国柱木公司诉美国案(American Column & Lumber Co. v. U. S.)<sup>[13]</sup>中,具有竞争关系的硬木制造商们通过行业协会——美国硬木制造商协会(American Hardwood Lumber Manufacturers' Association)交换详细的定价和生产信息。协会的“统计经理”盖德(F. R. Gadd)通过“公开竞争计划”努力“组织”硬木行业。盖德通过会议、市场信函和

---

[8] “平行持股”在经济学和法律上更为仔细全面的介绍。See Menesh S. Patel, *Common Ownership, Institutional Investors, and Antitrust*, 82 *Antitrust L. J.* 279 (2018).

[9] 15 U. S. C. § 1.

[10] 美国律师协会反托拉斯法部:《反垄断法的发展》(2017年第8版)第1.B.a(“定义‘协议’:区分单边行为和一致行动”)。

[11] *Interstate Circuit, Inc. v. United States*(州际巡回放映公司诉美国), 306 U. S. 208, 227 (1939)(引用大量案例)。

[12] *JTC 石油公司诉皮亚萨汽车燃料公司*(*JTC Petroleum Co. v. Piasa Motor Fuels, Inc.*), 190 F.3d 775, 778-79 (7th Cir. 1999)(Posner, J.)。

[13] 257 U. S. 377 (1921)。

其他口头劝说形式,呼吁具有竞争关系的硬木制造商合谋,违反《谢尔曼法》第1条。

在美国诉美国亚麻油公司(U. S. v. American Linseed Oil Co.)案<sup>[14]</sup>中,朱利安·阿姆斯特朗(Julian Armstrong)是合谋的组织者,他以“阿姆斯特朗相关行业局”(Armstrong Bureau of Related Industries)的名义运作。亚麻油生产商是行业局的注册会员,他们分享机密的定价和产品数据。行业局致力于“尽最大的努力组织美国亚麻油、蛋糕和餐饮产业”。<sup>[15]</sup>组织的勤劳和尽责稳定了亚麻油的价格。然而,这些制造商和“阿姆斯特朗相关行业局”涉嫌违反《谢尔曼法》第1条。

在州际巡回放映公司诉美国案(Interstate Circuit v. U. S.)<sup>[16]</sup>中,得克萨斯州一家大型连锁电影院扮演头目角色。“二流电影院”提供低票价和两场连映的竞争令人沮丧,州际巡回放映公司告知电影发行商,将不再向他们发放电影牌照,在后续的销售中,除非发行商同意,否则“A级”产品将不会在任何时间、任何剧院以低于25美分的夜间成人票价出售。<sup>[17]</sup>发行商不得不同意不以两场连映的形式播放电影。正如美国最高法院判词所言,“电影发行商们知道有人策划并邀请自己一致行动,他们遵从并参与实施这就足够了。每个发行商都会被告知其他发行商都被要求参与,他们也都知道合作对计划的顺利实施至关重要”。<sup>[18]</sup>

最近,在苹果电子书案<sup>[19]</sup>中,这些原则得到了重申和应用。法院认为苹果扮演了出版商层面的卡特尔头目。面对亚马逊在电子书业务上日益增长的威胁,出版商接受了苹果的另一“代销模式”——允许出版商控制畅销书的转售价格。按照这一模式,苹果公司设定了两项关键条件:出版商在应用软件商店设定的价格不能高于亚马逊的价格,出版社必须接受“最惠国”(most favored nations, MFN)条款,此条款遏制

---

[14] 262 U. S. 371 (1923).

[15] 参见前注[14],第384页。

[16] 306 U. S. 208 (1939).

[17] 同上注,第216页,注释3。

[18] 同前注[16],第226页; accord E. States Retail Lumber Dealers' Ass'n v. United States, 234 U. S. 600(1914)。

[19] 美国诉苹果公司案(United States v. Apple, Inc.), 791 F.3d 290 (2d Cir. 2015)。

了出版商以低价向亚马逊批发,并有效迫使出版商将所有电子书零售商转为代销模式。

与其他合谋“头目”一样,苹果公司的协议有一个关键特点,即只有在各方都合作的前提下才会让竞争者受益:苹果公司认识到,只有让所有出版商与亚马逊的关系都转变为代销模式,提高电子书的价格,才能吸引被告方出版商。<sup>[20]</sup> 州际巡回放映公司诉美国案中,这一特点把一项独立的商业决策变成共谋邀请,一项出版商愿意接受的邀请。正如美国第二巡回法院所称,“被告出版商将其与亚马逊的关系转变为代销模式是共谋的结果,苹果公司有意识地在这项共谋中扮演了核心角色。地方法院的观点具有合理性,苹果公司并非无辜的旁观者”<sup>[21]</sup>

欧盟竞争法也采取了相同的路径。在最近的 AC – Treuhand 公司诉欧委会案中,欧洲法院认为,根据第 81 条的规定,协助建立并运作卡特尔的顾问应与其他卡特尔成员共同承担责任。<sup>[22]</sup>

顾问在案件中发挥重要作用:在苏黎世定期组织卡特尔会议并从供应商处获得酬劳,出席并积极参与会议,收集、提供销售数据,监督协议执行,在出现分歧时充当调解人,鼓励成员达成妥协。<sup>[23]</sup>

因此,即便顾问声称自己不是相关市场的竞争者,案件与他无关,欧洲法院并未采纳这一观点。<sup>[24]</sup>

这种情况下,开放型假设将为发起反垄断诉讼提供依据,并能经受住被告主张驳回诉讼申请的考验。开放型假设中,投资组合经理扮演卡特尔促进者的角色,组织、协调卡特尔,并分享由此产生的利润。正如先前的案例,竞争者知道:(a)头目正在与所有关键竞争者商谈;(b)方案能否成功很大程度上取决于所有人。如前所述,《谢尔曼法》第 1 条并不要求证明合谋的直接证据,间接证据就足够了。

[20] 同前注[19],第 316 页。

[21] 同前注[19]。

[22] Case C – 194/14 P, AC – Treuhand AG v. Comm’n (CJ 2015), ECLI:EU:C:2015:717.

[23] 新闻稿。欧委会:《反垄断:委员会欢迎法院判决确认卡特尔促进者的责任》(2015 年 10 月 22 日)(第 15/5893 号备忘录)。

[24] AC – Treuhand AG, ECLI:EU:C:2015:717, 66 – 70; accord Case AT. 39861—Yen Interest Rate Derivatives, 2015 O. J. (C 305) 10.

与此同时,被告会提出:投资组合经理的意见越“片面”,证据就越有力。航空公司会辩称:在一个集中市场,无须达成任何反竞争协议,限制产量也可能实现公司利润最大化。这一观点包含两层意思。首先,航空公司可以提出,在寡头垄断市场,理性的公司会逐渐认识到,竞争对手的反应具有可预测性,增加载客量会适得其反;其次,即使航空公司采取有意识的平行行为(正如第二种假设),达成默示共谋也不违反《谢尔曼法》第1条。<sup>[25]</sup>

以上观点涉及法律层面的问题。投资组合经理的行为在多大程度上构成共谋邀请?投资组合经理的行为是否有助于实现或稳定最佳的平行式共生行为(interdependent behavior)?航空公司是否知道投资组合经理在与他们的竞争对手谈判?投资组合经理的行为真的会影响航空公司增加运力的决定吗?价格上涨多少是共生行为的结果,又有多少是禁止共谋行为的结果?这些问题发现的过程所揭露的事实对结果至关重要。

## (二) 控制责任风险

然而,诉讼最终还是可能被提起,对航空公司和机构投资者而言,第一种假设可能带来重大法律风险。在本节中,我们从咨询建议的角度研究开放型假设:机构投资者如何控制反垄断风险?就我们所知,机构投资者历来没有向其投资人员提供反垄断合规培训。

在工业背景下,众所周知,潜在推动者带来反垄断风险,<sup>[26]</sup>与之相伴的是预防措施。事实上,明智的行业协会会制定反垄断合规政策。行业协会指南为机构投资者和投资者关系专业人士制定合规计划提供了一个良好的起点,因为他们提出了一个类似的问题,即如何避免促成竞争者间的协同。

---

[25] Theatre Enters. 公司诉派拉蒙影业公司(Theatre Enters. v. Paramount Film Distrib. Corp.), 346 U. S. 537, 541 (1954); JTC 石油公司诉皮亚萨汽车燃料公司(JTC Petroleum Co. v. Piasa Motor Fuels, Inc.), 190 F. 3d 775, 779 (7th Cir. 1999) (Posner, J.)。

[26] 有关执法机关的意见请参见联邦贸易委员会/司法部2000年发布的《竞争者间合作行为之反垄断指南》(Antitrust Guidelines for Collaborations Among Competitors)(以下简称《竞争者间合作行为指南》),载 [www.ftc.gov/sites/default/files/documents/public\\_events/joint-venture-hearings-antitrust-guidelines-collaboration-among-competitors/ftcdojguidelines-2.pdf](http://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/public_events/joint-venture-hearings-antitrust-guidelines-collaboration-among-competitors/ftcdojguidelines-2.pdf)。

首先,美国种子协会关于指南禁止事项的描述十分具有代表性:

1. 讨论定价、促销政策、其他销售条款、客户身份或区域营销范围;
2. 对特定的会员或部门施加压力,要求采取特定的计划或政策;
3. 制定旨在排除某些行业会员的计划或政策;
4. 协助会员解决公司特有的问题;
5. 参与非正式或尾间会议(“rump” meetings)讨论任何正式会议上

不适合讨论的议题。<sup>[27]</sup>

此外,指南一般对程序事项也提前作出规定:

1. 提前准备会议议程,在会议开始时由小组通过并认真遵守;
2. 提前准备会议记录,经华盛顿办公室批准,向所有与会会员分发,并在下次会议上通过;
3. 法律顾问应审阅会议议程和会议记录,出席涉及反垄断敏感问题的会议。<sup>[28]</sup>

最后一项规定不容小觑。律师的工作是防止讨论任何具有竞争性的敏感话题,并且记录该事实。

随着机构投资者开始关注开放型假设的突出风险,反垄断合规的核心目标是防止积极的投资组合经理成为卡特尔头目或诱导者。为了遵守行业协会指南,投资组合经理需要指导排除不需要讨论的议题以及在沟通之前需遵守的程序。当然,问题在于投资组合经理会拒绝这类指南,理由是:(a)为了评估投资,其中一些主题不可避免需要讨论;(b)程序方面的要求会降低会议效率。如此一来,“律师”又一次被视为花费高昂的反对者。

集中市场具有最大的反垄断风险,形成卡特尔的条件已经成熟,法律顾问希望把注意力集中在公司相关的沟通上。但这可能会使不了解反垄断的投资组合经理感到困惑。两者兼顾并非易事,不同公司的解决

---

[27] 美国种子贸易协会(Am. Seed Trade Ass'n):《反垄断合规政策声明》(2016年),载 [www. betterseed. org/about - asta/antitrust/](http://www.betterseed.org/about-asta/antitrust/)。

[28] 同上注。另见美国风能协会:《反垄断指南:美国风能协会会议讨论指南》(2018年);世界钢铁协会:《反垄断合规指南》(2012年),载 [www. worldsteel. org/about - us/antitrust. html](http://www. worldsteel. org/about - us/antitrust. html); Elec. Transactions Ass'n, Antitrust Laws & Trade Associations (2018), [www. electran. org/about - eta/antitrust/](http://www. electran. org/about - eta/antitrust/)。

方式不同。在大型指数基金中,多由代理投票小组参与被投资公司<sup>[29]</sup>治理,因此,机构投资者在管理这些基金时,可以培训该小组以避免竞争性敏感话题。在受到积极管理的共同基金中,更多的是由投资组合经理参与处理被投公司的治理,尤其注意行业基金(投资于特定行业的基金)和投资于一个行业中一个以上公司的基金。机构投资者的反垄断风险与基金投资竞争对手的程度有关。

从被投公司的角度看,这些问题有所不同。大型上市公司可能已经制定了反垄断指南,禁止与竞争对手讨论竞争性敏感话题。<sup>[30]</sup>问题在于,为投资者关系部门提供建议的律师可能不会将与投资者的沟通视为潜在的反竞争行为。因此,应加强对沟通的关注,考虑开放型假设带来的潜在风险。在与行业协会竞争对手沟通时,重点是避免讨论竞争性敏感信息,无论是一对一的交流还是营收电话会议。因此,需要重新定位,这将遭到投资者的反对,因为这些信息是投资者买卖证券时最为关注的。

## 二、“新见解”:反垄断干扰?

虽然集中持股程度的提高和由此产生的平行持股的增加,可能造成明显的协调问题,违反了《谢尔曼法》第1条,从而给机构投资者带来了严重的、尚未得到正确评估的反垄断风险,但阿斯纳尔、施马尔茨和特库在2017年发表的颇具争议的经济学研究和其他相关论文中,已经将注意力转向大为不同的默示协同问题。研究称:理论和实证表明,集中市场上多元化投资者集中持股具有明显的反竞争效应。<sup>[31]</sup>艾尔豪格认为,假设这些观点是正确的,这一行为违反了《克莱顿法》第7条,即使没有任何证据表明存在共谋。<sup>[32]</sup>随后,波斯纳、莫顿和韦尔提出,执

---

[29] “投资组合公司”(portfolio companies)是指持有基金投资组合的公司。

[30] 参见福特汽车公司2016~2017年发布的《行为准则手册:公司政策和指令》第52~55页,载 corporate.ford.com/microsites/sustainability-report-2016-17/doc/sr16-code-of-conduct.pdf。

[31] 参见阿斯纳尔等人航空方向、银行竞争方向的论文。

[32] 参见前注[6]。

行政政策的重大变革和为机构投资者提供“安全港”，都会破坏当前的商业模式。<sup>[33]</sup> 鉴于实证分析仍在进行，我们认为这些建议为时过早，但对提高反垄断意识来说是有益的。

现有研究强调了基本反垄断框架的重要方面，并引起了广泛关注，我们将进一步研究，并将关注点集中在阿斯纳尔等人航空方向的论文，这篇文章的作者在理论结合实证分析的基础上，提出“多元化投资者平行持股导致反竞争效果”的观点。我们在第三部分分析艾尔豪格的观点，并在第四部分探讨波斯纳等人的政策建议。

### (一) 理论论证

从本质上讲，关于平行持股的负面影响，可以视为典型的谋杀调查案件（尽管可能是虚构的）：有动机吗？有机会吗？在此背景下，平行持股是否具有提高股价的动机和能力。我们分别展开讨论。

1. 激励机制：如果管理者为实际股东，他们进行管理会实现哪一方利益的最大化？

要理解阿斯纳尔等人的激励机制，我们从一个简单的案例开始。假设沃伦·巴菲特持有4家主要航空公司51%的股份，并利用控股地位任命每家公司的董事。无论从公司法还是反垄断的角度来看，他很明显控制了这4家航空公司。从反垄断的角度来看，我们预计会出现两种反竞争效应。首先，正如阿斯纳尔等人所言，巴菲特的平行持股地位将改变每家公司的单边定价激励机制，因为达美航空的管理层们很可能会意识到，吸引美联航航班的客户并不会让老板巴菲特受益，因为他持有美联航的股份。其次，这更有可能发生共谋行为，随着巴菲特成为所有主要航空公司的控股股东，协同及实现协同变得更加容易。正如我们将要讨论的，巴菲特收购主要航空公司的行为违反了《克莱顿法》第7条，并且涉嫌违反《谢尔曼法》第1~2条。分散持股一般不需要达到51%就能实现对上市公司的有效控制，因此低于50%的交叉持股也将引起特别关注。

交叉持股可能改变公司单边定价激励机制和/或鼓励共谋行为，这

---

[33] 参见前注[7]。

在工业组织/反垄断文献中已经达成共识。<sup>[34]</sup> 在单边行为方面,丹尼尔·奥布莱恩(Daniel O'Brien)和史蒂文·萨洛普(Steven Salop)的贡献最为突出。<sup>[35]</sup> 而在共谋行为方面,吉洛(Gilo)等人做出了最佳的贡献。<sup>[36]</sup> 我们关注前者,因为萨洛普-奥布莱恩(Salop-O'Brien)的框架是阿斯纳尔等人进行实证分析的基础。<sup>[37]</sup>

