

长期股东和任期表决权制^{*}

[美] 林恩·L. 达拉斯^{**} [美] 乔丹·M. 巴里^{***} 著
李啸东 潘 婷 雷语嫣 王 烁^{****} 译

* Long – Term Shareholders and Time – Phased Voting, 原载
Delaware Journal of Corporate Law 第 40 卷第 2 期(2016
年),感谢作者及期刊社授权翻译。

** 圣地亚哥法学院法学教授。

*** 圣地亚哥法学院法学教授。感谢 Emily Keifer, Robert P.
Bartlett, III, Brian J. Broughman, Steven Davidoff Solomon,
Ofer Eldar, Jared A. Elias, Jill E. Fisch, Miranda Perry
Fleischer, Victor Fleischer, Dov Fox, Assaf Hamdani, John
William Hatfield, Scott Duke Kominers, Orly Lobel, Frank
Partnoy, Theresa J. Player, Elizabeth Pollman, Sharmila
Sohoni, Ted Sichelman, Eric L. Talley, Randall Thomas, 公司
法女性教授团体,以及 2015 年美国法律与经济学学会年
会、2013 年和 2014 年法律与社会年会、2014 年全国商法学
者会议、2013 年社会学会与经济学家会议、2015 年加州大
学伯克利分校/圣地亚哥大学商业法会议等会议的参会者
和圣地亚哥大学法学院青年教师工坊的参与者给出的评
论和反馈。我们也很感激优秀的研究助理 Richard Decker
和其他专职研究助理的贡献,包括 Nika Antonikova, Mason
Baldwin, Lauren Bushman, Ryan Civiello, Justin Clark,
Lindsay Craft, Derek Dahlin, Clayton Henson, Jacob Herz,
Ryan Kelly, Davin Kono, Kristen Lee, Michael Levine, Mero
R. Marme, Jordan McDaniel, Jessica McElroy, Henry Tao,
Jordan Wager, and Catherine Wicker。最后,我们感谢 Janet
Courtney – Smith, Perla Bleisch, 以及美国法律研究中心的
图书馆员提供的帮助。

**** 译者分别为清华大学法学院 2017 级法学硕士、清华大学

摘要:近年来,任期表决权制(TPV)作为应对股东短期行为的补救措施而获得了较大关注。它类似于一种温和的双层股权结构,但更具针对性。短期来看,TPV增强了内部人员控制,并在公司的所有权和控制权之间形成了偏离。但从长远来看,TPV会降低内部人员所有权和控制权。总体而言,TPV公司的市场表现明显优于整个市场。虽然目前尚不清楚是不是TPV促成这种强劲表现,但我们相信,股东和公司自由地去探索合理的TPV适用方案会获得市场支持。

关键词:任期表决权制 公司治理 短期主义 投资者保护

“一个管理团队被一系列短期目标分散注意力,就像节食者每半小时踏上秤称重一样毫无意义。”

——Larry Page, Sergey Brin:“谷歌股东的所有者手册”。^[1]

引 言

当谷歌于2004年上市时,其创始人Larry Page和Sergey Brin在发行注册文件(registration statement)中附了一封简短的信。这一标题为《谷歌股东的所有者手册》的不寻常文件,阐述了创始人对谷歌发展的愿景。他们特别强调,谷歌将继续专注于公司的长期发展并抵制市场压力。他们认为,这种压力会导致上市公司过度关注短期业绩。^[2]

法学院2017级法律硕士、上海交通大学凯原法学院2015级本科生、上海交通大学凯原法学院2018级法学硕士。感谢上海证券交易所2019年度暑期实习生计划的支持。

[1] Larry Page & Sergey Brin, Letter from the Founders—“An Owner’s Manual” for Google’s Shareholders, Google Inc., Registration Statement (Form S-1) at i (Apr. 29, 2004), available at <http://perma.cc/HZG5-CWWY>.

[2] 见上注。

许多其他的商业领袖^[3]学者^[4]和评论员^[5]同样认为,上市公司过

[3] 参见 ASPEN INST., OVERCOMING SHORT - TERMISM; A CALL FOR A MORE RESPONSIBLE APPROACH TO INVESTMENT AND BUSINESS MANAGEMENT 2 (2009), 载 <http://perma.cc/J9KY-PP66> [以下简称 ASPEN INST.] (在一篇由 Berkshire Hathaway 公司 CEO Warren Buffett、Vanguard 集团创始人 John Bogle 和已退休的 IBM CEO Louis Gerston, Jr. 等著名商界领袖署名的文献中争论了长期经营的管理重点); CFA CTR. FOR MARKET INTEGRITY & BUS. ROUNDTABLE INST. FOR CORP. ETHICS, BREAKING THE SHORT - TERM CYCLE: DISCUSSION AND RECOMMENDATIONS ON HOW CORPORATE LEADERS, ASSET MANAGERS, INVESTORS AND ANALYSTS CAN REFOCUS ON LONG - TERM VALUE 1 (2006) [以下简称 CFA CTR.], 载 <http://perma.cc/6947-AEM4>; COMM. FOR ECON. DEV., RESTORING TRUST IN CORPORATE GOVERNANCE: THE SIX ESSENTIAL TASKS OF BOARDS OF DIRECTORS AND BUSINESS LEADERS (2010) [以下简称 RESTORING TRUST], 载 <http://perma.cc/ND64-SWRG>; MATTEO TONELLO, CONFERENCE BD., REVISITING STOCK MARKET SHORT TERMISM (2006), papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=938466 (基于与行业领袖和主要投资者会面的研究报告)。

[4] 参见下文第一部分(一)的2和3,以及该部分引用的资料。也可参见 PAVLOS E. MASOUIROS, CORPORATE LAW AND ECONOMIC STAGNATION: HOW SHAREHOLDER VALUE AND SHORT - TERMISM CONTRIBUTE TO THE DECLINE OF WESTERN ECONOMIES 23 (2013) (表达了对“受非控股股东影响下短期主义在公司决策中占主导地位”的担忧); John Asker, Joan Farre - Mensa & Alexander, *Ljungqvist Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle?* 28 REV. FIN. STUD. 342, 344 (2015) (得出的结论是“短期主义的压力会促使公众公司在投资时过于短视”); William R. Baber, Patricia M. Fairfield & James A. Haggard, *The Effect of Concern About Reported Income on Discretionary Spending Decisions: The Case of Research and Development*, 66 ACCT. REV. 818, 828 (1991) (认为公司通过减少研究和开发投资以增加季度收益); Sanjeev Bhojraj, Paul Hribar, Marc Picconi & John McInnis, *Making Sense of Cents: An Examination of Firms that Marginally Miss or Beat Analyst Forecasts*, 64 J. FIN. 2361, 2385 (2009) (得出结论,那些避免对可能导致短期股价下跌的项目进行投资的公司“在长期来看表现不佳”); John R. Graham, Campbell R. Harvey & Shiva Rajgopal, *The Economic Implications of Corporate Financial Reporting*, 40 J. ACCT. & ECON. 3, 47 (2005) (发现接受调查的高管有78%的人“承认他们会牺牲……[长期]价值来实现更顺畅的盈利路径”); James M. Poterba & Lawrence H. Summers, *A CEO Survey of U. S. Companies' Time Horizons and Hurdle Rates*, 37 MIT SLOAN MGMT. REV. 43, 43 (1995) (表明“投资期限视野”的差异可能是造成美国工业竞争力下降的原因); Michael E. Porter, *Capital Disadvantage*:

分关注短期利益,而忽视了长期决策。^[6]许多批评者认为,短期投资的

America's Failing Capital Investment System, HARV. BUS. REV., Sept. – Oct. 1992, at 65, 67 (“美国制度首先提出了股东感兴趣的目标是股票的近期升值,甚至以牺牲美国公司的长期发展为代价”); Alfred Rappaport, *The Economics of Short – Term Performance Obsession*, 61 FIN. ANALYSTS J. 65, 72 (2005) (断言“首席执行官们……痴迷于……短期股价[,]……牺牲这些公司的长期前景……试图暂时提高股价”); Sugata Roychowdhury, *Earnings Management Through Real Activities Manipulation*, 42 J. ACCT. & ECON. 335, 364 – 65 (2006) (发现公司为了实现短期盈利的预测而对产品价格进行打折以提高销售额); Jeremy C. Stein, *Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior*, 104 Q. J. ECON. 655, 655 (1989) (“即使是一个充分有效的市场也会使关心股票价格的管理人表现出短期主义”)。

- [5] 参见 Dominic Barton, *Capitalism for the Long Term*, HARV. BUS. REV., Mar. 2011, at 85, 86 – 88; Jill Priluck, *The Dark Side of Shareholder Activism*, REUTERS (Apr. 12, 2013), 载 <http://perma.cc/4C8U-LN2A> (认为美国公众公司的短期主义现象严重)。
- [6] 本文不讨论公司是否投资短视的问题,我们注意到对这一点仍然存在激烈的争议。认为短期主义不需要担忧的文章。例如, George W. Dent, Jr., *The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short – Termism*, 35 DEL. J. CORP. L. 97, 122 – 28 (2010) (争辩说股东“赞成增加长期价值的步骤”) (删去了强调显示); Mark J. Roe, *Corporate Short – Termism—In the Boardroom and in the Courtroom*, 68 BUS. LAW. 977, 1005 (2013) (认为有关短期主义的证据不足以支持采取具有隔离公司董事会效果的措施); Joe Nocera, *A Defense of Short – Termism*, N. Y. TIMES, July 29, 2006, at C1, 载 http://www.nytimes.com/2006/07/29/business/29nocera.html?_r=0&pagewanted=print (“纽约大学著名的会计学教授 Baruch Lev……认为把短期主义看作一个问题是不滑稽的”); Jesse M. Fried, *The Uneasy Case for Favoring Long – Term Shareholders*, 124 YALE L. J. 1554, 1561 – 62 (2015) (认为最大化长期股东的回报不如最大化短期股票价格更有效率); Luigi Zingales, *The Future of Securities Regulation*, 47 J. ACCT. RES. 391, 415 (2009) (“虽然这种观点很受欢迎,但我未找到任何实证方面的支持”); Michael C. Jensen, *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*, 4 MIDLAND CORP. FIN. J. 5, 11 – 14 (1986) (认为金融市场并非短视的)。

股东是上市公司所谓的短视行为的重要原因。^[7] 这一论点的基本逻辑如下:短期股东预计会在不久的将来,以尽可能最高的价格出售股票。因此,他们首要关注的是公司股票的短期价格。如果股票市场没有充分结合考虑公司的发展前景,短期股东将希望公司采取措施使股价在短期内最大化,即使这样做会降低公司的长期价值。这种观点认为,公司的短视行为是因为管理者在为短期股东的利益服务;简言之,管理者只是在满足强势股东们的要求。