奥布莱恩和萨洛普研究了公司收购竞争对手股票的影响。他们认为,在这种情况下,公司会考虑降价(或者其他战略竞争行为)对竞争对手股票价值的影响。交叉持股会改变公司的经营目标,由原来的实现本公司利润最大化转变为部分持有及控股持有的所有同业竞争者利润的加权平均最大化。为了了解竞争对手单边激励的影响,奥布莱恩和萨洛普扩大了集中度的标准,将依赖赫芬达尔指数(HHI)的市场力量分析扩大至改进版的赫芬达尔指数(MHHI)框架,并将竞争对手的部分持股纳入计算。他们指出,当使用这一框架来评估股权收购的潜在竞争效应时,赫芬达尔指数的增量(the MHHI $\Delta$ )与分析有关。<sup>[38]</sup> 奥布莱恩和萨洛普并未假设或主张,长期以来对合并(the HHI $\Delta$ )导致集中度增量的担忧与改进版赫芬达尔指数增量(MHHI $\Delta$ )相称。

---

[34] 众所周知,平行持股可以提高经济效率。Xavier Vives 在“*Institutional Investment, Common Ownership and Antitrust*”一文中指出,平行持股可以改善信息、企业合作(如航空合资企业),并促使管理者降低成本、提高绩效。相关证据,参见 Jie He, Jiekun Huang & Shan Zhao, *Internalizing Governance Externalities: The Role of Institutional Cross-Ownership*, draft March 2017。

[35] See Daniel P. O'Brien and Steven C. Salop, *Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control*, 67 *Antitrust L. J.* 559(2000)。

[36] See David Gilo, Yossi Moshe & Yossi Spiegel, *Partial Cross Ownership and Tacit Collusion*, 37 *Rand J. Econ* 81 (2006)。See, also, David Gilo, *The Anticompetitive Effect of Passive Investment*, 99 *Mich. L. Rev.* 1 (2000)。

[37] 阿斯纳尔等人确实提出了一种默示共谋的可能结果:没有明确要求或鼓励被投资公司之间更加激烈的竞争将让投资组合经理享受平静的生活。参见阿斯纳尔等人航空方向的论文。

[38] 赫芬达尔指数是指相关市场中企业市场份额的平方和,是衡量产业市场集中度的测量指标。在审查合并时,执法机关利用因合并而导致的集中度增量——赫芬达尔指数增量,作为一项重要的经验法则,用以确认合并给竞争带来的初步影响。参见美国司法部和联邦贸易委员会:《横向合并指南》(2010年)(以下简称“2010合并指南”) § 5.3, 13 (2010), 载 [ftc.gov/os/2010/08/100819hmg.pdf](http://ftc.gov/os/2010/08/100819hmg.pdf); 另见前注[26], 《竞争者间合作行为指南》, § 3.34。两份指南都没有讨论 MHHI。



依靠奥布莱恩和萨洛普的模型,阿斯纳尔做出了一些潜在的贡献。首先,他们将 MHHI 的适用范围从公司持有竞争者股票(交叉持股)扩大到投资者(非竞争对手)持有竞争公司股票(平行持股)。其次,他们假设(并试图验证),由于股权集中度增量而导致的 MHHI 增量,与传统 HHI 增量所带来的反竞争风险具有相同的关系。事实上,他们印象特别深刻的是,“根据 MHHI $\Delta$  的测算,目前平行持股水平所隐含的反竞争的动机,比基于相同规模的传统测量方法所确认的市场的动机要大得多”<sup>[39]</sup>。

阿斯纳尔等人实证分析的核心假设是,管理层会考虑竞争航空公司股东的持股情况。出于各种原因,这是一个夸张的假设(对我们而言并没有说服力)。就航空业而言,大股东的持股具有很大的异质性。<sup>[40]</sup> 阿斯纳尔等人在他们航空方向的论文<sup>[41]</sup>中,展示了 2016 年第四季度的内容(见表 1):

表 1 业内平行持股情况说明

航空公司	平行持股公司	占比 (%)	航空公司	平行持股公司	占比 (%)	航空公司	平行持股公司	占比 (%)
达美航空	伯克希尔哈撒韦	8.25	西南航空	Primecap 基金	11.78	美国航空	普徠仕	13.99
	贝莱德	6.84		伯克希尔哈撒韦	7.02		Primecap 基金	8.97
	先锋	6.31		先锋	6.21		伯克希尔哈撒韦	7.75
	道富	4.28		贝莱德	5.96		先锋	6.02
	摩根大通	3.79		富达	5.53		贝莱德	5.82
	兰斯当	3.60		道富	3.76		道富	3.71

[39] 参见前注[5],阿斯纳尔等人航空方向的论文。

[40] 这些数据来源于美国证券交易委员会 Form 13F、Form 13G,是资产管理公司拥有投资权的股票数量。由于一些受益所有人保留投票控制权,最好将这些数据理解为资产管理公司拥有投票控制权的股票上限。

[41] 参见前注[5],阿斯纳尔等人航空方向的论文。

续表

航空公司	平行持股公司	占比 (%)	航空公司	平行持股公司	占比 (%)	航空公司	平行持股公司	占比 (%)
达美航空	Primecap 基金	2.85	西南航空	摩根大通	1.31	美国航空	富达	3.30
	联博	1.67		普徠仕	1.26		普南	1.18
	富达	1.54		纽约梅隆银行	1.22		摩根士丹利	1.17
	PAR 资管	1.52		埃格顿资本(英国)	1.10		北方信托	1.02
联合大陆航空	伯克希尔哈撒韦	9.20	阿拉斯加航空	普徠仕	10.14	捷蓝航空	先锋	7.96
	贝莱德	7.11		先锋	9.73		富达	7.58
	先锋	6.88		贝莱德	5.60		贝莱德	7.33
	Primecap 基金	6.27		Primecap 基金	4.95		Primecap 基金	5.91
	PAR 资管	5.18		PAR 资管	3.65		高盛	2.94
	道富	3.45		道富	3.52		德明信基金	2.42
	摩根大通	3.35		富兰克林资源	2.59		道富	2.40
	高度计资管	3.26		纽约梅隆银行	2.34		威灵顿	2.07
	普徠仕	2.25		城堡	1.98		唐纳德·史密斯	1.80
ADR 资管	2.15	文艺复兴科技	1.93	巴罗·韩利	1.52			

续表

航空公司	平行持股公司	占比 (%)	航空公司	平行持股公司	占比 (%)	航空公司	平行持股公司	占比 (%)
精神航空	富达	10.70	忠实航空	小加拉格尔 (董事长、执行总裁)	20.30	夏威夷航空	贝莱德	11.20
	先锋	7.41		贝莱德	8.61		先锋	10.97
	威灵顿	5.44		文艺复兴科技	7.28		费城投资公司	5.99
	沃萨奇投资	4.33		先锋	6.65		文艺复兴科技	4.67
	贝莱德	3.77		富达	5.25		德明信基金	3.17
	杰尼桑合伙	3.49		富兰克林资源	4.52		道富	2.43
	威尔斯资管	3.33		沃萨奇投资	4.39		磐安资产	2.22
	富兰克林资源	2.79		普徕仕	4.23		LSV 资管	2.22
	奥本海默基金	2.67		时代广场资管	3.91		纽约梅隆银行	1.84
	资本研究管理	2.64		路博迈	3.07		数字投资者	1.79

资料来源: Capital IQ, 反映 2016 年第四季度的持股情况。

阿斯纳尔等人和波斯纳等人将这些数据作为机构投资者平行持股程度的有力证据。但真的是这样吗? 我们将前 6 家航空公司的数据重新格式化为表 2。

表2 航空公司平行持股情况(2016年第四季度)

单位:%

持股方	达美航空	西南航空	美国航空	联合大陆航空	阿拉斯加航空	捷蓝航空
联博	1.67	0	0	0	0	0
高度计资管	0	0	0	3.26	0	0
AQR 资管	0	0	0	2.15	0	0
巴罗·韩利	0	0	0	0	0	1.52
伯克希尔哈撒韦	8.25	7.02	7.75	9.2	0	0
贝莱德	6.84	5.96	5.82	7.11	5.60	7.33
纽约梅隆银行	0	1.22	0	0	2.34	0
城堡	0	0	0	0	1.98	0
德明信基金	0	0	0	0	0	2.42
唐纳德·史密斯	0	0	0	0	0	1.8
埃格顿资本(英国)	0	1.1	0	0	0	0
富达	1.54	5.53	3.30	0	0	0
富兰克林资源	0	0	0	0	2.59	0
高盛	0	0	0	0	0	2.94
摩根大通	3.79	1.31	0	3.35	0	0
兰斯当	3.6	0	0	0	0	0
摩根士丹利	0	0	1.17	0	0	0
北方信托	0	0	1.02	0	0	0
PAR 资管	1.52	0	0	0	0	0
Primecap 基金	2.85	11.78	8.97	6.27	4.95	5.91
普南	0	0	1.18	0	0	0
文艺复兴科技	0	0	0	0	1.93	0
道富	4.28	3.76	3.71	3.45	3.52	2.40
普徕仕	0	1.26	13.99	2.25	10.14	0
先锋	6.31	6.21	6.02	6.88	9.73	7.96
威灵顿	0	0	0	0	0	2.07

正如人们所期望的那样,三大机构投资者——先锋集团(Vanguard)、贝莱德集团(BlackRock)和道富公司(State Street)对上述6家航空公司都进行了投资。但其他投资者的情况截然不同。2016年年末,Primecap基金在航空业的持股比例并不均衡:达美航空(Delta) 2.85%、西南航空(Southwest) 11.78%、美国航空(American) 8.97%、联合大陆航空(United) 6.27%、阿拉斯加航空(Alaska Air) 4.95%以及捷蓝航空(JetBlue) 5.91%。相比之下,普徠仕(T. Rowe Price)持有股份情况为:美国航空 13.99%,阿拉斯加航空 10.14%,西南航空 1.26%,联合航空 2.25%,在达美航空和捷蓝航空则没有持股。正如表2所示,许多机构投资者并不持有全部6家航空公司的股票。

对于每个行业投资的权重,投资者将会基于行业内的竞争情况有不同的看法。尽管主要管理指数基金的公司,如先锋集团、贝莱德集团和道富公司能有“软竞争”(soft competition)的经济动机,但为了西南航空和捷蓝航空的利益,Primecap基金可能会支持西南航空和捷蓝航空等低成本航空公司而削弱达美航空和联合大陆航空。相比之下,如果联合大陆航空管理层考虑到战略对达美航空和捷蓝航空的影响的话,普徠仕就可能会反对,因为他只投资了联合航空和西南航空。

随着时间的推移,持股情况也将发生很大的变化。将西南航空2016年第四季度<sup>[42]</sup>前十大股东持股情况与2013年第一季度<sup>[43]</sup>进行对比,如表3所示:

表3 西南航空前十大股东持股情况对比

2016年第四季度		2013年第一季度	
机构	占比 (%)	机构	占比 (%)
Primecap 基金	11.78	Primecap 基金	11.20
伯克希尔哈撒韦	7.02	先锋	6.20

[42] See Jose Azar, Martin C. Schmalz & Isabel Tecu, *Online Appendix to: Anti-Competitive Effects of Common Ownership* 2 tbl. A. 1 (Univ. of Mich. Stephen M. Ross Sch. of Bus., Working Paper No. 1235, Mar. 2015).

[43] 参见前注[5],阿斯纳尔等人航空方向的论文。

续表

2016 年第四季度		2013 年第一季度	
机构	占比 (%)	机构	占比 (%)
先锋	6.21	普徠仕	5.30
贝莱德	5.96	贝莱德	4.50
富达	5.53	资本研究管理	4.30
道富	3.76	道富	3.70
摩根大通	1.31	富达	3.00
普徠仕	1.26	Bankmont 金融	2.80
纽约梅隆银行	1.22	曼宁 & 龙比亚咨询	2.80
埃格顿资本(英国)	1.10	唐纳德·史密斯	2.20

虽然 Primecap 基金在这两个时期都是最大的股东,但伯克希尔·哈撒韦(Berkshire Hathaway)在这期间内收购了7%的股份。相比之下,普徠仕持股从5.30%降到1.26%,但富达(Fidelity)则从3%增加到了5.53%。<sup>[44]</sup>

当人们意识到先锋集团、贝莱德集团和道富公司管理的指数基金也持有航空公司供应商[如埃克森美孚(Exxon)和波音(Boeing)]和客户[如通用电气(GE)、通用汽车(GM)、国际商业机器(IBM)]的股票时,机构投资者分散的利益加剧了问题的复杂性。对于指数基金来说,如果持有指数中所有公司(本质上是整个经济)的市场加权头寸,那么,航空公司的战略给基金投资组合带来的影响极其复杂,因为需要确定过度收

[44] 然而,这些持股排名所依据的数据[SEC Form 13F和委托投票说明书(proxy statement)]存在问题,原因如下:第一,数据不准确;第二,数据不完整,因为没有全面披露“卖空”股份和衍生品;第三,没有区分卖出权和投票权,这一点非常重要。仔细研究披露信息会发现,西南航空的投资顾问先锋集团有权卖出股票,而个别经理有权投票,并基于基金的利益、基金投资者的利益行使该权利。此外,惠普-康柏(HP-Compaq)、西维斯健康公司(CVS-Caremark)等竞争并购交易关于分裂投票(split vote)的报道显示,投票需要符合基金的利益,而不是“家族”的利益。这与阿斯纳尔等人的假设不一致。

费是否会(以及多大程度上)传递到最终的消费者。

虽然阿斯纳尔等人的分析主要关注指数基金,但是机构投资者持有的大部分基金都不是指数基金,他们也没有投资于某一行业的全部公司。<sup>[45]</sup> 但是,有一点很有启发性,那就是:在一个简单但不切实际的情况下,所有股东都持有指数基金,并因此持有相同的股份,这对管理战略的影响尚不明确。阿斯纳尔等人和波斯纳等人的研究中都隐含着这样一种假设:管理层旨在实现指数投资者的投资组合价值最大化。但就指数基金而言,这是对其竞争本质的误解。指数基金力求匹配特定的指数,潜在的最大总回报是相同的,也就是指数的表现。因此,指数基金的竞争主要在于成本(管理费),跟踪指数的准确性和客户服务。对于指数基金而言,“软竞争”并不会带来任何有益的影响。<sup>[46]</sup>

考虑非指数基金的持仓情况,会使策略演算变得复杂。面对本质上不同、相互冲突且不断变化的股东偏好(由不同的、持续变化的投资组合驱动),只有实现单一航空公司的价值最大化才能获得投资者的支持,而无须关注对竞争对手价值的影响。<sup>[47]</sup> 因此,由于投资者偏好的多样化,航空公司的管理者不可能根据投资者的偏好优化利润。

---

[45] 2015年年底,指数基金的股票投资总额约为4万亿美元。See Jan Fichtner, Eelke M. Heemskerk & Javier Garcia – Bernardo, *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re – Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, 19 BUS. & POL. 298, 299 (2017). 这约占美国企业25万亿美元总市值的16%。参见 <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?view=map>。随着指数商业模式的普及,指数基金已经成长起来,但市场占比仍不高。

[46] 实际上,相比化学品指数基金,很少有航空公司指数基金会从航空公司的利润增长中获利。

[47] 这是金融研究中的一个基本假设,公司的目标是实现自身价值的最大化。阿斯纳尔等人认识到,他们正在挑战金融文献中的一项核心假设:“金融研究中普遍存在的假设是,公司的目标是实现自身价值最大化,公司方针和投资者优化问题是可以分离的。我们的研究结果可以看作对这一假设的挑战。”参见前注[5],阿斯纳尔等人航空方向的论文,第55页。普遍存在的分离性假设是对费雪分离定理(Fisher Separation Theorem)的非正式应用,传统的引用是欧文·费雪(Irving Fisher)提出的利息理论(the theory of interest)(Macmillan,1930)。以公司目标为切入点探讨分离定理在公司法和金融上的应用。See Richard MacMinn, *The Fisher Model and Financial Markets*, 2005, chapter 4; Daniel Spulber, *Discovering the Role of the Firm: The Separation Criterion and Corporate Law*, 6 Berkeley Bus. L. J. 298 (2009).

更概括地说,  $MHHI\Delta$  被用作集中行业内平行持股的反垄断分析工具,其数值取决于机构投资者的持股对航空公司激励机制的影响程度。为了说明这一点,假设 4 家主要航空公司在某条航线上的份额相等,2 家主要的机构投资者分别持有每家航空公司 10% 的股份。如果每家航空公司都独立选择经营策略,并将其他航空公司利润的 10% 合并计算,将产生正的  $MHHI\Delta$ 。根据 O' Brien – Salop 的框架,  $MHHI\Delta$  大约等于 125。<sup>[48]</sup> 假设机构投资者将股权收益合并计算,航空公司在“古诺”(Cournot)框架内运营,选择利润最大化的经营策略,每个航空公司的投资者都有动机提高票价。另一方面,假设机构投资者的持股都由其单方面控制,  $MHHI\Delta$  提高到 750。<sup>[49]</sup> 相比之下,如果航空公司管理者忽略战略对机构投资者其他持股的影响,  $MHHI\Delta$  将等于 0。因此,  $MHHI$  框架对管理者考虑对股东其他投资的影响程度极其敏感。基于上述不同的情形,我们严重怀疑航空公司管理者会这么做,除非投资者享有控股权。<sup>[50]</sup>

虽然也存在例外,在最普遍的 O' Brien – Salop 模型中,  $MHHI$  取决于股份。但是这些股份可能源自内部(内生),即持股情况和航空公司的股价会相互影响。这给阿斯纳尔等人带来大量推理问题。将 O' Brien – Salop 模型应用于平行持股(非控制性)案例时,作者忽略了一个投资者持有 30% 的股份(可能是控制地位和内生)和其他 3 个投资者各

---

[48]  $125 = 0.1 \times 2 \times 25 \times 25$ , 参见前注[36]。

[49] 同上。由于“单方面控制”,所以  $MHHI\Delta = (1 + 0.2) \times 25 \times 25 = 750$ 。

[50] 在航空业研究中使用  $MHHI\Delta$  会引起以下问题。首先,该行业存在大量的产品差异化。先前对该行业的研究已经使用了伯特兰德(Bertrand)模型,在该模型下,航空公司选择价格而不是运输量。我们认为,在分析定价行为时,伯特兰德模型比古诺模型更适用于航空业的研究。然而,当关注运输量(和运力)问题时,古诺模型更具有潜在价值。詹姆斯·布兰德(James Brander)和 Anming Zhang 认为,古诺模型适用于分析双寡头市场。See James A. Brander & Anming Zhang, *Market Conduct in the Airline Industry: An Empirical Investigation*, 21 *Rand J. Econ.* 567 (1990). 布兰德和 Anming Zhang 利用承运人—路线平行持股的衡量标准,提供稳健性测试,他们指出,这可以用伯特兰德框架进行解释。同上。



持有 10% 的股份(不太可能是内生)之间的因果区别。<sup>[51]</sup> 我们将在下文更详细地讨论控制或接近控制的影响力水平是现有法律框架和执行政策的关键要素。

为了进一步探讨“控制”,我们重申,阿斯纳尔等人依赖的模型暗含了一种假设——公司考虑了股东在同业竞争者的持股,并以实现股东的加权平均利润最大化为目标。平行持股情况下这合理吗? 这是否比一般利润最大化的假设更精准地代表了航空公司的利益? 个别航空公司管理者是否真的考虑了机构投资者持有竞争对手股票这一事实? 鉴于投资者持股的多样性,他们会如何做? 更广泛地说,我们思考,管理者在多大程度上追求利润最大化以外的目标? 如果他们确实追求利润,在他们看来是长期还是短期的利润?

这对阿斯纳尔等人分析的核心理论动向提出了质疑: O’ Brien – Salop MHHI 框架从交叉持股扩展到平行持股。关键问题在于平行持股如何以及在多大程度上产生影响。毫无疑问,像美国航空业这种寡头垄断行业,航空公司非常了解竞争对手的商业策略和行动。因此,一个可能的结果是,每个公司出于自身利益,认识到市场在不那么集中的情况下,不贸然降价或增加产量是有利的。但是,在平行持股的情况下,难以确定关键定价和商业决策将如何受到影响。

假设,在某种程度上,行业内的企业通过某种默许的形式将价格设定在特定水平上。那么,为什么我们会怀疑平行持股会促使公司及其竞争对手转向风险更高、价格更高的定价? 为什么我们怀疑这个结果是可持续的纳什均衡? 本质上,计算 HHI 和 MHHI 似乎并不合理。但是我们并不能排除这种可能,特别是如果存在支持与第一个假设相符的共谋结果的交流,我们仍然对不明确的框架持高度怀疑态度。我们仍然没有

---

[51] 根据推论,若分析只关注持股对股价的影响而不关注反向因果关系,很可能会夸大其影响力。这点在下文中得到进一步发展: Pauline Kennedy, Daniel P. O’ Brien, Minjae Song & Keith A. Waehrer, *The Competitive Effects of Common Ownership: Economic Foundations and Empirical Evidence* (July 2017)。肯尼迪等人对航空公司股价的核心实证分析中,运用了伯特兰德框架。See also Daniel P. O’ Brien & Keith Waehrer, *The Competitive Effects of Common Ownership: We Know Less than We Think*, 81 *Antitrust L. J.* 729 (2017) .

发现有任何证据表明公司管理层考虑了股东的其他投资。

## 2. “能力”论证

阿斯纳尔等人理论实例的第二部分,是关于股东对管理者施加影响的能力,目的是缓和竞争并使投资者投资组合价值最大化。针对同类型股东的利益,股东如何施加影响,尤其是在会损害单个航空公司利益的情况下。

第一种可能是通过股东对董事、股东提案或公司并购进行投票。但是,没有任何证据表明股东对竞争策略进行投票,也没有证据表明董事对相关竞争策略展开讨论。代理权公告中涉及的信息仅限于任职资格、专业知识和其他管理者职位以及董事的持股和薪酬。<sup>[52]</sup> 总之,股东无法通过投票来减少竞争。

第二种可能是股东就管理者薪酬进行表决,促使管理者减少竞争。但实际上股东投票对高管薪酬的影响有限,这种情况也不太可能发生。2011年以前,公司只需就股权薪酬计划的高级条款征求股东同意并由其定期批准年度激励(如奖金)计划条款。但是2011年以后,股东定期(通常是1年)对高管薪酬的各方面事项进行非约束性的“薪酬决定权”投票。总的来说,“薪酬决定权”提案以92%的赞成票获得通过,没有理由认为这将影响高管薪酬。<sup>[53]</sup>

第三种可能是游说。回到第一个假设和第一部分的讨论。投资组合经理促使航空公司形成卡特尔,这一行为使她和航空公司都违反《谢尔曼法》第1条,投资组合经理也要承担连带责任。尽管我们尚未对营收电话会议的公开有用信息进行研究,但并无实质性证据证明机构投资

---

[52] 参见达美航空公司:委托投票说明书(proxy statement)(表14A)第15~21页、第22页和第60~63页(2016年4月29日)。

[53] Rajeev Kumar, 2016 Annual Corporate Governance Review 10 (2016). But See Miguel Antón, Florian Ederer, Mireia Giné & Martin Schmalz, *Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives* (Eur. Corp. Governance Inst., Working Paper No. 511/2017, Rev. Feb. 2018)(管理者会因为对手的表现以及自己的表现而获得奖金)。

者组织了航空业卡特尔。<sup>[54]</sup>

第四种可能是退出。<sup>[55]</sup> 活跃的管理层股东可以通过威胁退出的方式施加影响,但持有股份的投资者不会这么做,因为公司是基金追踪的指数的一部分。但从某种程度上说,管理层很可能忽视了那些只能继续持有的投资者。

## (二) 实证论证

如果阿斯纳尔等人只是对 MHHI 框架扩展到平行持股作理论论证,那么分析将仅限于质疑理论论证。最引人注目的是阿斯纳尔等人的实证观点:多元化机构投资者的集中持股使机票价格上涨 10%。这引发了对股权集中度的提高将产生竞争效应的严重质疑,也验证了 MHHI 框架在反垄断分析中的应用。其合理性有待商榷,我们将在下文回顾实证案例。

### 1. 对因果关系的质疑及“工具变量”分析

阿斯纳尔等作者对航空公司集中度和机票价格之间的关系进行了详细的实证分析。本文根据 2001 年第一季度到 2014 年第四季度个别航线的机票价格,分析票价和航空公司集中度、机构投资者持股集中度的关系。<sup>[56]</sup> 具体而言,基本(航线水平)回归模型采用以下形式(航线和航空公司下标被省略):

$$\log(p_t) = \beta \text{MHHI}\Delta_t + \gamma \text{HHI}_t + \theta X_t + \varepsilon_t$$

HHI 即赫芬达尔指数(herfindahl – hirschman index),反映机构持股情况,MHHI $\Delta$  是 HHI 的增量,(如奥布莱恩和萨洛普提出的那样),X 是外生控制变量(exogenous control variables)的向量,也是时间和市场时机承运人固定效应(fixed effects)的向量。

正如肯尼迪(Kennedy)等人所指出的,尽管这种包括 HHI 变量的

[54] 美国司法部显然没有对航空公司提出任何指控就结束了调查。See Vanessa Page, *Justice Department Said to Be Dropping Airline Collusion Case*, Investopedia (2017 年 1 月 13 日)有一项指控航空公司合谋限制运力的私人集体诉讼悬而未决。

[55] 概述, see Alex Edmans, *Blockholders and Corporate Governance*, 6 Ann. Rev. Fin. Econ. 23 (2014).

[56] 美国司法部反垄断司和私营部门已利用 DB1B 数据库评估航空公司合并。数据库的使用举例,参见 Mark Israel, Brian Keating, Daniel L. Rubinfeld & Bobby Willig, *Airline Network Effects and Consumer Welfare*, 12 Rev. Network Econ. 287 (2013)。

“简化式”方程有其理论基础,但没有任何依据支持加入  $MHHI\Delta$  变量。事实上,作者提供了一个令人信服的观点:一个适当的规范将考虑到这样一个事实,即  $MHHI\Delta$  对航空公司定价的影响将取决于个别航空公司的股权份额。例如,可以想象  $MHHI\Delta$  的影响取决于投资组合中传统航空公司和低成本航空公司的组合。例如,如果投资组合中只包括传统航空公司,那么,机构投资者很可能会反对在受时刻限制的机场增加起降班次,然而,在  $MHHI\Delta$  不变的情况下,投资于包含几个低成本航空公司的投资者,持相反观点。由于个别航空公司股份不同, $MHHI\Delta$  可以有相反影响,因此,在解释平行持股变量效力的模型中加入交互变量,对了解这一潜在问题是有用的。然而,肯尼迪等人未提供完全规范的“简化式”模型,而是选择解释其实证分析,并以此作为阿斯纳尔等人论文的稳健性测试。

由于集中可能会对机票价格产生积极影响,因此在这一“简化式”方程中加入  $HHI$  变量是合适的。问题在于加入  $HHI$  的改进变量  $MHHI\Delta$  是否合适。将  $MHHI\Delta$  纳入机票价格回归将产生有趣的相关性,同时提出一个发人深省的问题。作者认为, $MHHI\Delta$  衡量了交叉持股在寡头竞争的古诺模型中可能产生的增量影响。作者进一步声称,平行持股使航空公司的反竞争激励机制发生巨大变化。

我们对阿斯纳尔等人的框架有几个实质性的担忧。第一,阿斯纳尔等人没有正式研究  $HHI$  变量的内生可能性。<sup>[57]</sup> 这可能是他们分析的重要局限,因为  $HHI$  指标和  $MHHI\Delta$  变量一样可能是内生的。<sup>[58]</sup> 实际上,在选择用于解决  $HHI$  内生性的“工具”后,肯尼迪等人发现机构投资者的持股并不影响股价。<sup>[59]</sup> 此外,根据银行业分析报告和向证券交易委员会披露的机构投资者持股数据的季度报告(13F),雅各布·格拉姆里奇(Jacob Gramlich)和塞拉芬·格兰德尔(Serafin Grundl)避免了内生性

---

[57] 作者确实注意到了这个问题,他们提供了各种反向因果关系的检验,但没有进行工具变量处理。

[58] 阿斯纳尔等人在回归分析中使用工具处理  $MHHI\Delta$  变量的内生性。关于  $HHI$  变量的内生性,作者需要假定第二个工具。

[59] 正如作者指出的,他们的文章由机构投资者行业提供赞助。

问题,并且发现,平行持股对价格或产量几乎不产生竞争性影响。<sup>[60]</sup>

第二,为了应对航空业研究中对 MHHIΔ 变量内生性的担忧,作者提出,2009 年主动型管理者贝莱德对大型指数投资者巴克莱全球投资 (BGI) 的收购有可能成为一种“工具”,通过工具变量估值 (instrumental variables),作者可以处理内生性(或“反向因果关系”)问题。贝莱德和巴克莱的合并改变了主要航空公司的股权集中度,从各持股约 3% 变为合并后共持股约 6%,这足以影响机票价格,因为这将使管理者更多地考虑投资者在竞争对手公司的持股。基于上述原因,我们发现理论上这是不可信的。

解释贝莱德和巴克莱合并的变量在不同程度上改变了航空市场中 MHHI 的数值,这在实践中并不可信。“工具变量”分析利用与可变利益(机票价格)相关但不存在因果关系的变量模拟自然实验。航空业是一个有趣的实验室,这里市场庞大[阿斯纳尔等人使用“机场对 (airport pairs)”作为相关市场],由不同的航空公司组合提供服务,因此贝莱德与巴克莱合并导致的 MHHI 数值变化在不同的航空市场也会有所不同。基本思路是,把并购视为一种“处理”,不同程度地应用于不同市场,然后观察其影响(在 MHHIΔ 较高的市场,机票价格是否上涨更多?)很遗憾,尽管上述合并可以视为某一特定时刻的自然实验,但由于股份增幅不大,因此无法解释 MHHIΔ 的时间序列构成 (time - series component)。<sup>[61]</sup>

实质上,如果没有一个理论/模型来说明这一次的变化(该变化会持

---

[60] Jacob Gramlich & Serafin Grundl, *Estimating the Competitive Effects of Common Ownership* (Bd. of Governors Fed. Reserve Sys. Working Paper No. 2017 - 029, Apr. 21, 2017). 作者质疑 Form 13F 数据的可信度(当然,对阿斯纳尔等人来说同样是个问题)。顺便提一下,我们认为艾尔豪格的说法不能令人信服,这篇文章并没有说服力,因为它使用了持股水平而非股份。经格拉姆里奇(Gramlich)和格兰德尔(Grundl)确认,如果他们使用股份而不是持股水平来衡量所持股份,结果不会有显著差异。

[61] 正如艾尔豪格强调的一样,阿斯纳尔等人同样发现 MHHIΔ 和运输量之间存在负相关关系。See Einer Elhauge, *The Growing Problem of Horizontal Shareholding*, *CPI Antitrust Chron.*, Spring 2017, pp. 1, 1 - 8; 参见前注[5],阿斯纳尔等人的航空方向论文。虽然具有相关性,但鉴于内生性问题没有完全解决,这一证据不一定支持因果推论。

续进行)将如何改变公司层面的战略选择,我们就无法评估实证结果的意义。问题是,阿斯纳尔等人提供了至少两种竞争模型,说明增加MHHI会对战略产生影响:通过薪酬的渠道,以及通过取代或阻止活跃型对冲基金对特定公司进行积极干预。由于操作模型不同,增加MHHI的影响也会不同。例如,一个大股东发表意见就可以开启薪酬这一渠道,而第二个渠道则需要多个平行持股股东投票反对(或表示愿意投反对票)积极的竞争战略。在基本机制没有更显著特征的情况下,尚不清楚该工具(贝莱德一次性增加持股)如何解释阿斯纳尔等人通过实证分析发现的随时间变化的情况。

第三个问题与分析中一个关键工具变量的时间有关。2009年贝莱德收购巴克莱,比航空业发生重大变化[达美航空收购西北航空(Northwest)]晚了1年。<sup>[62]</sup>与此同时,2009年大衰败的不利影响也在减弱。航空公司的燃料成本逐渐下降,利润率和总体利润普遍升高。<sup>[63]</sup>2010年,联合航空收购大陆航空(Continental),进一步改善了航空公司的主要布局(虽然在实现预期效益方面,联合航空经历了比达美航空更为困难的转型)。

这些同时期航空公司的并购[以及后来西南航空和穿越航空(Airtran)的合并、美国航空和全美航空(US Airways)的合并]提供了两种假设,可以为股价变化提供更为“传统”的解释。第一,服务质量提高,但价格不变甚至降低;第二,质量提高但价格上涨,上涨原因是航空公司集中度提高(而非航空公司股权集中度提高)。<sup>[64]</sup>阿斯纳尔等人的证据不具有说服力,机票价格上涨是由于贝莱德和巴克莱的合并,而不

---

[62] See Mark Israel, Brian Keating, Daniel L. Rubinfeld & Robert D. Willig, *The Delta – Northwest Merger: Consumer Benefits from Airline Network Effects* (2008), *The Antitrust Revolution* 576 (John E. Kwoka, Jr. & Lawrence J. White eds., 6th ed. 2014).