[7] 参见 ASPEN INST., 前注[3], 第2页(解释了董事会和经理允许可以实现理想的长期增长和利润的短期考虑); Patrick Bolton & Frédéric Samama, *Loyalty – Shares: Rewarding Long – Term Investors*, 25 J. APPLIED CORP. FIN. 86, 86 – 88 (2013) (讨论了管理者短期行为和短期股东之间的关系); CFA CTR., 前注[3], 第3页(解释称如今被提及最多的一个问题是在短期投资者预期的背景下进行有效管理); RESTORING TRUST, 前注[3], ix, xii, 第10页、第14~15页(讨论短期主义对企业管理的影响以及解决问题的可能方法); JANE AMBACHTSHEER ET AL., MERCER, STIKEMAN ELLIOT LLP & GENERATION FOUND., BUILDING A LONG – TERM SHAREHOLDER BASE: ASSESSING THE POTENTIAL OF LOYALTY DRIVEN SECURITIES 11 (2013); TONELLO, 前注[3], 第5页(引发对公司和投资者短期主义的担忧,这种担忧“削弱了对基础的经济稳健性的信心,使战略目标不透明,并鼓励少数人的机会主义行为,导致损害多数人的利益”); Lynne L. Dallas, *Short – Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, 37 J. CORP. L. 265, 296 – 310 (2012) (讨论了短期投资者是促进短期主义的一个因素); Martin Lipton & William Savitt, *The Many Myths of Lucian Bebchuk*, 93 VA. L. REV. 733, 745 – 46 (2007) (认为授权短期股东会“让董事们放弃对长期的关注”); Priluck, 前注[5] (认为股东“推动了当今商业中一些最具破坏性的短期思维”); Leo E. Strine Jr., *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, 66 BUS. LAW. 1, 16 – 18 (2010) (表达了对短期股东将给公司经理带来不适当的激励措施的担忧); but see Francois Brochet, George Serafeim & Maria Loumioti, *Short – Termism: Don’t Blame Investors*, HARV. BUS. REV., June 2012, at 28 (认为“虽然短期主义可能会受到投资者压力的推动,但同样,投资者会选择那些拥有受短期目标驱动的高管的公司”)。

为了减轻这种短期行为,美国^[8]和其他地方^[9]提出了一个重要的方案,即TPV。^[10]大多数美国公司采取一股一票的投票结构;每一

[8] 参见 Barton, 前注[5], 第91页; Tamara C. Belinfanti, *Shareholder Cultivation and New Governance*, 38 DEL. J. CORP. L. 789, 834 (2014) (讨论了将任期表决制作为短期主义的可能解决方案, 并建议纽约证券交易所重新考虑其一股一票政策); Martin Lipton, Jay W. Lorsch & Theodore N. Mirvis, *A Crisis Is a Terrible Thing to Waste: The Proposed "Shareholder Bill of Rights Act of 2009" Is a Serious Mistake*, WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, 2 (May 12, 2009), 载 <http://perma.cc/82PQ-P7QY> (将2009年《股东权利法案》作为短期主义的潜在解决方案进行评估); Charles M. Nathan, "Empty Voting" and Other Fault Lines Undermining Shareholder Democracy: The New Hunting Ground for Hedge Funds, M&A Deal Commentary (Sept. 2009), http://www.lw.com/upload/pubcontent/_pdf/pub1689_1.pdf (解释任期表决制是短期主义的可能解决方案, 但被纽约证券交易所禁止); P. Alexander Quimby, Note, *Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares*, 40 FLA. ST. U. L. REV. 389, 400-01 (2013) (讨论了忠诚股份条款作为短期主义的可能解决方案); Edward B. Rock, *Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, 97 CORNELL L. REV. 849, 903-04 (2012) (讨论了企业是否应该采取双层股权结构或者居中的任期表决制); Simon C. Y. Wong, *Rethinking "One Share, One Vote"*, HARV. BUS. REV. (Jan. 29, 2013), 载 <https://perma.cc/LD3A-NPNP> (主张美国的一些评论家已经支持增强长期股东的表决权); ASPEN INST., 前注[3], 第3页 (讨论了应对短期主义的一种综合措施)。

[9] 参见 HOUSE OF COMMONS, BUS. INNOVATION & SKILLS COMM., THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING, THIRD REPORT 2013-2014 52-53 (2013) [以下简称 KAY THIRD REPORT], 载 <http://perma.cc/ALV8-UK95> (推荐了一个针对任期表决制的可行性研究); Alex Barker, *Brussels Aims to Reward Investor Loyalty*, FIN. TIMES (Jan. 23, 2013, 8:19 PM), <http://www.ft.com>; Priluck, 前注[5]; Franziska Ruf, Louis-Martin O'Neill, & Nicolas Morin, *Task Force on the Protection of Quebec Businesses Proposes Bold Measures Against Unsolicited Take-over Bids*, DAVIES (Feb. 21, 2014), 载 <http://perma.cc/BWF4-3T4V>; European Commission Green Paper on Long-Term Financing of the European Economy 15 (2013), 载 <http://perma.cc/4UU5-56LH>。

[10] 任期表决制 (TPV) 有很多其他的名称。如 KAY THIRD REPORT, 前注[9], 第53页 (指“基于持股时间……的差异表决权”); SHEARMAN & STERLING LLP ET AL., REPORT ON THE PROPORTIONALITY PRINCIPLE IN THE EUROPEAN UNION 11 (2007) [以下简称 EU REPORT], 载 <http://perma.cc/HA9P-JSY3> (指“忠诚度股票”); Belinfanti, 前注[8], 第832-834页 (指“时间加权投票”); Rock, 前注[8], 第900页 [指“任期表决制” (tenured voting)]。“忠诚度股票”一词有时也用于描述权证或看涨期权的股票, 只有在股东持有该股票一段时间后才能获得。Bolton & Samama, 前注[7], 第40页。

股赋予其所有者一票表决权。与之相反,采取 TPV 的公司中长期股东每股享有的表决权超过短期股东。例如,持股 4 年或 4 年以上的股票可能被赋予每股 10 票表决权,但对于持有时间较短的股票,每股只能享有 1 票表决权。支持者认为 TPV 会鼓励更多股东进行长期投资,赋予长期股东相较短期股东更大的权力。这种权力的转移会使管理者相对而言更加关注长期股东的利益,从而减少短视行为。^[11]

相比之下,持怀疑态度的人认为 TPV 的主要影响是牺牲外部股东的利益,而加强企业内部人员的控制,如管理层和创始家族。公司内部人员通常持股时间较长,使他们成为长期股东的可能性极大。^[12] 因此,批评者认为 TPV 将扩大内部人员相对于其他股东的表决权。因为内部人员的利益取向在很多重要的方面与其他股东不同,^[13] 对 TPV 持怀疑态度的人认为进一步赋权内部人员最终会造成股东之间的矛盾。

然而,TPV 的支持者和批评者的论点在很大程度上可以兼容:管理者相对于股东可能更关心公司的长期发展,也可能通过公司运作寻求个人利益。因此,如果 TPV 给管理者更多独立于股东的自主性,这既会减少短视行为(这将增加公司的长期价值),同时也会增加代理成本(这将减少公司的长期价值)。这些影响如何抵消则因公司而异。

由创始人或创始家族主导的上市公司(“受控公司”)也可能对 TPV 特别感兴趣。^[14] 有很多原因能用来解释为什么控股股东重视他们的控制权:他们可能希望保护自己对公司的大量投资;他们可能认为自己最适合管理公司;或者,他们可能想要攫取更多的个人利益。

[11] 参见 Belinfanti, 前注[8],第 834 页;Quimby, 前注[8],第 400~401 页;Rock, 前注[8],第 901~902 页;Lipton, Lorsch & Mirvis, 前注[8],第 1 页。

[12] See DALE A. OESTERLE, *MERGERS AND ACQUISITIONS IN A NUTSHELL* 263 (2d ed. 2006); Henry T. C. Hu & Bernard Black, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, 156 U. PA. L. REV. 625, 698 (2008).

[13] 例如,经理们可能比股东们更愿意少做点工作,多拿点薪水。此外,经理们可能会反对给股东股票溢价的收购提议,但这可能会让经理们失去工作。见下文第一部分(二)之 1。

[14] 见下文第一部分(二)之 2(3)。

也有其他因素能推动控股股东减少对公司的控制权。公司可能需要额外的资金来开展新的业务,但发行新股将稀释控股股东的控制权。此外,控股股东的股份权益往往占其总财富的很大一部分。相当大的持股比例使他们暴露在重大风险之下。他们可以通过持有更多元化的投资组合来降低风险,但出售其控股公司的股票意味着减少对公司的控制权。反之,控股股东可能以多元化的股东不支持的方式来改变公司的业务战略,从而降低风险。^[15] 筹集新资本或实现(投资)多元化的需要使控股股东面临一个困境:他们必须在保持控制权和追求其他(商业)机会之间作出选择。

因为控股股东一般都是长期股东,相对于他们的持股比例而言,TPV 增强了他们的表决权。因此,TPV 使控股股东在降低其对公司所有权的同时维持对公司的控制成为可能。这可以促进控股股东的投资多元化,从而使控股股东的利益与多元化的公众股东的利益相一致。同样,公司可以在减少控股股东的控制下,发行新股来为公司获取融资。

TPV 使控股股东更容易维持对公司的控制。无论是在实施 TPV 之前还是之后,控股股东一般都是该受控公司最大的股东。^[16] 他们在 TPV 公司的股东权益通常大于其他公众公司内部人员的股东权益。^[17] 一个人在公司的现金流量权越大,公司成功时他的经济利益就越大。

[15] 见下文第一部分(二)。

[16] 比较下文的图 2、图 3(显示内部人和创始家族的所有权)和图 4(主要股东以外的股东的所有权)。

[17] See 2A HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE 235 (George M. Constantinides, Milton Harris & Rene M. Stulz eds., 2013) (指出对于标准普尔 500 指数成份股公司的 CEO 来说,其公司的有效股权持有比例的中位数从 1992 年的 0.35% 到 2003 年的 0.69%, 2011 年下降到 0.38%); Beau Page, *CEO Ownership and Firm Value: Evidence from a Structural Estimation* 1 (Nov. 2011) (未发表手稿), 载 <https://perma.cc/Z9VB-QYZ6> (称从 1992 年到 2007 年, CEO 在公司的平均持股比例为 3.6%); Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, *CEO Incentives—It's Not How Much You Pay, But How*, May – June 1990, at 138, 139 – 40, 载 <https://perma.cc/TR7Z-9ZQV> [他指出,“(1988 年)美国最大的 250 家上市公司之一的首席执行官拥有……不到该公司市值的 0.07%。此外,10 位 CEO 中有 9 位的持股比例不到 1%,只有不到 20% 的人拥有超过 5% 的公司流通股”]。