[63] See Robert S. Pindyck & Daniel L. Rubinfeld, *Microeconomics* 318 – 320 (9th ed. 2018) (如“9.3: 航空业监管”)。

[64] 与我们的结论相反,如果模型设定正确,则阿斯纳尔等人回归分析中的HHI变量有可能得出该结论。

是这些非传统的、看似合理的解释。<sup>[65]</sup>

最后,我们发现,西南航空是对机票价格施加最大下行压力的廉价航空。然而,随着西南航空提高成本并加大对微型航空枢纽的投资,压力有所缓解。另外,西南航空对穿越航空的收购使另一个廉价航空退出了市场。上述行业变化(包括大规模整合)与主要航线机票价格上涨的关系,比贝莱德收购巴克莱更为密切。<sup>[66]</sup> 通过使用最新的优化技术,航空公司同样可以实现利润最大化。事实上,通过整合、改进效益管理和相关软件,机构投资者增持航空公司股票具有一定经济意义。我们对潜在因果关系的质疑,在肯尼迪等人的文章和奥布莱恩和韦勒最近的一篇评论中也有所体现。<sup>[67]</sup> 虽然作者可能提出支持投资者的观点,<sup>[68]</sup> 但我们仍然同意作者以下观点:

由于市场份额和 MHHI 可能与影响股价的因素有关,而这些因素并没有作为解释变量列入回归方程中,因此回归估值可能表明 MHHI 和股价之间的关系。在合理的条件下,因为与平行持股无关,所以两者关系为正相关。<sup>[69]</sup>

## 2. 对稳健性(robustness)的质疑

针对观察单位和模型设定的变化,我们对阿斯纳尔等人研究结果的

[65] 针对内生性问题,作者提出一系列关于 MHHI $\Delta$  和 HHI 变量的提前与滞后(leads and lags)回归,发现 MHHI $\Delta$  的滞后与价格相关,但提前与价格无关。他们指出,这些结果降低了反向因果关系的可能。参见前注[5],阿斯纳尔等人航空方向的论文,第 26 页。在其他条件相同的情况下,格兰杰因果关系检验(Granger causality tests)确实可以提供有用信息。但是,我们并不就此认为这具有说服力,因为这些检验忽略了其他因果定价解释。See, e. g., James D. Hamilton, *Time Series Analysis* ch. 11 (1994); see also Anil Seth, *Granger Causality*, *Scholarpedia* (2007) (“格兰杰因果关系的实现完全取决于对变量的选择。显然,没有被纳入回归模型的因果因素不能体现在运输量上”)。

[66] 我们还有一些可能具有(也可能没有)实证意义的批驳。一是联营航班(code-share)的收入主要分配给营运航空公司而非营销航空公司;二是 MHHI 的计算是基于利润而不是票价,这意味着成本随时间的变化有助于解释阿斯纳尔等人的回归结果。

[67] 参见前注[51],肯尼迪等文,以及奥布莱恩和韦勒文。

[68] 奥布莱恩和韦勒透露,他们的研究一部分由美国投资公司协会资助。参见前注[51],奥布莱恩和韦勒文。

[69] 参见前注[51]。

稳健性质疑。作者最新的论文中囊括了广泛的稳健性检验,这值得称赞,但与所有同类实证论文一样仍有不足。这项航空业研究和相关银行业研究有可能推动法律和政策的制定,因此需要跟踪调查,但同时仍有很大的改进空间。对稳健性的关注是否有经验意义,需要作者或其他评论人士进一步分析。

第一个稳健性方面的担忧与市场界定有关。相关市场通常由城市对(city pairs,将相应的机场纳入城市定义中并根据城市决定)而非机场对(airport pairs)决定。因此,作者的基本分析使用了错误的微观单位。很多情况下,使用机场对作为相关市场,很可能导致市场 HHI 和 MHHI 显著高于由城市对界定的市场的正常水平。例如,联合航空是旧金山至纽瓦克航线上的主要航空公司。但是,联合航空在同一相关市场(旧金山—肯尼迪,奥克兰—拉瓜迪亚)的其他机场对上,面临来自捷蓝、西南航空、美国航空、达美航空、维珍航空(Virgin Atlantic)的激烈竞争。<sup>[70]</sup>根据作者的研究报告,如果能够加强对基于城市对的回归分析,这可能是次要的问题。<sup>[71]</sup>

第二个稳健性方面的担忧与廉价航空公司和超廉价航空公司的影响有关。我们怀疑 MHHI $\Delta$  可能是其他航线特征的代理变量,例如廉价航空公司份额。在有廉价航空公司存在的航线上,MHHI $\Delta$  可能会更低,主要航空公司也将面临降价压力。鉴于此,应该用一套完整的廉价航空公司交互作用来评估模型。作者还加入了一个指示变量(indicator variable)用以反映廉价航空公司是否在一条航线上运行,但这对个别航空公司航线竞争性质的不完全统计,并不能完全消除我们的担忧。<sup>[72]</sup>

---

[70] 联合航空收购大陆航空诉讼案中,法院同意本文的一位作者(鲁宾费尔德)的观点,支持相关市场包括奥克兰国际机场、旧金山国际机场,以及肯尼迪机场、拉瓜迪亚机场和纽瓦克机场。

[71] 每个城市的不同机场可能定义为不同的相关市场,相关市场的判断是极为困难的。在马拉内等人诉 UAL 公司(Malaney, et al v. UAL Corp.)案中,辩方专家鲁宾费尔德(本文作者之一)证实了旧金山相关市场包括奥克兰国际机场、旧金山国际机场,但是不包括圣何塞机场。Azar 等人没有明确说明稳健性检验中如何定义“城市对”。

[72] 肯尼迪等人在他们的回归分析中加入第二个(HHI 驱动型)工具——罗素 1000 指数(Russell 1000 index)中加入每个“市场”的航空公司数量。参见前注[51],肯尼迪等文。



此外,模型还以各航空公司的平均客运量为权重进行评估。这表明,结果基本由大型航线驱动。如果模型只对大型航线进行评估,我们怀疑结果是否成立。<sup>[73]</sup> 作者通过集中度变量(HHI)与MHIIΔ变量的相互作用,对此问题进行了部分检验,发现结果呈递增趋势且具有统计学意义。对于阿斯纳尔等人的实证发现,一个合理的替代解释是,由于更大的市场力量、更高的效率或两者的结合,主要航空公司在这些航线上利润率更高。

### 3. 对影响方式的质疑

关于可能的影响方式,阿斯纳尔、波斯纳和合作作者基于米格尔·安东(Miguel Antón)、弗洛里安·埃德勒(Florian Ederer)、梅瑞亚·吉内(Mereia Giné)和马丁·施马尔茨撰写的一篇文章,认为管理者利益与多元化投资者利益相匹配的薪酬结构是一个看似合理的影响方式。安东等人认为,公司针对薪酬有差别地使用“相对绩效评估”(RPE)法,可以解释竞争对手行为的相互依赖性,特别是在寡头垄断行业。<sup>[74]</sup> 具体而言,作者认为在交叉持股较高的行业不大可能利用相对绩效评估法,即使使用也不具有稳健性。他们提供了一个模型,在这个模型中,当公司由不同的投资者所有,或者每个公司的战略决策不影响其他竞争对手时,相对绩效评估法得到最佳应用。正如作者在早期草稿中简要论证的那样,当“一家公司持股最高的股东同时持有该公司竞争对手的大量股份时,股东不会激励管理层积极竞争……相反,他们选择根据行业利润奖励高管,但并不考虑利润从何而来……”<sup>[75]</sup>

从不同视角研究相同问题可以得出截然相反的结论。<sup>[76]</sup> Kwon

[73] 其他深度评论,参见 John Woodbury, *Paper Trail: Working Papers and Recent Scholarship*, Antitrust Source (Dec. 2014), [www.americanbar.org/content/dam/aba/publishing/antitrust\\_source/dec14\\_paper\\_trail\\_12\\_16f\\_authcheckdam.pdf](http://www.americanbar.org/content/dam/aba/publishing/antitrust_source/dec14_paper_trail_12_16f_authcheckdam.pdf)。

[74] 参见前注[53],安东等文。在他们银行业方向的论文中,安东等人认为,对管理层的激励在一定程度上与股东的反竞争利益相一致:当行业被更多人共同拥有时,高管们因本公司业绩获得的薪酬减少,而从竞争对手业绩中获得的将会增加。参见前注[5],阿斯纳尔等人银行竞争方向的论文。

[75] Antón et al., *Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives 4* (Cowles Found., Discussion Paper No. 2046, 2016), [ssrn.com/abstract=2885826](http://ssrn.com/abstract=2885826)。

[76] 参见 Heung Jin Kwon, *Executive Compensation Under Common Ownership* (2017年1月30日)(未发表手稿)。

(2017年)使用相同的 Execucomp 数据库,但采用不同的实证规范进行研究,发现自然竞争对手的平行持股越高,相对绩效评估使用得就越多。两篇结论相悖的论文对对方的稳健性分析都提出了质疑。

要理解这次争论,我们需要后退一步。在协调管理者和股东利益时,将报酬与股价挂钩是不合理的,管理者基于整体市场价格的变动得到奖励或遭受惩罚,这与管理者的工作效率无关。从委托代理的角度看,单一股东真正关心的是他们的首席执行官(CEO)在多大程度上胜过其他 CEO。<sup>[77]</sup> 实现此方法的薪酬结构称为“相对绩效评估”。

安东等人指出 RPE 的一个潜在缺点:它激励管理者与行业中的其他公司竞争,即使鉴于市场结构,“软”竞争是首选。安东等人提出,在 MHHI 高的市场中,RPE 的使用是否比 MHHI 低的市场更少? 在一项跨行业研究中,安东等人发现 MHHI 与 RPE 使用之间存在相关性。

从方法论上讲,评估 PRE 的影响极为困难。首先,观察 RPE 不是一件容易的事,因为薪酬委员会在加薪时,会在多大程度上奖励相对或绝对绩效无法确定;其次,RPE 已经被广泛使用,许多公司都使用某种形式的 RPE;再次,预期薪酬和实际薪酬之间可能存在很大差异,哪一种薪酬对激励的影响更大仍然未知;最后,薪酬数据一直都没有以标准化格式公开,商业服务机构提供的数据是错误的。

对阿斯纳尔等人来说,航空业是评估平行持股反竞争效应的试验田。他们应该预测主要航空公司 PRE 水平较低。然而,情况并非如此。将 2015 年代理权公告作为一个有价值的研究窗口,我们发现,在美国:

2015 年 4 月,帕克(Parker)请求以股权激励的形式获得 100% 的直接薪酬,薪酬委员会同意并履行了对绩效支付的承诺,进一步协调了他与股东之间的利益关系。帕克将不再领取基本工资,也不再参与公司 2015 年的短期激励计划。此外,帕克在 2015 年的股权薪酬目标大部分是基于绩效的,如果有的话,他将在 3 年后得到这笔薪酬,按照预先约定的航空公司团体 3 年税前相对利润率计算。税前相对利润率是衡量航空业相对财务业绩的最有效指标……帕克在 2015 年的直接薪酬总目标

---

[77] 关于相对绩效价值的深度理论分析,参见 Bengt Holmstrom, *Moral Hazard in Teams*, 13 Bell J. Econ. 324, §4 (1982)。

仍远低于达美航空和联合大陆航空的同行。<sup>[78]</sup>

达美航空采用了相似的方法(虽然没有那么极端):

“达美航空的高管薪酬计划与为持股人创造长期价值的目标相契合。这将长期奖励的终极价值与商业成功的关键指标紧密联系在一起,其中包括投入资本回报、与航空公司同行和客户服务绩效相关的年平均运营利润率、股价表现以及公司的持续就业。”<sup>[79]</sup>

虽然与阿斯纳尔等人的预测不一致,但从公司治理的角度看,航空业中经常使用PRE并不意外。股东长期以来一直在推动RPE。例如,关于高管薪酬,先锋集团做出以下规定:

#### 绩效工资

薪酬应该激励并奖励为公司利益相关者创造价值的行为。因此,我们认为,高管薪酬的很大一部分应该与财务和/或运营结果挂钩,这些结果:(a)反映了高管的决策和成就;(b)有助于创造长期价值。相应地,在与公司相关的业务或产品周期中,激励机制应该是奖励相对出色的业绩,而不是股价的普遍上涨或其他整体市场趋势。虽然奖励长期业绩是合理的,但只要能够鼓励高管持续创造价值,某种程度上短期激励(如年度)也是恰当的。<sup>[80]</sup>

作为对2011年机构投资者调查的回应,机构股东服务(ISS)现在将RPE纳入绩效——薪酬匹配评估,并强烈建议使用。重要的是,先锋集团和ISS都不建议也不允许集中市场中的公司采取不同的薪酬方

[78] 参见美国航空:委托投票说明书(proxy statement)38(2015年4月22日)。美国航空2016年4月29日的委托投票说明书延续了这种做法。“基于工作表现授予的限制性股票(RSU)的授予时间不得早于2018年4月,条件是公司在2015年1月1日至2017年12月31日三年期间,实现税前利润率(不包括特殊费用)等于由达美航空、联合大陆航空、西南航空、捷蓝航空、阿拉斯加航空、精神航空和维珍航空组成的同行集团的加权平均。”See Am. Airlines Grp., Proxy Statement 60(2016年4月29日)。

[79] 参见达美航空委托投票说明书(68-69)(2015年4月30日);联合大陆航空委托投票说明书(42)(2015年4月24日);西南航空委托投票说明书(2015年4月6日)。

[80] 参见先锋集团:《我们的治理和高管薪酬原则》(Our Governance and Executive Compensation Principles)(2018年)。

式。<sup>[81]</sup> 有很大比例的中小机构投资者遵循 ISS 建议,薪酬委员会也是如此。<sup>[82]</sup> ISS 指南对高管薪酬的设计产生重要影响,但同时也给使用 PRE 带来了其他问题。绝大部分的股东都遵循 ISS 的建议,但指南并未对公司加以区分,这使 PRE 的作用并不明显。

在他们最新的文章里,阿斯纳尔等人提出了一个新的影响方式。他们认为,偏好“软竞争”的大型多元化机构投资者可能排挤了那些专注于公司自身价值最大化的活跃股东,即使这样做并不能实现行业价值最大化。<sup>[83]</sup> 只持有一家主要航空公司大约 16% 股份的指数基金,几乎不可能阻止活跃型对冲基金进行大量收购(如 9%)。巴菲特在短时间内实现大比例收购就是最好的例证。

平行持股股东偏好软竞争(甚至“消极”竞争),这使活跃型对冲基金更难对公司施加影响,从而阻止他们进行投资。这让人难以置信。首先,活跃型对冲基金非常擅长股权收购以及说服机构股东相信计划的优点。<sup>[84]</sup> 尽管已经有几十家活跃型对冲基金参与其中,但我们无从所知目标管理层是否参与了过度竞争。更重要的是,对冲基金提供了很好的警示作用(kick in the pants)。

其次,阿斯纳尔等人假设,管理层听取(或期待)大股东的意见,而不是大股东成功地说服小股东支持他们(因此他们在分析中忽略了小股东)。在这种模式下,人们会认为,某一航空公司出于对广泛的多元化股东的尊重而做出的任何利润牺牲都会被套利耗尽,除非多元化股东行使了某种程度的控制权。要理解这一点,假设在 X 航空公司,管理层牺牲公司利润(参与“软竞争”),因为他们的管理是为了实现两个最大的股东——贝莱德集团、先锋集团的利益,这两家公司分别持有所有主要公共航空公司 7% 的股份。在阿斯纳尔等人的框架中,这为活跃型基金的

---

[81] 参见机构股东服务公司(Institutional Share – Holder Services, Inc.):《关于美国薪酬政策的常见问题》(11)(2014年)。

[82] 参见前注[53],库马尔文(当 ISS 建议支持时,95%的中小机构投资者对薪酬决议表示支持;当 ISS 建议反对时,支持者只剩下 68%)。

[83] 参见前注[5],阿斯纳尔等人航空方向的论文。

[84] See Kahan & Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. Pa. L. Rev. 1021 (2007); Kahan & Rock, *Anti – Activist Poison Pills*, working paper (2017).

参与创造了机会：活跃型对冲基金或共同基金可以低价买入大量头寸（大于7%），这反映了公司在先前激烈竞争中的利润损失，并在成为两个最大的股东后，控制公司转向激烈竞争，然后再以更高的股价卖出，从而赚取附加利润。

这个例子表明了阿斯纳尔等人的单边效应框架，在面对不受控制的“平行持股”时的局限性。在缺乏控制权的情况下，任何出于对股东其他持股的尊重而牺牲公司利润的行为，将会为股东提供一个有利可图的投资机会，因为股东认为，自己可以将战略转向单一公司价值最大化。这就解释了为什么控制权对最初的奥布莱恩和萨洛普分析如此重要，以及为什么控制权在执行政策中扮演如此关键的角色。

### 三、交叉持股和平行持股的反垄断分析

本节中，第一部分研究《谢尔曼法》在多大程度上适用于助长卡特尔形成的机构投资者，并表明其中巨大的反垄断风险。第二部分审视阿斯纳尔等人提出的具有争议性的观点——即使没有任何直接证据表明参与共谋是有罪的，但低于10%的平行持股也可能构成反竞争。这一部分，我们将根据《克莱顿法》第7条，对潜在的反竞争收购进行反垄断分析。现有的文献主要关注产生控制影响或重大影响的股票收购，但从未提出贝莱德、先锋集团或道富公司等机构的持股情况会违反《克莱顿法》第7条。

#### （一）法律框架

《克莱顿法》第7条的部分规定：

任何人都不得直接或间接地取得其他商业公司的全部、部分股票，或其他股份资本；任何受联邦贸易委员会管辖的人都不得取得从事商业或任何有影响力的商业活动的人（1人或1人以上）的全部或部分资产，如果在该国任何商业领域或任何有影响力的商业活动，这类收购、股份或资产，或通过投票或准予代理权等其他方式而取得使用权，都将实质

上削弱竞争,旨在形成垄断。<sup>[85]</sup>

与此同时,“仅为投资豁免”规定:对于仅为投资目的而购买股票,而非通过投票或其他方式造成或企图造成竞争实质性削弱的人,本条不予适用。<sup>[86]</sup> 平行持股或交叉持股的反垄断分析在这一法律框架下进行。

## (二) 相关判例法

尽管第7条的措辞以及最高法院的主要判例,<sup>[87]</sup>都强调在“初期”遏制反竞争行为,<sup>[88]</sup>“这类收购、股份或资产,或通过投票或准予代理权等其他方式而取得使用权,都将实质上削弱竞争或旨在形成垄断”,<sup>[89]</sup>但法律语言只有在适用中才有意义。接下来,我们将回顾为数不多的判例法和实施历史。<sup>[90]</sup>

美国最高法院处理的唯一一个交叉持股案件是1957年的美国诉杜邦公司案(U. S. v. E. I. Du Pont de Nemours & Co.)。<sup>[91]</sup> 杜邦参股通用汽车(GM)的故事是公司治理史上著名而重要的一章。<sup>[92]</sup> 1917年,皮埃尔·杜邦领导杜邦公司将一战中获利的2500万美元用来购买通用汽车的股票。在战后经济衰退期间,通用汽车[更确切地说,是创始人兼首席执行官威廉·杜兰特(William C. Durant)]陷入财务危机,杜邦公司和摩根等公司承担了杜兰特的债务和他所控制的股票。众所周知,皮埃尔·杜邦搬到纽约担任总裁,并与小艾尔弗雷德·斯隆(Alfred P. Sloan, Jr.)合作重组了通用汽车,创建了这个现代化、多业务部门的管理公司。尽管杜邦分别在1923年、1928年和1940年从通用汽车总裁、

---

[85] 15 U. S. C. § 18.

[86] 同前注[85]。

[87] 美国诉费城国民银行案(United States v. Phila. Nat'l Bank) [374 U. S. 321 (1963)]. 在美国诉公民和南部国家银行案(United States v. Citizens & Southern National Bank) [422 U. S. 86 (1975)]中,平行持股是该案的一个争议点,但是在特殊背景下并没有提出更普遍的见解。

[88] Philadelphia National Bank, 374 U. S. at 362.

[89] 15 U. S. C. § 18.

[90] 详细讨论参见前注[10]。

[91] 353 U. S. 586 (1956).

[92] 详细解释参见 Alfred D. Chandler, JR. & Stephen Salsbury, Pierre S. Du Pont and the Making of the Modern Corporation 433-604 (1971)。

董事长和董事会上辞职,但杜邦公司仍然持有通用汽车的股份。

20世纪40年代,通用汽车和杜邦公司(杜邦)都跻身全球企业巨头之列。1946年,司法部开始调查拆分通用汽车。<sup>[93]</sup> 1948年,作为调查的一部分,美国提起诉讼要求拆分杜邦公司和通用汽车,并要求杜邦剥离在通用汽车23%的股份。美国司法部反垄断局负责人表示,主要问题在于“行业内经济实力集中,只由少数几家大公司控制”。<sup>[94]</sup>

政府援引《克莱顿法》第7条指控杜邦公司,称其通过交叉持股,在向通用汽车供应面料和饰面方面获得了非法优势并很有可能形成行业垄断。<sup>[95]</sup> 因此,从表面上看,此案涉及纵向限制竞争。

最高法院将第7条描述为“旨在初期阶段阻止一家公司收购竞争对手公司全部或部分股份造成竞争实质性减损,或造成对相关市场的限制或垄断……”。<sup>[96]</sup>

以现代标准来看,这种纵向限制竞争不堪一击。通用汽车辩称,公司在面料和饰面上的总用量在相关市场上的占比微不足道(比重分别为1.6%、3.5%)。甚至在法院看来,反竞争效果也不明显。但问题在于,通用汽车大约67%的饰面和50%的面料由杜邦公司供应。法院力图说明杜邦公司利用持股比重和关系怂恿通用汽车购买他们的面料和饰面。但无论杜邦公司施加何种压力,持股目的都不大可能是促进面料和饰面的销售:1947年,杜邦公司持有通用汽车股票的价值大约是20亿美元,而每年产品销售额只有大约2200万美元。<sup>[97]</sup>

即使在当时,反竞争损害理论也受到质疑,<sup>[98]</sup> 所以最好把它看作一个“大即是恶”的案例,在当时的反垄断执法时期,这是一个令人信服的观点。如果今天提起同样的诉讼(例如,假设微软持有通用汽车23%的股份,并借此让通用汽车购买微软的Office系统),结果大概率会截然相

[93] Mark J. Roe, *Strong Managers Weak Owners* 131 (1994).

[94] 同上。

[95] *Du Pont*, 353 U. S. at 589.

[96] 同上。

[97] See Edward B. Rock, *Controlling the Dark Side of Relational Investing*, 15 *Cardozo L. Rev.* 987, 996 - 98 (1994).

[98] See Jesse W. Markham, *Merger Policy Under the New Section 7: A Six - Year Appraisal*, 43 *Va. L. Rev.* 489 (1957).

反。此案目前的作用是作为某一主张的引证,即《克莱顿法》第7条的目的在于补充《谢尔曼法》及“在托拉斯或垄断产生的初期就加以阻止”。<sup>[99]</sup> 尽管如此,自20世纪70年代以来,最高法院从未援引过此案,即使只是援引这一主张。

有趣的是,自杜邦案以来,“部分收购”的案件非常少。最高法院还未审理过类似案例。在上诉法院一级,主要案件是美国诉美国奶农公司(U. S. v. Dairy Farmers of America)<sup>[100]</sup> 大型奶制品业合作社美国奶农(DFA)持有国家乳业公司(National Dairies)50%的股份,随后又收购了南方百丽(Southern Belle)50%的股份,南方百丽是国家乳业在多个市场上的唯一竞争对手。在最初的协议中,美国奶农拥有两家公司的投票权、联合经营权、薪资和重大投资否决权,也曾与两家合作伙伴共同成立盈利合资企业。在提交简易判决动议之前,美国奶农/南方百丽修改了经营协议,放弃管理权并转为无表决权股。地方法院的判决理由是,根据修改后的经营协议,政府未能证明美国奶农拥有南方百丽的控制权,因此不违反《克莱顿法》第7条。第六巡回上诉法院基于以下理由做出与地方法院相反的判决:地方法院忽略了原协议中美国奶农拥有的控制权;而且,即使是修改后的协议,政府也提出了充分的理由说明收购将损害竞争。

一些零散的地区法院判例提供了更多的指导。在美国诉特拉辛达企业案(United States v. Tracinda Inv. Corp.)<sup>[101]</sup> 中,柯克·科克里安(Kirk Kerkorian)直接通过特瑞新达持有米高梅(MGM)约48%的股份并成为其控股股东。他同时持有哥伦比亚影业(Columbia Pictures)5%的股份。1978年,特瑞新达发起并完成了哥伦比亚影业19%股份的要约收购,科克里安获得了该公司大约25%的股份。这导致政府希望剥

---

[99] 美国诉 ABM 工业公司(U. S. v American Bldg. Maintenance), 422 U. S. 271, 278 (1975). See also Brunswick Corp. v. Pueblo Bowl - O - Mat, Inc., 429 U. S. 477 (1977)(《克莱顿法》第7条规定:损害赔偿仅限于合并引起的反竞争效应所造成的损失)。

[100] 426 F. 3d 850 (6th Cir. 2005). 本文的作者之一爱德华·B. 洛克曾以专家身份对此案进行了研究并就公司治理方面提出意见。

[101] 477 F. Supp. 1093 (C. D. Cal. 1979).



离哥伦比亚影业的股份。法院驳回了政府的诉求,理由是特瑞新达的收购符合《克莱顿法》第7条“仅为投资”的豁免。判决的核心是“股东协议”,协议限制了科克里安行使股权的范围,“特别规定,在股东投票选举董事时,科克里安应投票支持哥伦比亚管理层提名的候选人,并应与出席会议并投票支持该等提名候选人的其他股份成比例地投赞成票。此外,合同对特瑞新达和科克里安在哥伦比亚的持股比例限制在25.5%”<sup>[102]</sup>

对法院来说,核心问题是控制权:“当一家公司通过收购控制另一家公司时,必然会产生两家公司的合并。如果不存在控制,就没有合并。因此,在第七条的背景下,控制与投资之间的区分不但是一种有效的二分法,而且是解决投资豁免问题最有用的司法工具。”<sup>[103]</sup> 由于没有证据表明此次股权收购是出于“控制哥伦比亚的目的(或最轻微的意图)”,<sup>[104]</sup> 法院认定适用“仅为投资”的豁免。<sup>[105]</sup> 有趣的是,法院认为豁免是由收购时的意图决定,股权行使限制的期限只有3年并不重要:“协议的有效期是三年而非十年、二十年、五十年,不影响收购时的意图,尽管法院确实考虑了这一点。”<sup>[106]</sup>

同样,在阿纳康达公司诉克兰公司案(*Anaconda v. Crane*)<sup>[107]</sup> 中,克兰提出交换阿纳康达22.6%的股权,阿纳康达认为这违反了《克莱顿法》第7条。为了避免这一问题,克兰提出将持股比例限制在22.6%并承诺放弃董事会代表的席位,同时遵守第7条的规定,包括禁止行使投票权造成或试图造成竞争实质性减损。

按照杜邦公司对《克莱顿法》第7条的解释,法院认为:“一旦法院认定收购是‘仅为投资’,法律要求证明被告是‘行使投票权或其他方式造成或试图造成竞争实质性削弱……’”<sup>[108]</sup> 根据同意令,法院认为阿纳

[102] 同前注[101]。

[103] 同上。

[104] 同上。

[105] 同上。

[106] 同上。

[107] 411 F. Supp. 1210 (S. D. N. Y. 1975)。

[108] 同上。

康达无法证明。

最后,在海湾西方公司诉大西洋与太平洋茶叶公司案(Gulf Western v. Great Atlantic and Pacific Tea Co.)案<sup>[109]</sup>中,第二巡回上诉法院维持了一项临时禁制令,禁止海湾西方公司要约收购大西洋与太平洋茶叶公司15%的股份(海湾西方公司已经持有4%)。海湾西方公司很有可能寻求并实现对大西洋与太平洋茶叶公司的控制权,法院认为“仅为投资”的豁免并不适用。<sup>[110]</sup>

将《克莱顿法》第7条适用于部分收购时,判例法侧重于两个控制要素。第一,这属于“交叉持股”而非“平行持股”案件。这两个案件中,当事人对“A公司”都有明确、无可争议的控制权,关键问题是收购是否对“B公司”形成足够的控制或影响。杜邦是为了实现自身利益最大化,问题是它是否以反竞争的方式控制或影响了通用汽车;美国奶农控制着国家乳业公司,问题是它对南方百丽的影响和控制程度;科克里安控制着米高梅影片公司,问题同样是对哥伦比亚的影响和控制程度;克兰公司被认为是关注本公司的利益,问题是它对阿纳康达的影响或控制程度;海湾西方公司对纽约地区第二大超市的运营商——博哈克(Bohack)享有有效的控制权,问题是它的要约收购是否会对纽约头号超市运营商大西洋与太平洋茶叶公司产生控制或影响。<sup>[111]</sup> 奥布莱恩和萨洛普为此类交叉持股案例开发了专门的模型,有别于阿斯纳尔等人关注的“平行持股”。

第二,关于收购是否涉嫌反竞争损害,关注点集中在大规模(大于20%)的股权收购上,以及持有或收购多少股票才能够控制目标公司。美国奶农收购案中,涉及50%的股权且当事人与其他股东有着长久的

---

[109] 476 F.2d 687 (2d Cir. 1973).

[110] 值得注意的是,后一种情况涉及竞争对手对敌意收购的挑战。这些挑战基本上已经消失,原因有二。首先,美国最高法院在嘉吉公司诉科罗拉多蒙特福公司(Cargill Inc. v. Montfort of Colorado Inc.) [479 U.S. 104 (1986)]案中,将关注点集中在是否将“反垄断危害”作为起诉条件;其次,莫兰诉HS国际金融公司案(Moran v. Household International, Inc.) [490 A.2d 1059 (Del. Ch. 1985)]之后,“毒丸”(poison pill)成为一种有效的防御措施,真正的敌意交易消失了,最终结果是目标公司董事会批准合并(即使面临压力),进而消除反垄断问题。

[111] Gulf & Western, 476 F.2d at 690-91.