因此,这些公司可能会受益于控股股东的创业精神和监督管理。但是,没有控股股东的公司也可能会受益于独立董事会的监督或市场的监督。因此,一个人对于控股股东对公司的控制持积极或消极态度,可能取决于其对这些不同治理机制的看法。

TPV 也可能是双层股权结构的替代制度。后者是受控企业之间更常用的表决制度。^[18] 在双层股权结构公司,两类股票通常都有类似的经济权利,但其中一类股票每股的表决权更多。这给予了“高表决权”股票持有者对公司的表决控制。^[19] 通过分离公司的所有权和控制权,双层股权结构允许控股股东只持有公司较小比例的股份,却保持了对公司的控制。像 TPV 一样,这允许主要股东实现投资组合的多样化,并使公司在不稀释控股股东的控制权的情况下增发股本。

然而,TPV 相对于双层股权结构而言对内部人员的赋权程度更小。双层股权结构的高投票权股票通常不公开交易,因此大多数股东无法获得。^[20] 而在 TPV 下,每位股东均有机会获得超级表决权(superior voting rights)的股份,只要他在必要的持有期内持有股票。因此,相对于双层股权结构,TPV 使公众股东对管理者的监督较易。TPV 还更直接地解决了对短期行为的担忧。TPV 为持股一段时间的所有股东提供超额表决权,而双层股权结构仅为超额表决权股权(superior voting stock)所有者提供额外的表决权;他们并不关心普通股东对表决权较低级股票(inferior stock)的长期持有。

TPV 在法国非常普遍,欧洲其他地区次之。^[21] 相比之下,很少有

[18] 见下文第一部分(四)和第二部分。

[19] 参见 Paul A. Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, 23 REV. FIN. STUD. 1051, 1058 tbl2. (2010) (说明投票权与现金流量所有权之间的关系)。

[20] 见上注,第 1053 页。

[21] 法国最近通过了 Florange Act, 除非 2/3 的股东投反对票,否则法国上市公司必须采取任期表决制。参见 Michael Stothard, *French Companies Fight Back Against Florange Double-Vote Law*, FIN. TIMES (Apr. 16, 2015), 载 <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/05314dfe-e27d-11e4-ba33-00144feab7de.html>。甚至在 Florange Act 通过之前,任期表决制在法国的公众公司中就非常受欢迎。参见 EU REPORT, 前注[10], 第 44 页(发现 57% 的法国公司采取任期表决制,包括 20 家最大公司中的 10 家和最近上市的 20 家公司中的 12 家); Chiraz Ben Ali, *Disclosure and Minority Expropriation*:

美国公司采取 TPV；^[22] 几家主要的新闻媒体甚至错误地报道美国公司没有 TPV。^[23] 因此,本文前面讨论的 TPV 对美国公司的影响,主要是从理论上,实证研究也仅限于欧洲地区的公司。^[24]

本文以两种方式扩展了有关 TPV 的学术研究。首先,我们综合了现有的关于 TPV 理论的文献,在公司法理论中对 TPV 进行探讨。本文解释了(公司)为什么授予长期股东更多的表决权会鼓励管理者从实现公司的长期利益角度出发去经营。与现有的文献相反,^[25] 本文主张,TPV 是一股一票与双层股权结构之间的一个中间步骤,它可能特别适合受控公司和其他所有权相对集中的公众公司。其次,我们通过筛选和检验过去 30 年中采用 TPV 的十几家美国公司,对这个理论进行了实证研究。我们研究了这些公司 TPV 计划的条款及其实施的实施方式、撤销 TPV 的原因。我们还跟踪了公司在采用 TPV 后的所有权、控制权和业绩的变化趋势。我们的发现如下:

A Study of French Listed Firms 18 (May 17, 2009) (未发表的手稿), 载 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1406165 (在 84 家最大的法国上市公司中,有 64% 的公司采取任期表决制); Yvan Allaire & Mihaela Firsiroiu, *Hedge Funds as "Activist Shareholders": Passing Phenomenon or Grave - Diggers of Public Corporations?* 15 (Jan. 27, 2007) (未发表的手稿), 载 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=961828。

[22] 这种特殊性部分归因于监管原因。见下文注释[221]~[228]和附带的文字。

[23] 参见 *A Different Class: Would Giving Long - Term Shareholders More Clout Improve Corporate Governance?*, *ECONOMIST* (Feb. 18, 2010), 载 <http://perma.cc/Y6XJ-U3E6> (讨论了法国公司的任期表决制,并称“没有美国公司”有这样的表决制度); Jason Zweig, *Here Comes the Slow - Stock Movement*, *WALL ST. J.*, Mar. 23, 2013, at B1 (作者称,就他所知,“没有美国公司”采取任期表决制)。

[24] 参见 MASOUIROS, 前注[4], 第 256 页 n. 154 和第 257 页 (讨论了法国一项对 190 家大型公众公司的研究,其中 68.4% 的样本公司采取任期表决制); EU REPORT, 前注[5], 第 5 页和第 44 页 (描述了主要涉及欧洲实体的欧盟实施的事实调查); Ali, 前注[21], 第 3~4 页 (将该研究描述为仅限于法国公司)。But see Jeffrey N. Gordon, *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 *CAL. L. REV.* 1, 84-85 (1988) (选取了 5 家采取任期表决制的美国公司)。

[25] 参见 Richard M. Buxbaum, *The Internal Division of Powers in Corporate Governance*, 73 *CAL. L. REV.* 1671, 1718-19 (1985) (认为任期表决制比双层股权结构更有问题,对收购防御机制使一个绝对的“阻碍”)。

第一,与 TPV 倡导者的主张一致,公司会赋权持股 3~4 年的长期股东。我们的数据显示,长期股东平均持有约 25% 的已发行股份(outstanding shares),但控制着 70% 的表决权。大多数长期股票(约 75%)由外部股东持有,尽管通常不属于大股东,即拥有公司股份的 5% 以上的股东。

与此同时,我们发现,采用 TPV 后长期持股的比例会持续下降。因此,长期股东作为一个整体的表决控制权随着 TPV 的实施在下降,而剩下的每一位长期股东所持的表决权比例却更高。^[26]

第二,与对 TPV 持怀疑态度的人的批评一致,TPV 同样赋权内部人员。我们的数据显示,平均而言,近 2/3 的内部人所持的是长期股票,这比外部股东的持股比例要高得多。这使内部人的表决权大大超过了他们的股权;TPV 实施后,平均而言,内部人员只拥有 11% 的流通股,却控制了大约 22% 的表决权。我们注意到,这种内部人员表决控制权和股权之间的偏离程度,大约是美国双层股权结构公司中偏离程度的一半,这印证了我们将 TPV 视为一股一票制和双层股权结构制的中间安排的看法。^[27]

我们的数据表明,采用 TPV 与公司从控制权集中转向控制权分散之间存在联系。虽然我们的数据无法支持文本的推断,但 TPV 可能促成了这些转变:我们选定的公司,在采用 TPV 时都是由内部人员控制的,通常是创始家族。在采用 TPV 10 年后,观察到该公司的内部人员持股比例下降了近 45%。考虑到我们的数据主要由具有悠久家族控制历史的成熟公司构成,这一点意义重大;许多公司在采用 TPV 的时候已经有一个多世纪的历史了。^[28]

内部人员所有权的减少使他们的投资组合更加多样化,更好地将

[26] 这一观察结果表明,如果长期所有权下降到某个阈值以下,公司可能希望终止其任期表决制计划。

[27] 参见 Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第 1058 表 1.2 (显示作者关于双层股权结构的计算)。

[28] 由于公司无须在其委托投票说明书中披露家族所有权,因此我们的家族所有权数据有限。有证据表明我们的数据通常低估了家族所有权,有时甚至是大大低估。见下文第三部分(四)之 1。

其在公司投资策略方面的利益与外部股东的利益结合起来。我们还发现了 TPV 促成新股发行的一些证据。采用 TPV 5 年后,3 家公司发行的流通股至少增加了 25%。^[29] 这种新股发行的比率大约是“一股一票”制和双层股权结构公司各自表现出的比率的中值。^[30]

我们还进行了一项纵向研究来检验 TPV 对机构投资者的影响。我们发现,没有证据表明 TPV 增加或减少了机构投资者的持股。此外,也没有任何证据表明 TPV 增加了长期投资的机构投资者的持股,或减少了短期投资的机构投资者的持股。

总体而言,采用 TPV 的公司表现明显好于市场整体;1980 年,一位投资者在采用 TPV 的公司上投资了 100 美元,到 2013 年年底,这一数字超过 10,672 美元。相比之下,如果他投资标普 500 指数,则只有 1748 美元。^[31] 然而,尚不清楚是否是 TPV 促成了这一强劲表现;以标准普尔 500 指数去衡量,多数 TPV 公司的表现都比采用 TPV 之前要好。同样,在那些废除 TPV 的公司中,有许多公司的业绩先是下降,但随后又有所改善。^[32]

总的来说,关于 TPV 好坏的证据是混合的。因此,我们认为,对于一些希望继续试验这种制度的公司,公司和股东应该有制定此类协议条款的充分自由。

本文的第一部分提供了公司金融与公司法理论必要的背景知识,使关于 TPV 的争论限定在上下文的框架中。第二部分对双层股权结构进行实证研究,并考虑它为实施 TPV 可能产生的影响提供的启示。第三部分介绍我们关于美国上市公司采取 TPV 的经验的数据,包括讨论 TPV 的条款及其实施和撤销理由。第四部分进行总结。

[29] 这些发行在外股份的数字是根据股票分割的影响而调整的。有趣的是,这两家公司在采用任期表决制的原因中都没有包括促进股票发行。

[30] 见下注[410]。

[31] 见下文第三部分(四)之 5。

[32] 见下文图 14 及其附带的文字。

一、公司融资理论背景

本部分阐述了采取 TPV 必要的理论基础。首先,总结了短期主义争论中的不同观点,探讨了有效资本市场假说(“EMH”)和“短期主义批判”,包括长期股东和短期股东的角色。在此背景下,概述了支持和反对 TPV 的理论观点。最后,将 TPV 与其他公司表决结构进行比较。

(一)短期主义的争论

要理解短期主义批判,首先必须对资本市场理论有所了解。因此,我们先介绍有效资本市场假说,再转向短期主义批判及其与短期股东的关系。

1. 股票价格和有效资本市场假说

有效资本市场假说是一些经济学家分析金融市场的主要视角^[33]和美国证券法的基本原则。^[34]该理论认为,在大型公开市场交易的金融资产(如股票)的价格是基于可获得的信息而对此类资产价值的最佳估计。^[35]

这个理论的基本逻辑很直接:投资者关注其所投资的公司未来

[33] 参见 ANDREI SHLEIFER, *INEFFICIENT MARKETS: AN INTRODUCTION TO BEHAVIORAL FINANCE* 1 (2000) [“有效市场假说(EMH)一直是近三十年金融主张的核心”]; Donald C. Langevoort, *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation*, 97 NW. U. L. REV. 135, 136 (2002) (总体上讨论了有效市场假说); Jeff Schwartz, *Fairness, Utility, and Market Risk*, 89 OR. L. REV. 175, 201-03 (2010) (对有效市场假说进行更详细的探讨)。