合作历史,法院只要求证明具有反竞争影响。

### (三) 美国司法部和联邦贸易委员会的执行政策

执法政策一直与案件解释相一致。根据 2010 年美国联邦贸易委员会和司法部(FTC/DOJ)联合发布的 2010 合并指南,针对部分收购,执法机构将从三方面进行审查:对目标公司竞争行为的影响;减少竞争的激励;获取非公开的竞争性敏感信息。<sup>[112]</sup>

美国司法部和美国联邦贸易委员会一般不会对低于 20% 的部分收购提出异议(无法证明涉嫌控制):

- 丹佛和格兰德河西部铁路诉美国案(Denver & Rio Grande Western Railroad v. United States), 387 U. S. 485, 504 (1967) (20%, 持股比例,下同)。
- 美国诉杜邦公司案(United States v. E. I. du Pont de Nemours & Co.), U. S. 586, 588 (1957) (23%)。
- F. & M. 舍弗酿造公司诉克里斯汀·施密特酿酒公司案(F. & M. Schaefer Corp. v. C. Schmidt & Sons, Inc.), 597 F. 2d 814, 815 (2d Cir. 1979) (可转换为 29% 的流通股)。
- 克兰公司诉哈斯科公司案(Crane Co. v. Harsco Corp.), 509 F. Supp. 115, 123 (D. Del. 1981) (持有 5% 股份并提议要约收购 15%)。
- 联合核能公司诉燃烧工程公司案(United Nuclear Corp. v. Combustion Engineering, Inc.), 302 F. Supp. 539, 540 (E. D. Pa. 1969) (21%)。
- 米高梅诉横贯美国公司案(Metro – Goldwyn – Mayer, Inc. v. Transamerica Corp.), 303 F. Supp. 1344, 1354 (S. D. N. Y. 1969) (略低于 17%)。
- 美国水晶糖公司诉古巴美国糖业公司案(Am. Crystal Sugar Co. v. Cuban American Sugar Co.), 152 F. Supp. 387, 392 (S. D. N. Y. 1957), aff' d, 259 F. 2d 524 (2d Cir. 1958) (23%)。
- 美国诉康普公司和安德鲁公司案(United States v. Commscope, Inc. & Andrew Corp.), 72 Fed. Reg. 72,376 (2007 年 12 月 20 日发布)

---

[112] 参见前注[38], 2010 合并指南。

(作出最终判决和竞争影响声明,要求剥离30%的股份)。

- 美国电话电报公司(AT&T)收购第一媒体集团(MediaOne Group)(2002年):第一媒体持有奔跑者(Road Runner)25%的股份,美国电话电报公司的竞争对手时代华纳股份有限公司(Time Warner Entertainment)控制了激发家庭网络公司(Excite@ Home)(剥离奔跑者的股权,限制美国电话电报公司与时代华纳交流)。<sup>[113]</sup>

- TC Group(Carlyle)和立合斯顿控股(Riverstone Holdings)(2007年)持有麦哲伦石油公司(Magellan Midstream Partners)50%的股份,又试图收购其竞争对手金德摩根公司(Kinder Morgan)22.6%的股份(美国联邦贸易委员会同意令:撤出麦哲伦董事会中的代理人;除了被动获取利益外禁止任何事情;禁止分享非公开的信息)。<sup>[114]</sup>

- 清晰频道通信公司(Clear Channel Communications, Inc.)和AMFM公司(AMFM Inc.)并购和解[作出最终判决和竞争影响声明,要求合并的广播公司(radio broadcast companies)剥离被收购方在广告公司29%的股权,该广告公司与收购方子公司之间存在竞争]。

- 美国诉美国电话电报公司案(United States v. AT&T Corp.) No. 98 - CV - 03170, 1999 WL 1211462 (D. D. C. Aug. 23, 1999)(最终判决)(在与AT&T合并前,TCI将把Sprint 23.5%的股份出售给非利益相关方)。

- 美国诉罗克韦尔国际公司案(United States v. Rockwell International Corp.), No. 80 - 1401, 1980 WL2000 (W. D. Pa. 1980)(同意令要求剥离29%的股份)。

- 捷利康公司(Zeneca Grp.) 127 F. T. C. 874 (1999)(决定和命令)(在解决阿斯特(Astra)/捷利康并购异议的同意令中,捷利康被要求剥离在一家公司3%的股份,该公司与合并伙伴阿斯特存在竞争关系)。

---

[113] United States v. AT&T Corp., 2000 U. S. Dist. LEXIS 14459 (65 Fed. Reg. 38, 584 - 93).

[114] 参见 [www.ftc.gov/enforcement/cases-proceedings/0610197/tc-group-llc-riverstone-holdings-llccarlylriverstone-global](http://www.ftc.gov/enforcement/cases-proceedings/0610197/tc-group-llc-riverstone-holdings-llccarlylriverstone-global)。

#### (四) 艾尔豪格教授发表在《哈佛法律评论》上的文章

如上所述,艾尔豪格教授指出,根据现行法律,阿斯纳尔等人的研究足以证明行为违反《克莱顿法》第7条。鉴于我们的分歧,以及波斯纳等人对分析的高度依赖,有必要对其观点进行详细的研究。<sup>[115]</sup> 如前所述,艾尔豪格主张对现行法律及美国司法部和联邦贸易委员会联合发布的执行政策进行大幅度改革。

艾尔豪格提出,根据《克莱顿法》第7条执行部分的规定,投资者持有多家公司的股票是非法的,因为“削弱了公司在充分集中的市场中竞争的动机”。<sup>[116]</sup> 对于这一主张,他只引用了奶农案和司法部/联邦贸易委员会合并指南第13条(“部分收购”)进行论证。如前所述,该案涉及控制或共同控制国家乳业50%股权的股东收购唯一竞争对手的乳制品公司50%股权,这属于极端情况,与机构投资者在航空业的平行持股大相径庭,机构投资者并未控制任何航空公司。美国司法部/联邦贸易委员会发布的执行政策明确指出,在不享有董事任命权的情况下,低于20%的收购不会受到质疑。

艾尔豪格继续讨论到,根据合并指南,执行机构应调查“任何造成或可能造成市场中MHHIΔ高于200、MHHI高于2500的横向收购,以判断收购是否提高或可能提高股价”。<sup>[117]</sup> 尽管2010合并指南依赖HHI而非MHHI,也没有将两者等同起来,但艾尔豪格认为,HHI和MHHI的度量结果是相等的,并在不做任何调整的情况下适用现行指南。此外,由于上述原因,在平行持股背景下,将MHHI等同于HHI是有问题的。最后,鉴于MHHI和MHHIΔ的零散性,在没有任何合理的依据怀疑具有反竞争效应的情况下,执行机构对MHHI高于2500、MHHIΔ高于200的所有股票收购进行调查,会耗费美国司法部和联邦贸易委员会有限的执法资源。

---

[115] 乔纳森·贝克(Jonathan Baker)早年的一篇文章里以其他方法回应了艾尔豪格的观点。See Jonathan B. Baker, *Overlapping Financial Investor Ownership, Market Power, and Antitrust Enforcement: My Qualified Agreement with Professor Elhaug*, 129 Harv. L. Rev. F. 212 (2016).

[116] 参见前注[6]。

[117] 同上。

接下来,艾尔豪格探讨机构投资者的收购是否适用“仅为投资”的豁免。艾尔豪格对“仅为投资”豁免的两项要素都提出了质疑。关于第一个问题,他表示,即便是跟踪指数而非个股的指数投资基金,也不会被视为“仅为投资”,因为指数投资者在参与公司治理时也不会采取“被动”的方式。他甚至宣称,不需要证明股东与管理层之间存在直接沟通,也能将被动投资者排除在“仅为投资”之外。管理者了解股东的身份并且知道什么最符合股东的利益。<sup>[118]</sup> 这一解释非常勉强,使“仅为投资”条款归于无效,也找不到任何判例法支持。<sup>[119]</sup>

他继续指出,即使指数基金的投资满足了“仅为投资”的要求,也无法满足第二点要求,即“不是通过投票或其他方式造成或企图造成竞争实质性削弱”,<sup>[120]</sup> 因此不能根据《克莱顿法》第7条得以豁免。

艾尔豪格认为,对集中行业的股份进行常规收购和股权投资不在这一规定范围,他在很大程度上依赖美国诉杜邦(通用汽车)[U. S. v. DuPont (GM)]案。<sup>[121]</sup> 与机构投资者参与被投公司的公司治理活动形成鲜明对比的是,最高法院详细审查了杜邦公司高管利用持股和领导地位(皮埃尔·杜邦早期是通用汽车的执行总裁)诱使通用汽车向其购买更多产品的行为。通过审查这一情况,最高法院得出结论:

有大量证据表明,杜邦公司的大多数产品总是能满足汽车行业中某一家公司的大部分需求,而杜邦公司与这个客户有股权上的关联。一个强有力的推论是,杜邦公司不仅仅是凭借竞争优势,更多的是依靠股权来获取市场支配地位。<sup>[122]</sup>

在此背景下,股权的“行使”大大超出“正常”的公司治理范围(如行使投票权、与管理层讨论战略方向),而是积极参与日常管理。这并不是一个证明机构投资者只是参与正常的公司治理活动的有力论据,因此,

---

[118] 参见前注[6]。

[119] 机构投资者是“仅为投资”豁免的典型。See Marian R. Bruno, Deputy Director, Fed. Trade Comm'n, *Remarks Before the American Bar Association, Mergers & Acquisitions: Getting Your Deal Through the New Antitrust Climate* (June 13, 2002), [www.ftc.gov/public-statements/2002/06/hart-scott-rodino-25](http://www.ftc.gov/public-statements/2002/06/hart-scott-rodino-25).

[120] 15 U. S. C. § 18.

[121] 353 U. S. 586, 597-606 (1957).

[122] 同上。

机构投资者无法获得“仅为投资”的豁免。

根据特拉辛达案和阿纳康达案,艾尔豪格教授称:“只有在投资者承诺不行使投票权,或者与其他股东行使相同比例的投票权时才能满足‘仅为投资’这一条件,通常还会附加其他要求,即投资者不得提名董事、不得在董事会中任命代表,不得对管理层施加任何其他形式的影响。”<sup>[123]</sup>

这有点言过其实。在特拉辛达案中,法院判定科克里安可以适用豁免,但他承诺投票支持哥伦比亚管理层提名的候选人及使用镜像投票(mirror voting)以获取豁免资格,承诺是否有必要呢?法院并未做出判断。在阿纳康达案中,克兰承诺不派代表进入董事会,但并未对投票事项作出任何承诺。此外,由于美国司法部和联邦贸易委员会很少对低于20%的收购提出异议,因此没有太多的例子证明,在这种持股水平下,需要做出怎样的限制才能实现“仅为投资”的豁免。

关于这一点,艾尔豪格指出,机构投资者从事常规的公司治理活动(例如,与公司管理层直接讨论或通过行使投票权影响公司管理层)无法得到豁免。这一说法没有法律依据。没有证据表明大型多元化基金与集中行业的公司管理层就竞争性敏感话题有过洽谈。此外,对于继任计划、战略计划这类一般公司治理问题,没有案件表明此类公司治理活动不符合“仅为投资”的豁免。

最后,艾尔豪格认为,即使是完全被动的投资者也要对反竞争效果负责。<sup>[124]</sup>表示,如果阿斯纳尔等人的研究是正确的,那么,“只要投资者的股票收购或股权行使行为实际减少了竞争,无论多么被动,仍要承担责任”。<sup>[125]</sup>作为直接的法律解释,这是不正确的。豁免的第二个条件在表述上明确要求积极行使投票权:“不是通过投票或其他方式造成或企图造成竞争实质性减损。”<sup>[126]</sup>艾尔豪格认为,“被动持股(购买股票并放入抽屉)不属于豁免范围”的主张忽视了一般的法律含义,无法得到权威人士的支持。

---

[123] 参见前注[6]。

[124] 同上。

[125] 同上。

[126] 15 U. S. C. § 18.

在他的后续文章中,部分回应了我们先前提出的问题。<sup>[127]</sup> 艾尔豪格就奶农案指出:“我们认为,缺乏控制或影响力并不排除违反第7条,因为即使没有控制或影响力,收购仍可能减少竞争。”<sup>[128]</sup> 我们很大程度上同意艾尔豪格的观点,即根据《克莱顿法》第7条,在不考虑“仅为投资”豁免的情况下,无论是否提供控制或影响力,减少竞争的收购都初步违反第7条。换言之,这是受“仅为投资”豁免的约束,在奶农案中不存在争议。此外,正如司法部/联邦贸易委员会的执法政策所示,对于不具备董事任命权的20%以下的股票收购,很难确定具有反竞争效应。有别于艾尔豪格,我们认为阿斯纳尔等人的分析表明,贝莱德、先锋集团和道富公司6%~7%比重的持股一定程度上带来反竞争效应,因为股价上涨了10%左右。

未来五年到十年,如果金融和反垄断经济学家在前人研究的基础上达成共识,认为机构投资者的平行持股会导致集中行业的价格上涨10%,我们期望执法政策和法律也适时跟进,要么重新解释《克莱顿法》第7条,缩小“仅为投资”豁免的范围,要么修改法规。大多数反垄断学者认为,从中长期来看,反垄断法一般紧随反垄断经济学前沿,特别是在达成共识后。

艾尔豪格正在开辟新领域,远远超越现有的法律解释和执法政策。从目前成文法和判例法的措辞来看,他认为法律可以且应该被扩大到平行持股的情况。事实上,他在《哈佛法律评论》上的文章为提起执法行动或私人集体诉讼提供了法律依据。<sup>[129]</sup> 无论从经济学还是法律的角度看,官司很难打赢,风险难测。相比之下,我们认为,文章第一部分概述的情况仍未超出现行法律和长期存在的反垄断先例。

---

[127] See Edward B. Rock & Daniel L. Rubinfeld, *Defusing the Antitrust Threat to Institutional Investor Involvement in Corporate Governance* (NYU Law & Econ. Research Paper No. 17-05, Mar. 1, 2017), [ssrn.com/abstract=2925855](https://ssrn.com/abstract=2925855).

[128] 美国诉美国奶农案(United States v. Dairy Farmers of Am., Inc.), 426 F. 3d 850, 859-60 (6th Cir. 2005)。

[129] 参见前注[6]。



#### 四、政策含义：执行《谢尔曼法》第1条？禁止指数基金？

阿斯纳尔等人以及艾尔豪格在《哈佛法律评论》发表的文章引起了广泛关注，并建议作出适当的政策回应。在这一部分，我们将分析波斯纳、莫顿及韦尔的观点，接着将关注点从对高度投机的担忧转向平行持股引起的主要反垄断问题。

##### A. 波斯纳等人的“解决方案”

波斯纳、莫顿和韦尔认为，阿斯纳尔等人的研究成果令人信服，艾尔豪格的反垄断分析也相当具有说服力。在此基础上，法律如何为机构投资者提供“安全港”？尽管我们不同意波斯纳及其合著者的观点，即是否存在需要解决的反垄断问题，但这一部分，我们考察波斯纳等人提出的“安全港”，并与现有的法定“安全港”“被动持股”进行比较。

波斯纳等人的优先规则：在寡头垄断市场，机构投资者或个人持有多个公司的股份，但最终市场份额不能高于1%，除非持有的是一个独立的指数基金，且承诺其为纯被动型指数基金。<sup>[130]</sup> 具体而言，规制实际由两项子规则组成，我们分别进行讨论。

##### 1. 选择一：在集中市场中只投资一家公司

在此规则下，机构投资者只能持有集中市场中一家主要公司的股票。例如，贝莱德集团和先锋集团分别只能购买一家航空公司的股票，但对是否为同一家航空公司不做限制。投资者可以自由全面地参与公司治理活动，无须担心任何反垄断责任。

这一选择存在一些明显的问题，只有部分能被解决。包括：如何描述多产品公司？如何判断哪些市场只能购买一家公司股票？如何选择公司又由谁来决定？如何对待外国公司？一旦市场被认定为寡头垄断，是否必须撤资？多长时间撤资？等等。

另一个问题是是否会妨碍投资组合多元化？他们再一次从金融理论中找到答案。根据标准金融理论，人们可以从标准普尔500指数成分

---

[130] 参见前注[7]。

股中购买低于指数的大盘股,实现多元化投资收益。

如果不对指数基金的“安全港”等类似问题进行修改,波斯纳等人提出的“解决方案”将破坏指数基金的业务模式,对投资者而言这是极其成功的产品,是实现退休储蓄投资的低成本途径。<sup>[131]</sup>

他们的建议将大幅增加“管理”指数基金的成本,无疑将由基金的投资者承担。此外,如果投资者对指数产品感兴趣,在一个集中市场上只投资一家公司是无法实现的。例如,一只基金投资摩根大通银行、联合航空和苹果公司,而另一只基金投资花旗银行、达美航空和微软(以及许多其他组合),结果将大不相同,不再是追踪指数的基金。<sup>[132]</sup> 多元化投资和追踪是两个不同的概念,它们服务于不同目标,尽管目标有时重叠。

## 2. 选择二:把投资限制在1%以内,随心所欲购买股票

另一种方法是将持股比例限制在1%。满足这一要求的机构投资者可以投资行业内的所有公司。然而,如果指数基金满足这一投资限制,它们能否自由参与任何公司的治理活动,规则对此并不明确。

“安全港”都对传统指数基金施加了1%的持股上限。从指数基金的角度看,这不是一个有吸引力的约束。为了满足这一要求,规模较大的机构投资者(贝莱德集团、先锋集团和道富公司)不得不拆分为多个独立的部门,这将带来其他问题。因为这一选择重点关注基金家族(fund – families),因此,先锋集团将标准普尔500指数基金拆分为多个子基金,每个子基金都是独立的法人且持股规模都低于1%,由一个共

---

[131] 全面披露:两位作者都将大量退休资金投资于先锋500指数基金(Vanguard's Index 500 fund)。

[132] 请注意,指数基金出于多元化投资以外的目的。例如,与指数基金或与指数基金挂钩的期权可以用来对冲投资组合。See Nathan Peterson, *How to Hedge Your Portfolio*, Charles Schwab (2018), [www.schwab.com/active-trader/insights/content/how-hedge-your-portfolio](http://www.schwab.com/active-trader/insights/content/how-hedge-your-portfolio).