[34] See generally *The Investor's Advocate: How the SEC Protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation*, SEC. & EXCHANGE COMMISSION, 载 <http://perma.cc/2L4J-HZLS> (最后修改于2013年6月10日)(讨论证券法的基本原则)。

[35] 更具体地说,有几种不同形式的 EMH。它们之间的区别在于假定哪些信息被纳入价格。大多数 EMH 的信徒都支持半强势版本的某些变体,该版本假定价格包含所有公开可用的信息。参见 IVO WELCH, *CORPORATE FINANCE* 305-07 (3d ed. 2014) (讨论了不同版本的 EMH)。

预期利润。^[36] 在大型公开市场中,许多投资者基于可获得的信息寻找最佳投资方式,即相对于他们的购买价格,采用预期收益最大化的投资方式。按照该理论,市场对新信息的反应非常迅速,因此(公司实际)表现领先市场非常困难。然而,这种方法取决于投资者之间的激烈竞争,从而推动股价反映公司未来预期收益。

例如,假设 AcmeCo 有 100 万发行的流通股,未来预期总收益为 5000 万美元。每股 AcmeCo 股份预计将使其所有者获得 50 美元。如果 AcmeCo 股票的市场价格低于 50 美元,假设是 40 美元,那么投资者应该蜂拥购买 AcmeCo 股票,因为花 40 美元可以购买价值 50 美元的股票。这就像有人以 15 美元的价格出售 20 美元的钞票。随着投资者涌向 AcmeCo 股票,他们将推高 AcmeCo 股票的价格;这个过程将持续到 AcmeCo 股票的价格达到 50 美元的预期价值。

如果 AcmeCo 股票的每股价格高于 50 美元,那么相同的动态机制将反向运作:如果 AcmeCo 股票的交易价格为每股 60 美元,拥有该股票的投资者选择卖出是明智的。为了换取现在收到的 60 美元,他只用放弃 50 美元的预期回报,比他继续持有股票还要多 10 美元。随着投资者出售股票,AcmeCo 股票的价格会下跌。这个过程将会持续到 AcmeCo 股票的价格达到 50 美元的预期价值。

因此,在有效资本市场假说下,上市公司的股票价格准确反映了公司预期的未来总收益,包括那些在遥远的将来才会实现的收益。^[37] 这个结论得出了一个有力的推论:所有股东,无论他们的投资时间如何,都希望管理者最大化公司的长期价值。^[38] 如果公司的股票价格反映了公司的长期价值,那么就采用一种可以提高长期价值的战略,也将提

[36] 更准确地说,投资者根据他们预期因持有股票而获得的回报的现值为他们的投资定价,并根据这些回报的风险进行调整。参见 SHLEIFER,前注[33],第2页。

[37] See Robert J. Shiller, *From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance*, 17 J. ECON. PERSP. 83, 84-85 (2003). 还要注意的,未来的收益是按现值折现的。同上注。

[38] 它假设股东是受利润驱动的;不适用于与公司其他利益相关的股东,如员工或供应商。

高公司现在的股价,即使马上就会产生成本,且只会在几年后产生利润。^[39] 同样,增加公司的短期利润但成本在长期中才会显现的策略会立即降低股票价格。以此推论,计划在不久的将来出售股票的股东与计划永久持有股票的股东一样,都希望公司采取行动,使公司长期利润最大化。

2. 短期主义批判

有效资本市场假说理论的假设存在几个潜在问题,^[40] 而学者们也在继续讨论怎样的金融市场才是有效的。^[41] 例如,市场价格的准确性

[39] 比较 John J. McConnell & Chris J. Muscarella, *Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm*, 14 J. FIN. ECON. 399, 419 (1985) (发现股票价格对增加投资支出的公告反应积极)。

[40] See generally Othmar M. Lehner, *A Survey of Behavioral Finance*, 1 J. BANKING & FIN. 1, 8 - 17 (2004), 载 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1669967 (讨论与有效市场假说相关的套利概念的各种限制); Lynn A. Stout, *The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance*, 28 J. CORP. L. 635, 651 - 59 (2003); William K. S. Wang, *Some Arguments that the Stock Market Is Not Efficient*, 19 U. C. DAVIS L. REV. 341, 394 - 402 (1986). 例如,与投资者买卖股票的决策相关的交易成本,如佣金和税收,可以阻止市场价格与预期价值趋同。Lehner, 同前注,第 12 ~ 13 页(列出三种类型的“执行成本”:佣金、为投资目的借入资金所支付的利息,以及研究股票定价是否有误所花费的时间); Schwartz, 前注 [33], 第 211 页(注意到这些成本“可能是巨大的”); 参见 Sanford J. Grossman & Joseph E. Stiglitz, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, 70 AM. ECON. REV. 393, 404 - 05 (1980) (他们认为,当信息成本高昂时,金融市场不会反映所有可用信息); Emanuela Sciubba, *Asymmetric Information and Survival in Financial Markets*, 25 ECON. THEORY 353, 372 (2005) (提出一个模型,在此模型下,无成本的信息是股票价格充分反映所有可用信息的必要条件)。还有一些研究的结果似乎很难与上面描述的 EMH 的经典版本相符。参见 Kenneth A. Froot & Emil M. Dabora, *How Are Stock Prices Affected by the Location of Trade?*, 53 J. FIN. ECON. 189, 190 (1999) (发现资产价格受贸易地点的影响); Philip S. Russel, *The Enigma of Closed - End Funds Pricing: Twenty - Six Years Later*, 16 INT'L J. FIN. 2985, 2986 - 87 (2004) (描述封闭式基金相对于净资产价值的持续错误定价); Jeffrey Wurgler & Ekaterina Zhuravskaya, *Does Arbitrage Flatten Demand Curves for Stock?*, 75 J. BUS. 583, 605 (2002) (发现指数中股票定价过高)。此外,本小节还引用了其他研究,这些研究由于各种原因对 EMH 提出了质疑。

[41] Eugene Fama, Robert Shiller 和 Lars Hansen 共同获得 2013 年诺贝尔经济学奖,很好地说明了这一争论。Fama 或许是经济学家中最认同有效市场假说的人; Shiller 是行为金融模型的主要支持者,该模型与有效市场假说相抗衡; Hansen 开发了已经被用来调查金融市场效率的统计方法。See Binyamin Appelbaum, *Economists Clash on Theory, But Will Still Share the Nobel*, N. Y. TIMES, Oct. 15, 2013, at A1.

取决于投资者获取和处理信息的能力。^[42] 而公司可能不会泄露不良信息,可能会通过冗长或不透明的描述将其隐藏起来。此外,公司衍生品交易的整体风险等信息可能过于复杂而无法清晰传达。^[43] 对披露的信息进行处理也可能引发质疑。例如,公司现在的利润很低是由于管理层经营不善还是公司追求长期利润的一种业务战略? 公司的高额当期利润反映的是良好的管理还是忽视长期利润的短视行为的结果?

此外,有效资本市场假说的一个重要假设是投资者是理性的。^[44] 更具体地说,它取决于市场由足够的理性投资者进行估值,并基于这些估值进行买卖。^[45] 目前尚不清楚这种假设的真实程度。微观层面上,并非所有投资者都是理性的;一些投资者(仅仅基于)在股票价格变动或趋势进行交易。^[46] 此外,行为经济学家发现即使是老练的投资者在做出投资决策时也容易产生行为偏见和情绪。^[47] 这些信息处理的偏见和情绪,如“非理性繁荣”,可能会扭曲投资者的利润预期并导致对

[42] 参见 Schwartz, 前注[33], 第 183 页(“EMH 认为,随着经验丰富的投资者根据他们的全面分析进行交易,市场价格会迅速调整,并反映出 SEC 披露的信息,以及公开的任何其他信息”)。

[43] Frank Partnoy & Jesse Eisinger, *What's Inside America's Banks?*, ATLANTIC, Jan. - Feb. 2013, at 60, 60 - 71; Steven L. Schwarcz, *Regulating Complexity in Financial Markets*, 87 WASH. U. L. REV. 211, 216 - 36 (2009).

[44] 参见 Schwartz, 前注[33], 第 201 页(省去引用)(将“理性”定义为拥有“无限的意愿和能力来考虑所有相关的信息和选择,以及……无限的思维能力,以便权衡他们的选择并作出决定”)。

[45] 比较 SHLEIFER, 前注[33], 第 2 页:有效市场假说的基本理论依据有 3 个,这些依据的假设性越来越弱。首先,投资者被认为是理性的,因此对证券的估值也是理性的。其次,在某些投资者不理性的情况下,他们的交易是随机的,因此相互抵消,而不影响价格。最后,如果投资者以类似的方式失去理性,他们在市场上就会遇到理性的套利者,这些套利者消除了他们对价格的影响。

[46] 参见 Schwartz, 前注[33], 第 206 页(描述了人性的一些方面,解释了投资者倾向于“根据最近的趋势、流行、直觉和朋友的建议来挑选股票,而不是理性行为者会采用的概率计算式分析”)。

[47] 见上注,第 219 ~ 220 页。

新信息反应过度或反应不足。^[48]如果市场中的非理性者占主导地位,股票价格可能无法反映长期价值。^[49]

例如,再次假设 AcmeCo 的股票目前交易价格为每股 60 美元,但其预期的未来收益仅值 50 美元。如果投资者是理性的,正如有效资本市场假说所设想的那样,AcmeCo 的股东应该出售股票,这将压低 AcmeCo 股票的价格。但是,假设有许多非理性的强烈想要购买 AcmeCo 股票的投资者,则 AcmeCo 的股价会不降反升,甚至远远超过 AcmeCo 的实际价值。

而且,如果理性的 AcmeCo 股东认为非理性的投资者很快将推动 AcmeCo 的股价进一步上涨,他可能希望购买更多的 AcmeCo 股票以从中渔利。如果非理性投资者系统地低估资产价值,也会出现类似的动态机制。换句话说,如果市场上有足够的非理性投资者,即使理性投资者也可能不会像有效资本市场假说预测的那样行事。相反,它们可能会使市场价格进一步偏离长期价值。^[50]此外,投资者和资产管理人之

[48] See Aydo ğan Altı & Paul C. Tetlock, *Biased Beliefs, Asset Prices, and Investment: A Structural Approach*, 69 J. FIN. 325, 346 – 47 (2014) [建立模型论证了过度自信和 外推偏见(认为过去的趋势可能会继续下去)是如何导致对企业生产率的错误定价的]; Bolton & Samama, 前注[7], 第 39 页 n. 7 (总结了对外推偏见的研究); Martijn Cremers & Ankur Pareek, *Short – Term Trading and Stock Return Anomalies: Momentum, Reversal, and Share Issuance*, 19 REV. FIN. 1649, 1650 – 53, 1698 – 99 (2015); John C. Easterwood & Stacey R. Nutt, *Inefficiency in Analysts' Earnings Forecasts: Systematic Misreaction or Systematic Optimism?*, 54 J. FIN. 1777, 1778 (1999) (发现过度乐观会导致投资者“对负面信息反应不足,对正面信息反应过度”)。