同的基金经理负责追踪该指数,这样是不可行的。<sup>[133]</sup> 从投资者的角度来看,最显著的变化是成本上升。很难想象每一个分拆后的子基金都能对持有标准普尔 500 指数基金中的份额继续收取 5 个基点的费用。

### 3. 选择三:不限制指数,但被动持股

我们认为,尽管阿斯纳尔等人关于反竞争效应的说法是正确的,多元化投资者购买股票,但不参与任何公司治理(被动持股),使用镜像投票(按其他股东的投票比例自动行使投票权),或将投票转予受益所有人(beneficial owners),通过这种方式符合《克莱顿法》第 7 条的规定。我们认为,现行法律并不要求通过这种程度的被动持股来获得“仅为投资”的豁免,但根据极端解释,它将提供一个“安全港”。<sup>[134]</sup>

这源于上文对“仅为投资”豁免的解释。没有任何投资者比指数基金或从不寻求控制权、也不提名董事的多元化投资者更能代表纯粹出于投资目的而购买股票。机构投资者的被动治理可以满足豁免条件的第 2 项要求:“不是通过投票或其他方式造成或企图造成竞争实质性减损。”<sup>[135]</sup> 上述规则对行动做出要求,例如,“使用……通过投票……造成或企图造成……”机构投资者的“完全被动”必须符合这一规定,否则无法适用。

相比其他选择,大型机构投资者更倾向这一选择,因为他们能继续维持目前的基本商业模式。这样一来,先锋集团仍能遵守证券交易委员会关于披露投票指南和投票方式的要求。指南很简单:为了避免反垄断责任采用镜像投票。另外,代理投票的报告也很容易生成,尽管毫无意义。

---

[133] 阿斯纳尔等人和波斯纳等人很少关注资产管理的实际法律或组织结构,其中“贝莱德集团”或“先锋集团”有时被用来指代基金经理或顾问,有时指代单个基金本身,有时指代基金的“家族”。事实上,每只基金(如先锋标准普尔 500 指数基金)都是一个独立的法律实体,有自己的董事会,通常与管理公司签订管理合同。管理公司享有投资权,而基金则通常享有投票权。因此,阿斯纳尔等人所依赖的美国证券交易委员会披露季度报告(13F)存在很大的模糊性。

[134] 这种方法也与波斯纳、莫顿和韦尔的建议相一致,即允许指数基金持股超过 1%,只要其“承诺不与高级经理或董事进行交流,不按持股比例投票,以便在任何公司治理决策中不产生影响力,并且按照规则持有和交易股票,例如尽可能地与指数相匹配。”参见前注[7]。

[135] 15 U. S. C. § 18.

同样,先锋集团也可以遵守美国劳工部和证券交易委员会提出的更为零散的建议,即对投资者承担“信义义务”,满足他们的知情权。当然,这样做是为了让这些基金及其投资者承担巨大的反垄断责任(根据艾尔豪格的说法,包括3倍损害赔偿),通过不投票(或镜像投票)来规避这些风险,履行先锋集团的信义义务。

#### 4. 选择四:基于衍生品的指数

最后一种选择是,机构投资者利用衍生品编制针对集中化市场的最优投资组合。不同于股票,衍生品不享有投票权,按照波斯纳等人的方案,衍生品可以被豁免。

与选择三一样,对大型机构投资者的吸引力取决于成本。对于投资大公司的大型基金来说,可能缺乏足够的成本。此外,如果交易对手为了对冲积累了大量股票头寸,就会产生一个关键问题——如何行使投票权?

#### 5. 对公司治理的影响

按照前文假设,如果多元化投资者采用第三种、第四种方案,会对公司治理产生什么影响?

第一个影响可能是推动广泛多元化的机构投资者(包括指数基金)走向被动治理。指数基金之间的竞争不在于指数表现,而在于成本、跟踪误差和客户服务。这意味着机构投资者把钱花在公司治理上的财务激励要弱于对特定公司进行大规模集中投资的“高度参与”投资者。<sup>[136]</sup>通过三十年的努力,已经成功说服广泛多元化机构投资者参与有限的公司治理活动,在财务激励相对弱的情况下,即使反垄断风险并不是很高,也很容易劝说这些公司恢复原状、大幅度削减公司治理团体从而降低成本。

广泛多元化基金回归被动治理,将赋予“长期持有者”股东权利。这些股东包括主动型管理的共同基金(如普徠仕)和活跃型对冲基金。多元化机构不投票或采用镜像投票,将显著扩大这两类投资者的影响力。

---

[136] See Edward B. Rock, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, 79 Geo. L. J. 445 – 506 (1991).

此外,更令人担忧的是,管理层可以通过镜像投票自动获得多元化机构投资者的支持,而无须进行说服。如此一来,新兴的平衡(多元化机构投资者实际上成为活跃型股东和管理层在公司治理规则争议上的“决策者”)将被扼杀在萌芽中。<sup>[137]</sup> 活跃型股东对短期持有者已有偏见,如果将长期持有者从集中市场中剔除,将加剧问题的严重性。

基于目前的经济分析和法律,在不让消费者受到反竞争影响的情况下,如何设计允许机构投资者参与公司治理的指导方针?下文将展开讨论。

#### B. 展望:《克莱顿法》第7条下的平行持股

文章的第一部分讨论了《谢尔曼法》第1条下平行持股带来的问题,在此背景下,久负盛名的“卡特尔助长”理论为分析提供了框架。随着投资组合经理与发行人的密切接触,我们的开放型假设情景绝非空想。尽管还未有案例发生,但建立反垄断合规计划的时机已经到来。

尽管阿斯纳尔等人的理论与实证分析和艾尔豪格的法律分析都未能成功说服我们,但《克莱顿法》第7条下平行持股所引发的问题确实有趣且重要。事实上,我们在与反垄断部门合作时都遇到过这些问题。

首先,我们认识到,在某些情况下,平行持股可能引起重大的竞争问题。奶农案即是典型案例,但得到了合理的判决。如果巴菲特提议收购各大主要航空公司51%的股份,这将造成巨大的反竞争风险,我们确信,这样的收购将会被也应该被《克莱顿法》第7条禁止。问题不在于平行持股是否可能产生反竞争,而在于什么情况下产生反竞争。

#### C. 标准的交叉持股

前文的部分交叉持股案件为我们支持现行的监管治理提供了基础:当一家公司购买竞争对手股票,并且收购可能影响单边和协同行为时,执法机关对此具有适当的敏感性。当一家公司获得竞争对手公司控制权时,即使不是100%控股也通常被视为合并。

---

[137] See Marcel Kahan & Edward Rock, *Anti - Activist Poison Pills*, Working Paper (2017).

在这种部分持股情形中,交易策划者有时试图设计旨在消除收购方行使控制权的治理结构。举一个众所周知的例子,西北航空收购大陆航空大约 14% 的流通股,这些股份拥有超过半数的投票权。考虑到西北航空和大陆航空有重叠的航线,为了消除反竞争担忧,双方签订了一份治理协议以防止西北航空控制或影响大陆航空。但美国司法部并不认可,认为竞争担忧仍然存在。<sup>[138]</sup> 在此情况下,关键问题是交叉持股是否对单边行为产生重大影响,以及尽管有治理协议,竞争对手是否有足够的影响力或控制力进行威胁从而实现协同效应(coordinated effects)。

正如前面关于执法行动、同意令的讨论,这不是一个新问题。执法机关在评估单边效应时关注持股比重的高低,在评估协同效应时关注影响或控制的程度。

#### D. 平行持股股东

从标准的交叉持股到“与竞争对手拥有共同的控股股东”只有一小步。最简单的例子就是 A 公司的控股股东提出收购竞争对手 B 公司的控股权。因为反竞争的可能性相同,这种收购应与提议合并同等对待。

美国奶农案中,最初的协议就体现这一特点。DFA 持有国家乳业 50% 的股权,通过各种控制权,至少与其他股东共同拥有国家乳业的控制权。当 DFA 提议收购国家乳业的竞争对手南方百丽时,反垄断部门对此进行了分析,这似乎等同于国家乳业和南方百丽进行合并。在政府对收购提出质疑后,DFA 修改了对南方百丽的经营协议,放弃表决权并限制了其他控制权。

与涉及治理协议的所有标准交叉持股案件一样,问题变成治理结构是否使 B 公司免受收购方 A 公司的控制或影响。

#### E. 无控制权的平行持股

一般的平行持股案件也应该适用同样的原则。

---

[138] 该案被起诉时,本文作者之一(鲁宾费尔德)在司法部任职。See, e. g., *Airline Competition and Service: Hearing Before the S. Comm. on Commerce, Sci., & Transp.*, 106th Cong. 12 - 18 (1999) (statement of Joel I. Klein, Assistant Att'y Gen., Antitrust Div., U. S. Dep't of Justice). 本文另一位作者(洛克)任司法部公司治理专家,他提供了一份报告,并就治理协议在多大程度上阻止或控制西北航空对大陆航空施加影响而接受质询。

### 1. 需要多少股份才能获得控制权?

当投资者是 A 公司的控股股东时,分析将在上文的 A 部分或 B 部分进行。需要多大比例的股份才能控股?

法律在不同情况对控制的看法不同。根据特拉华州公司法,当股东持股比例高于 50% 时就推定拥有控制权。<sup>[139]</sup> 当持股介于 40% ~ 50% 时,会出现两种情况,需要综合考虑各种因素来确定,包括其他投资者的持股情况以及是否拥有董事会代表。<sup>[140]</sup> 当持股低于 40% 时,控股的情况极其罕见,而且每一种情况都涉及设立董事会代表。<sup>[141]</sup> 对公司而言,“控制”的含义主要与可能损害非控股股东利益的监管相关。

在联邦证券监管中,根据《1933 年证券法》第 15 节和《1934 年证券法》第 20(a) 节,“控制人”责任是一种对公司和个人施加的应受谴责的参与责任,兼具补偿目的和威慑目的。通常情况下,多数股权加上任命董事的能力就足够了。相较之下,少数股权的情况并非如此,“对持有违规公司 22% 和 30% 股份的控制人以及持有 38% 和 50% 股份并任命董事会候选人的被告的索赔,法院均予以驳回”。<sup>[142]</sup>

反垄断下关于“控制”的持股比例要求可能与公司法或证券监管下的要求不同。鉴于对助长协同行为的关注,董事会代表显得十分重要,哪怕只有一名董事。投资者持有一家公司一定比例(远低于 50%,甚至低至 20% 或 25%) 的股份,让代表进入董事会,通过与董事会其他成员的博弈影响竞争决策,这当然是可能的,即使可能违反股东的信义义务。当美国司法部威胁要起诉 Primestar(由 5 家有线电视公司组成的共同

[139] See Marcel Kahan and Edward Rock, *How to Prevent Hard Cases from Making Bad Law: Bear Stearns, Delaware, and the Strategic Use of Comity*, 58 Emory L. J. 713, 743 (2009).

[140] 同上。

[141] 例如,Zhongpin 公司(Zhongpin Inc.) 股东诉讼, No. 7393 – VCN, 2014 WL 6735457 (17.3% 持股加上董事会和高管任职)。

[142] Ari M. Berman & Nikolay Vydashenko, *Control Person Liability: Tips for Investment Firms*, LAW 360 [citing Deutsche Telekom, No. 00 – CIV – 9475 – SHS, 2002 WL 244597 (S. D. N. Y. Feb. 20, 2002); Flag Telecom Holdings Ltd. Sec. Litig., 352 F. Supp. 2d 429 (S. D. N. Y. 2005); Zishka v. Am. Pad & Paper Co., No. 3:98 – CV – 0660 – M, 2001 WL 1748741 (N. D. Tex. Sept. 28, 2001), aff'd, 72 Fed. App'x 130 (5th Cir. 2003)].

体),阻止其收购一家卫星电视供应商时,提出了上述观点。<sup>[143]</sup> 这笔交易最终放弃。反垄断机构一般不会对收购竞争对手低于20%的股份提出异议,尤其是在没有董事会代表的情况下。这意味着低于这一水平的收购,通常不具备足够的影响力或控制力引发严重的反垄断问题。

2. 建议为持股低于15%、无董事会代表、从事“正常”的公司治理活动的投资者提供“安全港”

随着阿斯纳尔等人的文章受到关注,我们担心机构投资者出于对反垄断风险的担忧,退出正常的、适当的公司治理活动。投资者的非专业法律顾问在阅读了艾尔豪格教授发表在《哈佛法律评论》上的文章后,可能会问:“为了参与公司治理值得冒这个险吗?”

a. “安全港”

为了避免这一结果,我们建议为持股不超过15%、无董事会代表、从事“正常”的公司治理活动的投资者提供一个“安全港”,从而实现反垄断和公司治理问题之间的平衡。根据我们对当前经济迹象的解读,进入这个“安全港”的投资者不会构成重大的反垄断风险。<sup>[144]</sup>

b. 什么是“正常的公司活动”

在过去的20年,人们花费大量精力鼓励机构投资者参与公司治理,这些努力基本取得了成功。

如今,最大的机构投资者拥有大量的代理投票(proxy voting)团体,他们非常认真地履行股东义务。通过这些努力,“最佳实践”(best practices)的粗略共识已经达成。

当前的方法有几个要素。第一,符合相关监管规则。因此,为了回应证券交易委员会的规则制定,<sup>[145]</sup> 机构投资者采取并公布“代理投票政

---

[143] See Daniel L. Rubinfeld, *The Primestar Acquisition of the News Corp. / MCI Direct Broadcast Satellite Assets*, 16 *Review of Industrial Organization* 193 (2000).

[144] 需要注意的是,尽管根据目前的持股情况,低于15%的投资并不构成重大的反垄断风险,但在另一种情况下,例如,6个投资基金分别控制着每家航空公司15%的股份,则需要重新评估“安全港”。

[145] See Edward B. Rock, *Institutional Investors in Corporate Governance*, Oxford Handbook of Corporate Law and Governance (Jeffrey Gordon and Wolf – Georg Ringe, editors) at Section 7.2, 7.3 (2015). See, e. g., 17 CFR 275.206(4) – 6 – Proxy voting.