[49] 比较 Schwartz, 前注[33], 第 213 页; EMH 认为市场压力导致的均衡价格是准确的。行为主义者假定价格均衡更为微妙和复杂。他们认为,价格是由两个市场过程造成的:非理性投资者和理性套利者。非理性投资者执行的交易使价格偏离基本价值;理性套利者有时加入非理性投资者的行列,有时根据可用交易策略的风险和成本进行反向交易。在这个更为复杂的市场版本中,价格可能会偏离其基本价值。

[50] 参见 Dilip Abreu & Markus K. Brunnermeier, *Synchronization Risk and Delayed Arbitrage*, 66 J. FIN. ECON. 341, 357 (2002) (表明理性套利者因其他投资者行为时间的不确定性而推迟套利,包括噪音交易者;因此,“可能存在重大而持久的有效价格偏离”); Patrick Bolton, José Scheinkman & Wei Xiong, *Executive Compensation and Short – Termist Behaviour in Speculative Markets*, 73 REV. ECON. STUD. 577, 578 – 79 (2006) (解释理性投资者可能会根据他们的预期向更乐观的买家出售股票); Adam Brandenburger & Ben Polak, *When Managers Cover Their Posteriors: Making the Decisions the Market*

间的代理成本会加剧市场的不合理性。例如,假设资产管理人认为市场对某资产估值不足。如果他依自己的信念采取行动而亏损,事后看起来他会显得特别愚蠢而可能会失去工作。^[51]另外,如果他与市场同行,他亏钱的概率可能更大,但不会大过其他资产管理人亏钱的概率,使他不太可能被单独拎出来并被解雇。有证据表明,这种动态机制影响了基金经理的投资决策^[52]和分析师的买卖建议。^[53]

公司经理非常关心公司的股价,既因为他们是公司股东的代理人,

Wants to See, 27 RAND J. ECON. 523, 526 (1996); Schwartz, 前注[33], 第 213 页 [“在(行为)模型中,理性套利者发现,当他们将价格推升至基本价值的能力受到限制时,煽动泡沫而不是戳破泡沫是理性的”]; 参见 Raghuram G. Rajan, *Has Financial Development Made the World Riskier?* 313, 316 (Nat'l Bureau Econ. Research, Working Paper No. 11728, 2005), 载 <http://perma.cc/3529-85RU> (说明从众行为往往会使股价偏离基本价值)。

[51] 他还可能失去薪酬,因为资产管理公司通常根据短期季度业绩(通常被称为“季度冲刺”)进行奖励;一些人认为,这种薪酬激励法鼓励资产管理公司关注短期利益。CFA CTR., 前注[3], 第 9~10 页; Robert C. Pozen, *Curbing Short-Termism in Corporate America: Focus on Executive Compensation*, GOVERNANCE STUD. (BROOKINGS INST.), May 2014, at 7. 如果短期业绩不佳,投资者无法判断基金经理的长期投资策略,也可能会离开基金。参见 Dallas, 前注[7], 第 295 页; Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms*, 80 AM. ECON. REV. 148, 149-50 (1990); 也可参见 Schwartz, 前注[33], 第 214~215 页(认为由于投资者撤资的威胁,基金经理的管理可能会出现泡沫)。

[52] 参见 JOHN C. COFFEE, JR., *GATEKEEPERS: THE PROFESSIONS AND CORPORATE GOVERNANCE* 32 (2006) (“基金经理和分析师发现个人的错误相对于集体的错误而言,给他们造成的损失更大……”); Schwarcz, 前注[43], 第 255 页 n. 246; Schwartz, 前注[33], 第 216 页 (“因为[基金经理]与同行进行比较,所以数字上存在职业安全。当别人都错的时候犯错,总比别人都对的时候犯错要好得多”); Lawrence H. Summers & Victoria P. Summers, *When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transaction Tax*, 3 J. FIN. SERVICES RES. 261, 272-73 (1989)。

[53] Bradford Cornell, *Is the Response of Analysts to Information Consistent with Fundamental Valuation? The Case of Intel*, 30 FIN. MGMT. 113, 131-33 (2001) (发现分析师基于短期绩效而不是基本价值的估计给出建议,他们的建议是顺周期的,他们的动机可能是政治性的)。

也因为他们的报酬往往与公司的股价相挂钩。因此,在权衡竞争行为的过程中,管理者将认真考虑每项行动对其公司股票价格的影响。^[54]如果市场过度拥护短期绩效,这会鼓励管理者牺牲长期价值而关注短期业绩。^[55]

当一家公司采取行动提高其至少一段时间内的股价,但预期会损害公司的长期利益时,这被称为公司短视或“短期主义”。^[56]我们注意到短期主义并不是由行动的类型或其影响的时间决定的;关键问题是该行动是否以牺牲长期价值为代价来增加短期利润。因此,在某些情

[54] See Natalie Mizik, *The Theory and Practice of Myopic Management*, 47 J. MARKETING RES. 594, 595 (2010).

[55] 参见 Dallas, 前注[7], 第 312 页; Simon Grant, et al., *Information Externalities, Share – Price Based Incentives and Managerial Behaviour*, 10 J. ECON. SURVEYS 1, 2, 9 – 11 (1996); Merton H. Miller & Kevin Rock, *Dividend Policy under Asymmetric Information*, 40 J. FIN. 1031, 1040 (1985); Mizik, 前注[54], 第 595 ~ 596 页; Stein, 前注[4], 第 667 页; 参见 John Asker, Joan Farre – Mensa & Alexander Ljungqvist, *Comparing the Investment Behavior of Public and Private Firms* 22 – 28 (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 17394, 2011), 载 [http://perma.cc/JFU7 – YBU7](http://perma.cc/JFU7-YBU7) (研究发现,在股价对盈利消息更为敏感的行业,上市公司对投资机会的反应不如其他上市公司)。

[56] “短期主义”通常指公司过于注重短期业绩而牺牲了长期业绩。CFA CTR., 前注[3], 第 3 页(将短期主义定义为:“一些企业领导人对……短期、季度收益过度关注,却对战略、基本面和长期价值创造的传统方法缺乏关注”); Mizik, 前注[54], 第 594 页(将短期主义描述为“过分强调立即见效的策略,而牺牲了效果更好、但效果更遥远的策略”)。然而,不同的学者对短期主义的定义略有不同。参见 Kevin J. Laverly, *Managerial Myopia or Systemic Short – Termism? The Importance of Managerial Systems in Valuing the Long Term*, 42 MGMT. DECISION 949, 950 (2004) (用“短期主义”来指一个组织倾向于“高估短期回报,低估长期后果”,用“短视”来决策); MICHAEL T. JACOBS, *SHORT – TERM AMERICA: THE CAUSES AND CURES OF OUR BUSINESS MYOPIA* (1991) (将其定义为确保短期结果但“排除长期成就”的行动); David Marginson & Laurie McAulay, *Exploring the Debate on Short – Termism: A Theoretical and Empirical Analysis*, 29 STRATEGIC MGMT. J. 273, 274 (2008) (将短期主义定义为优先采取“对长期有害的后果”的短期行动,并将“短视”定义为“评估长期后果的困难”)。

况下,长期项目的过度投资也可能构成短期行为。^[57]

公司短期行为的一个例子是盈余管理,^[58]即为实现季度收益与预期收益相匹配而采取的行为。^[59]“真实”的盈余管理涉及公司运营的实质性变化,如解雇员工或减少研发费用。^[60]这些行动可以立即减少开支,从而改善公司的短期财务状况,但是长期来看会降低利润。“会计”盈余管理是指公司对收入和支出的改变。^[61]

两类盈余管理行为对公司^[62]和金融市场具有严重的长期负面影

[57] 参见 Lucian A. Bebchuk & Lars A. Stole, *Do Short – Term Objectives Lead to Underor Overinvestment in Long – Term Projects?*, 48 J. FIN. 719, 719 (1993) (“不完善的信息,加上对公司短期估值的重视,可能导致……对长期项目的过度投资”);也可参见 Brandenburger & Polak, 前注[50],第 526 页(建立可比较的动态模型)。例如,假设一家公司进行某种特定的盈利研究,因为市场认为它会盈利,即使经理们知道它不会盈利。这一研究显示,市场对长期投资的积极反应并不一定反驳短期行为。比较 McConnell & Muscarella, 前注[39]。

[58] 有关短期行为的其他例子,请参见 Dallas, 前注[7],第 278 ~ 281 页。

[59] 参见 Brian J. Bushee, *The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior*, 73 ACCT. REV. 305, 307 (1998); Dallas, 前注[7],第 278 ~ 281 页。

[60] 参见 Mizik, 前注[54],第 595 页;Roychowdhury, 前注[4],第 336 页。

[61] 参见 Mizik, 前注[54],第 594 ~ 595 页;Mark W. Nelson, John A. Elliot & Robin L. Tarpley, *How Are Earnings Managed? Examples from Auditors*, ACCT. HORIZONS 17, 29 (Supp. 2003)。公司有一定的自由裁量权来决定某些收入和费用是为会计目的而实现的。这种自由裁量权可能被滥用,造成对公司财务状况的扭曲。有关真实收益管理和会计盈余管理的例子,请参见 Dallas, 前注[7],第 278 ~ 280 页。

[62] 参见 Mizik, 前注[54],第 599 ~ 604 页(研究发现,从事盈余管理的公司的长期回报低于相应的公司,而且随着时间的推移,“负回报的幅度会增加”);Siew Hong Teoh, Ivo Welch & T. J. Wong, *Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings*, 50 J. FIN. ECON. 63, 64 (1998)(发现之前从事盈余管理的公司后来增发新股的表现比没有经验的公司表现差)。But see Katherine A. Gunny, *The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks*, 27 CONTEMP. ACCT. RES. 855, 856 (2010)(将实际盈余管理与更好的未来公司业绩联系起来)。

响。^[63] 一些评论家认为,盈余管理如此普遍^[64]且具有破坏性,^[65]因此,公司应该完全停止发布季度盈利指引;^[66]一些公司已经将这一建议铭记于心。^[67]

3. 短期主义和短期投资者

对短期管理行为的指责经常与短期股东的存在相联系。这可能是基于以下两个广泛的原因。首先,短期股东可能会增加公司从事短视行为的资本。一些研究将短期股东的存在与市场效率降低联系起

[63] 会计盈余管理总体上增加了金融市场的不透明性和波动性,使投资者更加谨慎,并可能阻碍经济增长。参见 Tonello,前注[3],第5页(表达了短期主义“破坏了人们对基础经济稳健的信心,使战略目标不透明,引导少数人做出不利于多数人的机会主义行为”的担忧);参见 Dallas,前注[7],第278页(讨论2002年的 Sarbanes - Oxley 法案与安然等公司会计盈余管理之间的关系)。

[64] 对首席财务官的调查显示,盈余管理无处不在。参见 Ilia D. Dichev 等, *Earnings Quality: Evidence from the Field*, 56 J. ACCT. & ECON. 1, 30 (2013) (报告称,接受调查的首席财务官中有20%承认管理过收益,其中约10%的收益通常是管理获得); Graham, Harvey & Rajgopal, 前注[4],第32~35页(调查了首席财务官们为实现季度盈利目标会做些什么:8%的人会增加广告、研究和开发等可自由支配的支出;55%的人会推迟一个新项目,即使这样做会降低项目的价值;39%的公司将鼓励客户在本季度购买更多产品)。

[65] 一些学者认为盈余管理是安然等公司倒闭的一个重要因素。参见 Paul M. Healy & Krishna G. Palepu, *The Fall of Enron*, 17 J. ECON. PERSP. 3, 9 - 11 (2003); Rappaport, 前注[4],第69页。

[66] CFA CTR., 前注[3],第2页; U. S. CHAMBER OF COMMERCE, COMMISSION ON THE REGULATION OF THE U. S. CAPITAL MARKETS IN THE 21ST CENTURY: REPORT AND RECOMMENDATIONS 74 - 75 (2007), 载 <http://perma.cc/5RV7-EJ8U>。讨论关于这一行动方针是否可取相反研究,参见 Dallas, 同前注[7],第327页和第455~460页。

[67] 参见 Vahan Janjigian, *Gimme Guidance*, FORBES (Aug. 22, 2006, 12:10 PM), http://www.forbes.com/2006/08/22/earnings-guidance-dell-in_vj_0822soapbox_inl.html [“在过去一年里停止给出估值的广受欢迎的公司中,包括百思买(Best Buy)、花旗集团(Citigroup)、戴尔(Dell)、福特汽车(Ford Motor)和摩托罗拉(Motorola)”。另外,这也可能通过减少市场信息来产生不利后果。

来。^[68] 市场效率越低,一项行动就越有可能增加短期股价而损害长期价值。^[69]

其次,短期股东可能会增加管理层从事短期行为的动机。假设股票市场价格高估了公司的短期前景而低估了其长期价值,股东希望经理做什么呢?

长期投资者可能会被吸引到那些没有表现出短视行为的公司。^[70] 他们可以购买并持有这些公司的股票。最终,这些公司的长期前景将会体现出来,公司实现了利润,股票价格也会上涨,从而使投资者获得

[68] 参见 Brian J. Bushee, *Do Institutional Investors Prefer Near – Term Earnings over Long – Run Values?*, 18 CONTEMP. ACCT. RES. 207, 213 (2001) (将公司与更多的短期股东联系起来,使其股价高于短期业绩); Martijn Cremers, Ankur Pareek & Zacharias Sautner, *Stock Duration, Analysts Recommendations, and Misvaluation* 25 – 26 (Dec. 2014) (未发表的手稿), 载 ssrn.com/abstract=2190437; 参见 Cristina Cella, Andrew Ellul & Mariassunta Giannetti, *Investors' Horizons and the Amplification of Market Shocks*, 26 REV. FIN. STUD. 1607 (2013) (研究发现,当存在市场范围内的负面冲击时,“短期投资者持有的股票在更大程度上经历了更严重的价格下跌和更大的价格逆转”)。短期投资者也可能过于自信。参见 Werner F. M. De Bondt & Richard H. Thaler, *Financial Decision – Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective*, in 9 HANDBOOKS IN OPERATIONS RESEARCH AND MANAGEMENT 385, 392 – 93 (Robert Jarrow et al. eds., 1995); J. Bradford De Long et al., *The Survival of Noise Traders in Financial Markets*, 64 J. BUS. 1, 6 (1991)。但是比较如 Xin Chang, et al., *Institutional Investor Horizons, Information Environment, and Firm Financing Decisions* (Apr. 19, 2012) (未发表手稿), 2012 年大洋洲财政与银行研讨会上提交, 载 papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2042476 (发现短期机构投资者比长期机构投资者更能改善公司的信息环境); Alex Edmans, *Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia*, 64 J. FIN. 2481 (2011) (认为美国的大股东可以通过他们知情的交易活动以及短期股东的帮助增加价值并影响管理层); Xuemin (Sterling) Yan & Zhe Zhang, *Institutional Investors and Equity Returns: Are Short – Term Institutions Better Informed?*, 22 REV. FIN. STUD. 893 (2009) (发现短期投资者更了解情况,这使他们能够在提高市场效率的同时获得更高的回报,而这些回报不是由短视行为造成的)。

[69] 比较 Mizik, 前注[54], 第 609 页(从 1986 年到 2005 年,他们研究了 6642 家美国公众公司,并得出结论:“金融市场需要很长一段时间才能完全吸收短视的支出对公司估值的影响”)。

[70] 或者,同样地,不像其他人那么短视。

了可观的利润。^[71]

但短期投资者则无法利用这一战略,因为他们的投资期限太短了。他们的利润将取决于股票出售时的市场价格,这是很短暂的。因此,短期投资者会支持任何在短期内提高公司股价的行动,无论对公司长期价值的影响如何,他们也会向管理层施压以采取相应的行动。

具有关注短期利益的客户的机构投资者可能会有类似的动力。许多基金允许投资者申请快速赎回。^[72] 忠诚的资产管理人如果预期客户会很快兑现,或者预计短期损失将导致客户亏本赎回他们的本金时,应当关注短期股票价格。资产管理人可能有专注于短期行为的与客户的利益无关的其他理由。^[73]

几项实证研究发现了短视行为和短期股东两者之间的联系。一组研究着眼于所谓“短暂”机构投资者的投资。^[74] 这些机构投资者拥有高度多元化的投资组合,其特点是大量使用动量交易和高股票周转率(higher stock turnover);每个季度,他们可能会将投资组合的70%以上转出。^[75] 我们注意到,短期机构投资者不包括高频交易员,后者的活

[71] 这是一种简化。一个已经拥有股票的长线投资者可能希望公司在股价立即上涨的情况下采取短视的行为。然后,投资者可以出售他在该公司的股份,并用所得资金购买另一家短视程度较低的公司的股票。参见 Fried, 前注[6],第50~51页(描述了当市场效率低下时,长期股东和短期股东的不同利益所产生的动力)。

[72] 参见 15 U. S. C. § 80a-22(e) (2006) (“在向公司或其指定的代理人提供赎回担保之后超过七天的时间内,任何注册投资公司均不得根据其条款中止任何可赎回证券的赎回权,或推迟支付赎回日期……”)。

[73] 参见 Dallas, 前注[7],第295页;Schwartz, 前注[33],第214页(解释说,由于投资者退出的威胁,管理人的管理可能会出现泡沫);Shleifer & Vishny, 前注[51],第149~150页;CFA CTR., 前注[3],第9~10页;Pozen, 前注[51],第17~18页。

[74] 这些研究采用了 Bushee 开发的机构投资者分类系统。参见 Bushee, 前注[59],第310页;Bushee, 前注[68],第213~214页;Brian Bushee, *Identifying and Attracting the “Right” Investors: Evidence on the Behavior of Institutional Investors*, J. APPLIED CORP. FIN., Fall 2004, at 28, 29-31. Bushee 的方法受到 Michael Porter 的启发,后者对美国、德国和日本公司的投资进行了比较。MICHAEL E. PORTER, *CAPITAL CHOICES: CHANGING THE WAY AMERICA INVESTS IN INDUSTRY* 42-49 (1992). 本小节后面将讨论使用此分类方案的其他研究。

[75] 参见 Bushee, 前注[68],第214页;Bushee, 前注[74],第30页。

动通常不会被这些研究所涵盖。^[76]

有研究将短期股东(包括短期机构投资者)的投资与一系列较差的投资回报和公司行为联系在一起。短期机构投资者持股比例更高的公司更有可能参与实际盈余管理和会计盈余管理。^[77] 他们的内部控制实质上可能更薄弱,使管理人员更容易从事不当行为,并使未来的经营业绩和股票收益下降。^[78] 短期股东持有大量股票,更可能追求降低公司价值的收购和对收购目标出价过高。^[79] 一项研究将较高的股票周转率与较差的公司投资决策联系起来。^[80]

反之,有研究将长期机构投资者和符合股东长期利益的公司行为

[76] 这些研究从 13-F 备案中获得机构持股数据,这些数据是基于季度末的持股情况。高频交易员通常没有多少隔夜风险敞口,因此在 13-F 备案中所占比例较低。参见 Matthew O'Brien, *Everything You Need to Know About High-Frequency Trading*, ATLANTIC (Apr. 11, 2014), 载 <http://perma.cc/8JB6-R43T>。

[77] 参见 Bushee, 前注[59], 第 307 页, 第 330~331 页(发现真正的盈余管理活动,特别是削减研究和开发费用,在这些公司更常见); Ping - Sheng Koh, *Institutional Investor Type, Earnings Management and Benchmark Beaters*, 26 J. ACCT. & PUB. POL'Y 267, 269-70, 294-95 (2007) (将临时机构所有权与权责发生制管理联系起来,以避免收益下降); Dawn A. Matsumoto, *Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises*, 77 ACCT. REV. 483, 511 (2002) (将短期机构所有权与“正异常应计利润”联系起来,以“避免负收益的意外”); Laura Yue Liu & Emma Yan Peng, *Institutional Ownership Composition and Accruals Quality* 3 (Sept. 2006) (未发表的手稿), 载 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=929582 (将短期机构所有权与较差的权责发生制联系起来); 也可参见 Natasha Burns, Simi Kedia & Marc Lipson, *Institutional Ownership and Monitoring: Evidence from Financial Misreporting*, 16 J. CORP. FIN. 443, 450, 453-54 (2010) [将短期机构所有权与更大的财务重述的可能性和范围联系起来(误报)]。

[78] See Alex P. Tang & Li Xu, *Institutional Ownership and Internal Control Material Weakness*, 49 Q. J. FIN. & ACCT. 93, 94-95 (2010)。

[79] See José - Miguel Gaspar, Massimo Massa & Pedro Matos, *Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control*, 76 J. FIN. ECON. 135, 138 (2005); Allaire & Firsirotu, 前注[21], 第 12 页。

[80] See Christopher Polk & Paola Sapienza, *The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory*, 22 REV. FIN. STUD. 187, 188, 205 (2009)。

联系起来。^[81] 例如,独立的持有大量股份的长期机构股东与更可靠的盈利报告^[82]和积极的并购后业绩相关联。^[83] 研究还发现,拥有这类股东的公司更有可能避免无利可图的并购。^[84]