策”，报告投票方式。这些投票政策往往相当全面，向公司管理层发出信号，表明投资者对公司治理的各种基本问题的看法。例如，在公司治理方面，先锋集团宣布“基金将普遍支持改革现有董事会提议（无论是管理层还是股东提议），并将阻止公司采取分类董事会（classified board）结构，即每年只选举部分董事会成员”。<sup>[146]</sup>

第二，大型机构投资者花费大量时间与被投公司经理会面。正如先锋集团所解释的：

尽管股东大会上的代理投票很重要，但它只是公司治理计划的一部分。与先锋基金（Vanguard funds）投资的公司领导人和董事进行直接讨论，是我们发表意见的一种特别有效的方式。我们努力提供建设性的建议使公司更好地为所有投资者提供长期可持续的价值。

在过去 1 年里，我们与不同类型和规模的公司管理层和董事进行了 800 多次洽谈，其中包括持有近 1 万亿美元资产的先锋基金。我们的参与量在过去一年中增加了 19%，在过去 3 年中增加了 67%。虽然我们出于各种原因与公司接触，但主要是为股东会议投票做准备，或者公司出现可能影响股价的事件，或者我们研究发现了—个不在投票表决事项中的具体治理问题。

我们参与的方式包括电话会议、面对面会议、要求变更的正式信函，以及更广泛的变革倡议。其中，与公司经理和董事进行直接对话是参与的主要形式。<sup>[147]</sup>

先锋集团和许多其他机构投资者围绕基本原则进行参与，包括董事会的组成和治理、董事会责任、股东权利、透明度、继任计划、高管薪酬以及先锋集团等资产管理公司的责任。<sup>[148]</sup>

其中一些被广泛应用于公司治理、资产管理和公司行为中。例如，

---

[146] 先锋集团：《先锋集团代理投票指南》（*Vanguard's Proxy Voting Guidelines*）（2018 年）。

[147] 先锋集团：《努力参与和代理投票（更新版）》（*Our Engagement Efforts and Proxy Voting*）（2016 年）。

[148] 同上。

由 13 家主要公司的 CEO 和投资者共同签署的《公司治理常识原则》。<sup>[149]</sup> 其中涉及资产管理公司的作用,包括敦促积极参与公司治理、提出关键问题、评估董事会关注的一项长期战略计划以及计划的实施情况。<sup>[150]</sup>

时任美国证券交易委员会主席的玛丽·乔·怀特(Mary Jo White)也鼓励长期投资者和公司增加接触。<sup>[151]</sup>

在一篇描述当前参与模式的重要文章中,贝莱德的马特·马洛(Matt Mallow)、贾斯敏·塞西(Jasmin Sethi)描述了多种参与风格,从轻度参与到集中参与。他们指出,通过“SDX 协议”等手段,参与模式变得更加结构化和标准化。<sup>[152]</sup> 在确定参与主题时,SDX 举了以下例子:董事会的组成和领导能力、董事会对资金配置的监督、高管继任、收购防御、管理绩效。<sup>[153]</sup>

尽管 SDX 使用了诸如“承认”等术语来质疑与公司管理层的日常互动,<sup>[154]</sup> 但机构投资者与管理层接触的报告不存在任何可疑。<sup>[155]</sup> 当然,在健全的公司治理体系中,我们希望最大的股东能够与公司管理层进行直接讨论,并利用投票权影响管理层。这些报告根本不能证明机构投资者组织了一个违反《谢尔曼法》第 1 条的卡特尔,也不能证明他们的持股是反竞争的。

### c. 符合现行法律

“正常的公司治理活动”的概念与联邦证券监管中“被动投资”的概

---

[149] Tim Armour et al., *Commonsense Principles of Corporate Governance*, [www.governanceprinciples.org/](http://www.governanceprinciples.org/).

[150] 同上。

[151] 参见玛丽·乔·怀特(美国证券交易委员会主席)在公司秘书和治理专业人士协会第 69 届全国会议上的演讲:《与股东建立有意义的沟通和互动》(2015 年 6 月 25 日)。

[152] SDX(2016): 导言和协议,载 <http://www.sdxprotocol.com/what-is-the-sdx-protocol/>。

[153] 并不是说除此之外其他“正常公司治理”活动是可疑或反竞争的。

[154] 参见前注[6]。

[155] See Joseph A. McCahery, Zacharias Sautner & Laura T. Starks, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, 71 J. Fin. 2905, 2906, 2913, 2922 (2016)(转引自前注[6])。

念完全相符。根据 1934 年《证券交易法》第 13(d) 条的规定,收购 5% 以上股份的投资者有义务在 10 日内向证券交易委员会提交 13D 附表 (Schedule 13D) 披露持股情况。持股 5% 以上的特定类别股东可以提交不那么烦琐的 13G 附表“简式”持股披露,无须完整的 13D 附表。<sup>[156]</sup> 首先,“合格机构投资者”包括注册经纪商、注册投资公司、资产投资顾问,他们在正常的业务过程中购买证券,不具有改变或者影响发行人控制权的目的和效果,他们可能而且可以经常利用上述选择权。其次,13G 附表也可适用于“被动投资者”,此类投资者被定义为:(1)除了符合合格机构投资者条件外,购买证券时不具有任何改变或影响发行人控制权的目的和效果,或作为具有该目的或影响的任何交易的参与者,或与具有该目的或影响的任何交易相关;<sup>[157]</sup> (2)不是直接或间接持有该类别股 20% 及以上股份的受益所有人。<sup>[158]</sup>

共同基金作为合格投资者通常申报 13G 附表,而真正无意图改变或影响控制权的对冲基金则利用被动投资者豁免。相比之下,拥有激进主义历史,甚至有迹象表明被动参与可能最终变为主动的对冲基金,最好从一开始就申报 13D 附表,因为很难确定“意图”何时发生变化。

至少对合格投资者来说,申报 13G 附表符合大股东积极参与公司治理(不涉及控制权之争)的要求。<sup>[159]</sup> 这种积极主义可能包括敦促管理层出售资产、支付高额股息或改变高管薪酬,推动取消毒丸计划 (poison pills) 和分期分级董事会制度 (staggered boards)。

尽管联邦证券监管中持股“仅为投资”的概念已经适应机构投资者参与公司治理的变化,但反垄断标准还没有。《哈特·斯科特·罗迪诺

---

[156] 其实程序没那么复杂。首先,无须在收购股份后 10 日内提交申请,合格投资者只需在提交文件的触发事件发生的月末后 10 日内提交,并需要在每年最后的 45 日内修订 13G 附表以报告变动。但是,如果收购的股份超过 10%,修改后的 13G 附表要在收购后 10 日内提交;其次,需要的信息内容较少;最后,当计划变更或收购或减持超过 1% 时,13d-2 规则要求 13D 附表提交者(而非 13G 附表)及时修改文件。

[157] 合格投资者管理着至少 1 亿美元的资金,并被 SEC 允许交易私募证券且无须进行注册。

[158] 17 C. F. R. § 240.13d-1(c) (2018).

[159] 《受益所有权报告要求(修正案)》(Amendments to Beneficial Ownership Reporting Requirements), 63 Fed. Reg. 2854, 2858(1998 年 1 月 16 日)。

法》(*Hart Scott Rodino Act*, HSR)规定,在持股比例较低的情况下,进一步收购股份,必须提前通知并获得批准。<sup>[160]</sup> 与《克莱顿法》第7条一样,HSR中有一条“仅为投资”的豁免,即“仅以投资目的收购有表决权证券,因收购获得或持有的证券不得超过发行人已发行的有表决权证券的10%”<sup>[161]</sup>

HSR下,投资者只有在“持有或收购此类有表决权证券时无意参与发行人基本商业决策的制定、确定或指导”的情况下才符合这一标准。<sup>[162]</sup> 随着机构投资者在公司治理上变得更加积极,联邦贸易委员会及其部分代表认为这种行为不再符合“仅为投资”的豁免。2002年,联邦贸易委员会竞争署并购前申报办公室(Premerger Notification Office)副主任玛丽安·布鲁诺(Marian Bruno)在一场广受关注的演讲中指出:规则刚出台时充当“被动”投资者行为典范的机构投资者,在影响发行人商业决策方面变得更加积极。其中一些大型投资者寻求“仅为投资”的豁免,尽管他们试图影响发行人的管理决策。行为包括直接或间接尝试说服管理层将发行人挂牌出售。这类活动不符合豁免条件中的“纯粹被动”<sup>[163]</sup>

公司/证券和反垄断在“被动投资”概念上的矛盾,在近期一场执法行动中达到了顶峰,该行动与ValueAct投资公司对贝克休斯(Baker -

---

[160] 截至2018年1月,门槛为8440万美元。并购前申报办公室工作人员:《HSR(2016)门槛调整和应报告性》(*HSR Threshold Adjustments and Reportability*),联邦贸易委员会(2018年2月8日)。除“交易规模”测试外,还有“人员规模”测试,适用于规模较小的并购(5000万美元至2亿美元的交易)。参见联邦贸易委员会《是否提交:何时必须提交并购前申报表》(2008年)。

[161] 15 U. S. C. § 18a(c)(9). See also 16 C. F. R. § § 802.9, 802.64.

[162] 16 C. F. R. § 801.1(i)(1). See also *id.* § 802.9.

[163] 参见前注[119],布鲁诺文。See also 16 C. F. R. § § 802.9, 802.64; John M. Sipple, Jr., Chief, Fed. Trade Comm'n Premerger Notification Office, *Remarks Before the N. Y. State Bar Association, Antitrust Section 18* (1990年1月16日)。(“被动投资者可以与管理层会面,获取与投资相关的信息并进行投票表决”,但“如果一个大股东向公司管理层提出建议,要求其采取某些行动,无论这些行动是否需要股东批准,都可能被视为不符合仅为投资”。)

Hughes) 和哈里伯顿 (Halliburton) 两家公司的合并提议有关。<sup>[164]</sup> ValueAct 是一家经常寻求董事会代表席位的活跃型对冲基金投资公司,<sup>[165]</sup> 它收购了 2 家公司的股票并积极鼓励双方董事会合并。但 ValueAct 基于“仅为投资”的豁免条款没有按照 HSR 申报。

司法部提起民事诉讼,指控其违反 HSR 申报要求,并认为 ValueAct 不具备“仅为投资”的豁免资格,因为其“利用地位影响两家公司决策”。<sup>[166]</sup> 和解协议中,ValueAct 同意支付 1100 万美元民事罚款,并承诺在没有获得 HSR 许可的情况下,不与两家公司的董事会进行各种接触,包括:

- (A) 建议发行人的高管或董事进行公司合并、收购或出售;
- (B) 建议发行人的高管或董事对其持有表决权证券或股票的公司进行合并、收购或出售;
- (C) 就发行人参与的任何公开宣布的合并或收购,向发行人的高管或董事提出新的条款或提议修改;
- (D) 在公开宣布的合并或收购完成或放弃前,向发行人的高管或董事提出其他替代方案;
- (E) 向发行人高管或董事提议,变更需要股东批准的公司结构;
- (F) 向发行人高管或董事提议,修改公司关于产品或服务定价、生

---

[164] See Press Release, Halliburton Corp., *Halliburton and Baker Hughes Reach Agreement to Combine in Stock and Cash Transaction Valued at \$ 34.6 Billion* (Nov. 17, 2014), [www.halliburton.com/public/news/pubsdata/press\\_release/2014/HAL - BHI - Joint - Announcement - PressRelease.pdf](http://www.halliburton.com/public/news/pubsdata/press_release/2014/HAL - BHI - Joint - Announcement - PressRelease.pdf).

[165] See Michael Flaherty & Diane Bartz, *U. S. Regulator Sues ValueAct over Halliburton - Baker Hughes Disclosures*, Reuters; see also Antoine Gara, *ValueAct Capital Seeks Board Seats, Transparency at Governance Specialist MSCI*, Forbes; Sean Farrell, *Rolls - Royce Ready to Give Activist Investor a Board Seat*, Guardian, [www.theguardian.com/business/2016/feb/17/rolls - royce - ready - to - give - activist - investor - valueacta - board - seat](http://www.theguardian.com/business/2016/feb/17/rolls - royce - ready - to - give - activist - investor - valueacta - board - seat).

[166] 2016 年 4 月 4 日,美国司法部对 ValueAct 违反并购前申报要求的行为提起诉讼,《商业内幕》援引美国司法部助理部长威廉·贝尔 (Bill Baer) 的发言,称美国政府瞄准的 190 亿美元对冲基金正在反击。ValueAct 对哈里伯顿和贝克休斯的投资超过 25 亿美元,却没有通知反垄断机构,理由是没有影响公司商业决策的意图 (ValueAct 大量购买股票,成为两家竞争对手公司的最大股东之一,当时我们正在对两家公司的合并进行反垄断审查,ValueAct 利用自己的地位影响了两家公司的决策)。

产能力或生产量的策略。<sup>[167]</sup>

和解协议引起了广泛关注,并不是因为贝克休斯和哈里伯顿交易引起了严重的反垄断问题,并最终在美国和欧盟反垄断监管机构的反对下放弃,<sup>[168]</sup>而是因为本案在某种程度上体现了联邦贸易委员会目前对不符合 HSR 法案“仅为投资”豁免的态度。这些行为中有许多是负责任的机构投资者经常与被投资公司经理讨论的事项,包括建议取消分期分级董事会制度(第 E 点),对合并或合并价格的合理性发表意见(第 B、C、D 点),向董事会提出增加产量可能不明智的劝告(第 F 点)。<sup>[169]</sup> SEC 对 ValueAct 和解协议十分关注,因为协议修改了合规和披露解释,以澄清因股东在某一特定问题上试图影响管理层决策而不符合 HSR“仅为投资”的豁免条件,但并不会取消股东报告 13G 附表的资格。<sup>[170]</sup>

在某种程度上,ValueAct 和解协议代表了目前对“仅为投资”豁免限制的态度,这种限制过于宽泛。事实上,考虑到目前大型机构投资者和公司管理层之间的接触模式,如果认定 ValueAct 的行为不符合豁免条件,那么目前所有大型机构投资者都在持续违反 HSR。很难想象联邦贸易委员会愿意或有能力认真处理如此多的 HSR 申报。正因如此,我们更愿意把 ValueAct 和解协议看作一项特例。

“安全港”以外的行为并不必然构成反竞争,需要根据《克莱顿法》第 7 条加以分析。

---

[167] 最终判决,美国诉 VA 合伙企业案(United States v. VA Partners I, LLC), No. 16 - cv - 0672 (WHA), 2016 U. S. Dist. LEXIS 163605 (N. D. Cal)。

[168] 迈克·斯通(Mike Stone):《哈里伯顿和贝克休斯放弃 280 亿美元的合并》,路透社(2016 年 5 月 1 日)。

[169] 正如我们在第一部分所讨论的,第 F 点在某些情况下可能会增加反垄断风险。特别是在集中市场中持有竞争公司股票的投资组合经理,如果与竞争公司讨论定价或产量,可能会使其公司和被投资公司面临巨大的法律风险。

[170] 《证券交易法》第 13(d)条和 13(g)条以及第 13 - D - G 条例(受益所有权报告),美国证券交易委员会(2016 年 7 月 14 日)(问题 103.11)。

## 结 论

集中市场中,面对机构投资者积极参与被投公司管理之情形,投资者必须像对证券法规问题一样对反垄断问题保持警觉。正如基金经理需要了解 SEC13D 下的披露义务一样,他们也应该了解反垄断的基本知识。基本原理是明确的:持有竞争公司股票的投资组合经理必须小心,不要利用这些股票促成卡特尔。

集中市场中平行持股是否会产生反竞争效应?答案是肯定的。本文以一种假设开篇,这种假设显然违反《谢尔曼法》第 1 条,但第二种假设则没有。据我们所知,还没有实质性证据表明,目前多元化机构投资者的平行持股具有反竞争效应,也没有证据表明集中市场中,多元化机构投资者的现有持股违反《谢尔曼法》第 1 条和《克莱顿法》第 7 条,这些投资者也不应该被限制在集中行业中只能持有一家公司的股票。本文审视了对广泛的多元化机构投资者持股的反垄断抨击并且发现了其中的不足。

即使是最具煽动性的主张也令人难以信服,不应该让机构投资者和被投公司产生一种安全的错觉。阿斯纳尔等人和艾尔豪格、波斯纳等人在提出反垄断问题上作出了宝贵的贡献。展望未来,学者、实务工作者、机构投资者和监管机构都应该考虑制定针对多元化投资者的反垄断指导方针。我们已经初步勾画并为之辩护,但还需要做更多的工作。

(编辑:宋澜)