最后,我们注意到短期持股的趋势已持续数十年。^[85] 因此,如果是短期投资者造成了公司的短视,我们有理由认为这一问题将继续恶化。

(二)任期表决议

大多数美国公司采用一股一票的表决机制。相比之下,TPV 给予长期股东每股多于短期股东的表决权。例如,持有股票超过 3 年的股东可以获得每股 5 票的表决权,而其他股东每股只有 1 票表决权。还有许多其他关于 TPV 的规定,但其中的共同点是,它们都赋予了持股时间较长的股东更多的表决权。

TPV 已被提议作为针对公司短视行为的补救措施。受控公司或许也会对任期表决权特别感兴趣。下面我们总结了争论双方关于 TPV 的基本观点。

[81] 比较 Bushee,前注[59],第 307 页、第 330 页(发现非临时性机构股东与实际盈余管理之间没有联系);Burns, Kedia & Lipson,前注[77],第 450 页、第 453 ~ 454 页(发现重述的可能性和范围与非临时性机构投资者股份所有权之间没有关系);Tang & Xu,前注[78],第 95 页(发现非临时性机构投资者与内部控制薄弱之间没有联系)。

[82] 参见 Liu & Peng,前注[77],第 2 页(发现拥有专门机构股东的公司的报告收益比没有此类股东的公司更可靠);也可参见 Koh,前注[59],第 270 页(研究发现,“长期机构所有权限制了盈余管理公司的实现收益目标的管理”)。

[83] See Xia Chen, Jarrad Harford & Kai Li, *Monitoring: Which Institutions Matter?*, 86 J. FIN. ECON. 279, 281 (2007)。

[84] 见上注。

[85] 参见 Allaire & Firsirotu,前注[21],第 3 页(股票的年平均交易量从 1960 年的 12% 增加到 1987 年的 73%,再到 2005 年的 87%);MERCER, INVESTMENT HORIZONS: DO MANAGERS DO WHAT THEY SAY? 1, 7 - 8, 20 (2010) (从 2006 年 6 月至 2009 年 6 月,研究了 900 个积极管理的长期股权机构投资者投资组合,发现平均年交易量为 72%;在研究期间,所有投资风格的交易量都有所增加,而且大多数投资策略的实际交易量都高于预期)。But see Cremers, Pareek & Sautner,前注[68],第 10 页(研究发现,在股票持有时间的另一种衡量方法下,从 1985 年到 2010 年,股票平均持有时间增加了 20%)。

1. 反对观点

TPV 的批评者认为 TPV 将增加治理成本,使股东状况更糟。^[86] 他们认为,TPV 将破坏两种相关的机制,即股东表决权和公司控制权市场。^[87] 这两种机制有助于约束经理,并鼓励他们为所有股东的最佳利益行事。

第一种机制,股东选举公司的董事会。典型的美国公司赋予每位股东一股一票的表决权。^[88] 董事会负责监督高管人员,并对公司享有巨大的权力,包括雇用和解雇公司首席执行官(CEO)。^[89] CEO 知道他所属的董事会需向股东负责,因此可能会更倾向于为股东的利益行事,其他高管人员也一样。

第二种机制是公司控制权市场,尤其是潜在的企业收购。^[90] 关于收购原因的传统观点如下:^[91] 假设一个公司管理不善。这导致了长期

[86] 他们还质疑任期表决权制是否会像其支持者声称的那样带来好处。例如 AMBACHTSHEER 等,前注[7],第 12~13 页(报告称,大多数接受调查的资产管理人表示,增加的表决权吸引力太弱,不足以诱使机构投资者改变他们的行为)。

[87] 其他市场机制和法律机制也有纪律管理。例如,经理们有动力表现良好,这样他们就可以在公司晋升或被考虑在其他公司担任更高的职位。See Jordan M. Barry & John William Hatfield, *Pills and Partisans: Understanding Takeover Defenses*, 160 U. PA. L. REV. 633, 638-39 (2012)。然而,任期表决权制一般不涉及这些机制。

[88] 许多传统学者认为这些安排是有效的。参见 Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, *One Share - One Vote and the Market for Corporate Control*, 20 J. FIN. ECON. 175 (1988); Jordan M. Barry, John William Hatfield & Scott Duke Kominers, *On Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership*, 99 VA. L. REV. 1103, 1112 (2013) (讨论和收集资料来源)。

[89] 参见 Barry & Hatfield, 前注[87],第 639 页。

[90] 见上注。

[91] 其他关于收购的观点也被提出。收购可能是由于高管重建帝国的动机和他们出于过度乐观。See Nihat Aktas, Eric de Bodt & Richard Roll, *Corporate Serial Acquisitions: An Empirical Test of the Learning Hypothesis* 6 (UCLA, Anderson Sch. of Mgmt., Working Paper No. 06-07, 2007), 载 papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=885507; Bernard S. Black, *Bidder Overpayment in Takeovers*, 41 STAN. L. REV. 597, 624-28 (1989)。收购也可能作为一种手段,将一些利益相关者(如债券持有人和员工)的财富重新分配给股东。See Morey W. McDaniel, *Stockholders and Stakeholders*, 21 STETSON L. REV. 121, 125-26 (1991); Andre Schleifer & Lawrence Summers, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES 33 (Alan J. Auerbach ed., 1988)。由于股价与公司相关资产价值之间的差异,也可能发生收购,这被称为折扣假设。See Reinier Kraakman, *Taking*

利润较低,从而使股票价格降低。潜在的收购者(无论是竞争对手、投资基金或其他机构)可能会寻求全盘收购该公司现有股东的股份。如果成功,买方将成为控股股东,有权撤换现有的高管人员,成立新的董事会,更换能有效管理公司的高管人员。更新后的管理层将使被收购的公司更有价值,收购者将从这笔交易中获利。公司被收购、高管失业的威胁促使高管服务于股东的利益。从本质上说,一个公司的现有经理必须与潜在的收购者竞争管理公司资源的权力。^[92]

在企业控制权的斗争中,控制目标公司的董事会成员尤其重要。^[93]因此,股东表决权和公司控制权市场紧密相关。

TPV 的批评者指出该制度在以下几个方面会降低股东约束管理层的能力。

首先,TPV 将放大管理者的表决权。由于高管人员不会像其他股东那样积极地交易公司的股票,^[94]因此高管将更大比例地持有长期股票。由于 TPV 相对于其他股东而言增加了长期股东的表决权重,因此高管人员的投票将占总投票的更大份额。这种增强的影响力将降低其他股东约束高管人员的能力,使高管人员没那么负责,并增加治理成本。^[95]

其次,TPV 可能通过减少潜在收购者的表决权来降低公司高管的管理责任。许多收购需要股东直接或间接投票。收购方通常会在提出收购目标公司剩余的发行在外股份之前,购买目标公司相当大一部分的发行在外股份,从而可以投票支持收购。然而,作为 TPV 公司的相

Discounts Seriously: The Implications of "Discounted" Share Prices As an Acquisition Motive, 88 COLUM. L. REV. 891 (1988). 收购的另一个解释是减税。参见 Shleifer & Summers, 上注, 第 53 页。

[92] 参见 Barry & Hatfield, 前注[87], 第 639 ~ 640 页。

[93] 见上注, 第 643 ~ 645 页。

[94] 见前注[12]。

[95] 确切的机制可能有几种形式。一种方法是阻止收购。或者,如果管理者觉得对股东不需那么负责,他们可能培养出一种文化,忽视股东的偏好,而对逃避责任、过高的津贴和类似行为更加宽容。

对的新股东,潜在收购者的表决权可能会减少。^[96] 这种影响力的降低将阻碍收购,使公司原经理人免于竞争。

再次,相对于一股一票制度,TPV 可能会改变公司资产对于不同收购者的价值。收购方可能不仅仅被目标公司可能产生的分红所吸引,还可能被这种可以攫取超额个人利益的机会所吸引。如果 TPV 以上面描述的各种方式降低了高管对股东的责任,它们就可以增加高管的个人福利。由于获取私人利益的可能性,收购者将更有动力增加企业收购的频率。相比于其他收购方,受私人利益驱使的收购方不太可能有效地经营公司业务,从而潜在地产生低效率。简而言之,TPV 可能会使得资产不能流入最具有价值的用户的手中。^[97]

最后,尽管 TPV 可能会改善某些出现在受控公司的控股股东和外部股东之间的冲突,^[98]但由于所有权和控制权的分离加剧,它可能会激化其他矛盾。控股股东通常拥有超过现金流量权的表决权。例如,如果所有股东投票都依赖于多数股份,那么拥有 60% 股份的股东就拥有完全控制权,即使他无权获得 100% 的公司利润。控股股东的表决权和现金流之间的“偏离”可能存在问题。^[99] TPV 有助于控股股东在拥有较少的现金流量权的同时保持对公司的控制,使这个“偏离”更大,更令人担忧。这可能会给控股股东带来反向激励。更根本的是,对于拥有控股股东和所有权更分散两者各自的相对优势,一直存在相当

[96] 理论上,收购者可以购买股票,然后等待足够长的时间成为长期股东。然而,这在实践中似乎不太可能经常发生。参见 Lucian Arye Bebchuk, John C. Coates IV & Guhan Subramanian, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, 54 STAN. L. REV. 887, 927-29 (2002) (发现现任管理层几乎总能抵制一种要求收购方至少相隔 1 年并赢得两次股东投票的收购); Barry & Hatfield, 前注 [87], 第 703 页; Mike Burkart, Denis Gromb & Fausto Panunzi, *Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders*, 106 J. POL. ECON. 172, 194 (1998)。

[97] 参见 Grossman & Hart, 前注 [88] (认为一股一票制度是有效率的)。

[98] 见下文第一部分(二)之 2(3)。

[99] 见下文第二部分(三)。

大的争议。^[100] TPV 也可能使控股股东在本可能丧失控制权的情况下维持其对公司的控制。

2. 支持任期表决制的观点

以下是一些支持 TPV 的观点:

(1) 回应管理防御争论 (managerial – Entrenchment arguments)。

TPV 的支持者认为,一些敌意收购并非为了更换公司表现不佳的管理层,^[101] 敌意收购也不是转移公司控制权最好的方式。他们认为,个人股东在同敌意收购者谈判争取更高的股票溢价时处于不利的地位。^[102] 标的公司的内部人员通过谈判争取更高的收购价^[103] 以及推动公司收购者之间的竞争,都可以为标的公司股东争取更高的股票溢价。^[104] 此

[100] 参见 IRRIC INST. & ISS, CONTROLLED COMPANIES IN THE STANDARD & POOR'S 1500: A TEN YEAR PERFORMANCE AND RISK REVIEW 3 (2012) [以下简称 ISSREPORT] (发现,于 2012 年 8 月 31 日结束的研究期间内,拥有一股一票结构的受控公司的表现优于拥有分散股东的公司,而后的表现优于双层股权结构公司); Taylan Mavruk, *Do Ownership Concentration and Executive Compensation Exacerbate Managerial Myopia?: Evidence from Sweden* 18 – 19 (Apr. 17, 2011) (未发表的手稿), 载 ssrn.com/abstract=1812922 (发现更高的所有权集中度促进了企业的长期投资,这表明管理短视的减少); Xia Chen, et al., *Are U. S. Family Firms Subject to Agency Problems? Evidence from CEO Turnover and Firm Valuation* (Sept. 25, 2007) (未发表的手稿), 载 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=930824 (“研究结果表明,在 CEO 更替背景下,家族所有权与管理层分离时,可以像专业 CEO 家族企业那样缓解代理问题,但当与管理层结合时,可能像家族 CEO 企业那样加剧代理问题”)。

[101] 见前注[91]及其所引。

[102] 参见 Burkart, Gromb & Panunzi, 前注[96], 第 174 页。

[103] See Daniel R. Fischel, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, 54 U. CHI. L. REV. 119, 138 – 39 & n. 36 (1987).

[104] See Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Greenmail, White Knights, and Shareholders' Interest*, 17 RAND J. ECON. 293, 294 (1986); Amoud W. A. Boot, et al., *The Entrepreneur's Choice Between Private and Public Ownership*, 41 J. FIN. 803, 809 (2006); Renée Adams & Daniel Ferreira, *One Share – One Vote: The Empirical Evidence*, 12 REV. FIN. 51, 53 (2008). 此外,当市场不易理解公司的发展前景时,控股股东可以通过不同的表决权安排来阻止不合理的低价收购。See Valentin Dimitrov & Prem C. Jain, *Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual – Class; Growth and Long – Run Stock Returns*, 12 J. CORP. FIN. 342, 343 (2006). 另外,如果股东完全多元化,那么其作为目标方股东所获得的任何收益将同其作为收购方股东所获损失相抵消;此外,假设收购一般有利于股东并且减少收购防御频率,那么股东将不会支持收购方式措施。参见 Barry & Hatfield, 前注[87], 第 692 ~ 693 页(探讨了这种动态及其影响)。

外,如果公司内部人员比外部股东更清楚公司的成长前景,则 TPV 可以防止收购者以不合理的低价进行收购。^[105] TPV 的支持者也指向了双层股权结构;一些研究发现,在控制权的转移方面,双层股权结构公司同一股一票公司是一致的。^[106]

TPV 的支持者还指出了管理独立在敌意收购中的其他优势。这种独立性可以使管理层提供专注于业务需求,追求长期业务战略,并减少不必要的管理防御现象。^[107] 此外,这种独立性还可以激励管理层对公司付出。^[108] 对公司的付出增加了管理层对于公司的价值,但并不会增加管理层在外部劳动力市场中的价值。^[109] 这些成果通常可被接管公

[105] 参见 Dimitrov & Jain, 前注[104], 第 343 页。

[106] 参见下注[188]和附随文字。

[107] 敌意收购中保持管理独立可以避免昂贵的代价,如本文前面探讨的短视行为,以及管理层为说服公众股东理解其商业计划的优势所需的大量时间。See Harry DeAngelo & Linda DeAngelo, *Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock*, 14 J. FIN. ECON. 33, 35 (1985); Kenneth Lehn, Jeffrey Netter & Annette Poulsen, *Consolidating Corporate Control: Dual – Class Recapitalizations Versus Leveraged Buyouts*, 27 J. FIN. ECON. 557, 564 (1990); Asker, Farre – Mensa & Ljungqvist, 前注[55], 第 29 页(“平均而言,与非上市公司相比,上市公司对投资机会的回应较少;但是这种差异也增加了股票价格对公司行业盈利新闻的敏感度”)。Shai Bernstein, *Does Going Public Affect Innovation?*, 70 J. FIN. 1365, 1397 (2015) (“在首次公开募股后,没有牢固管理层的公司其创新质量会显著下降,这些公司的发明人员更有可能会辞职。相比之下,这些影响并不适用管理层根深蒂固的公司”)。或者,如果市场没有认识到目标公司的真实价值,那么管理层阻力将会使目标公司股东受益。参见 Barry & Hatfield, 前注[87], 第 654 页(管理层的信息优势所导致的防御措施会使目标公司股东受益,即使管理层是不忠实的代理人)。

[108] 参见 DeAngelo & DeAngelo, 前注[107], 第 35 页(注意到来自收购的威胁会阻止管理层对公司进行专门人力资本投资);Fischel, 前注[103], 第 137 页。公司特定管理专业知识的例子包括“掌握有限数量公司的特定生产过程、客户关系的历史信息、特定软件配置的开发以及公司文化中的管理技术”。参见 Gordon, 前注[24], 第 18 页。它们被更广泛地概括为“与特定公司的投资机会、人员、具体活动和组织相关的特定技能”。参见 Fischel, 前注[103], 第 137 页;Lehn, Netter & Poulsen, 前注[107], 第 563 ~ 565 页[探讨了能够激励管理层对公司进行付出的不同表决权安排,并认为“股东会发现提高一种代理成本(与表决所有权和公司剩余索取权之间的联系较弱相关的)并降低另一种代理成本(公司专门人力资本的低投资)是最优的”]。

[109] 参见 Fischel, 前注[103], 第 137 页(解释这一原则并指出拥有公司特定技能的管理层希望能和公司长期合作)。

公司的新管理层运用。因此,当管理层确信在未经他们批准的情况下公司不会被收购,其才会做这些事情。^[110]

(2)减少管理短视行为。

TPV 的支持者认为,通过以下三种机制,TPV 可以增加长期股东对公司的影响,以减少公司短视行为。第一,通过给予长期股东每一股份更多的表决权,TPV 增加了长期股东相对于短期股东的投票影响力。^[111] 这可使管理层更倾向于优先考虑长期股东的目标和利益。^[112] 如果长期股东相比短期股东更加关注公司的长期健康发展,^[113] 那么 TPV 可以减少管理层采取短视行为的动机。

第二,通过以下两种方法,采用 TPV 可增加公司长期股东的比例。首先,通过采用 TPV,公司会吸引更高比例的长期投资者。其基本逻辑是,采用 TPV 表明公司专注于长期价值。^[114] 专注长期价值的公司对长期投资者更具有吸引力,而对短期投资者吸引力较小。^[115] 因此,公司长期股东的比例会相对增加。其次,TPV 可延长公司现有股东的持股期限。TPV 会给予长期股东额外表决权,这一前景会促使公司股东降低交易股票的频率。^[116] 无论因果机制如何,更高比例的长期股东会使管理层更可能关注公司的长期健康发展而不是短期股价波动。

第三,TPV 通常会影响公司及投资文化。TPV 可增强公司管理层和职工树立对公司正确目标的信心。公司会更加关注长期战略,进而

[110] 参见 DeAngelo & DeAngelo, 前注[107], 第 36 页。

[111] 理想情况下,TPV 会根据预期行为而非先前行为来分配表决权——不会在较长时间
内出售其股票的股东将会获得更多的表决权,而不是持有股票数年的股东。然而,
在实践中,公司很难确定股东的预期行为。

[112] 同时,TPV 也会使股东更可能拒绝需要股东表决的短视行为。

[113] 参见前述第一部分(一)之 3。

[114] 比较 Brochet, Srafeim & Loumioti, 前注[7], 第 28 页(指出公司高管会发出短期信
号以吸引“关注季度数据的投资者”)。

[115] 参见前述第一部分(一)之 3。

[116] 对于长期持有大量股票同时试图利用短期价格波动经常进行股票买卖的股东而言,
这样的结果似乎最为合理。参见 Andy Puckett & Xuemin (Sterling) Yan, *The Interim
Trading Skills of Institutional Investors*, 66 J. FIN. 601, 612 (2011) (发现 20% 机构投资
者的交易活动都是同一股票的期内反复,而这种反复交易产生的异常报酬率仅为
0.08%); E-mail from Brian Bushee to Lynne Dallas (Jan. 18, 2016) [证实了大约
20% 机构投资者在 3 年内会改变类型划分(临时、专注、准指数)]。

增强对公司长期措施和职工绩效的依赖性。长期投资的增加也会改变对机构投资者的激励。资产管理人不再担心因短期业绩不佳而导致投资者赎回他们的权益,更可能根据长期价值预期作出投资决策。这些改变普遍会使公司文化或投资文化更关注于长期目标。

(3) 控股股东带给上市公司的潜在效率利益。

各类公司构成一个连续体,其中一端的公司的管理层同时是大股东,其作为同一整体实质上拥有所有表决权和现金流量权;另一端的公司是公众公司,其管理层和股东是相对不同的群体,管理层仅拥有一小部分表决权和现金流量权。^[117]

在美国,上市公司通常位于公众公司一端。包括所有那些我们发现的 TPV 公司的部分公司,都拥有可公开交易的股票,但却受到大股东或股东集团的有效控制(“受控公司”)。这些公司的控股股东通常是公司的创始人或者创始人的家族。为了理解 TPV 对受控公司的效益及成本的影响,重要的是要理解受控公司同典型公众公司的区别。

管理层作为代理人和股东作为被代理人之间的利益冲突所引起的代理成本是一个重要区别其中一个重要的区别,即涉及公司管理层(代理人)和股东(委托人)之间的利益冲突所产生的代理成本。首先,受控公司更可能拥有大股东,而典型的公众公司则倾向于更加分散的股权。与小股东相比,大股东更有动力来监督管理层。其次,在受控公司内,管理层和股东之间往往会有大量重叠。受控公司的主要股东通常是公司的高级管理人员,反之亦然。^[118] 与公司经济利益捆绑更紧密的管理层会更好工作。相比于典型公众公司中的管理层,作为 TPV 公司控股股东一部分的管理层会拥有更多的现金流量权。^[119] 上述两个因素均表明受控公司的代理成本低于典型公众公司。

另外,受控公司的控股股东与其他股东也会产生利益冲突。为了获益,控股股东可能利用其控制权来牺牲其他股东的利益。例如,假设 CEO 创始人拥有 50% 发行在外的股份并控制公司。非控股股东希望

[117] 见前注[17]。

[118] 例如,公司的 CEO 可能是公司的创始人。参见下文第三部分(一)。

[119] 见前注[17]所引。

限制 CEO 的薪酬,原因在于 CEO 每多 1 美元的薪酬就意味着其少收到 1 美元的分红;然而,CEO 创始人会更青睐于提高 CEO 的薪酬,因为以 CEO 身份每额外获得 1 美元,其作为股东仅花费 50 美分。^[120] 典型公众公司 CEO 的激励措施更加引人注目,因为相比于 TPV 公司的控股股东,他们拥有的现金流量权要少得多,尽管来自股东、董事会或公司控制权市场的压力会提供额外的限制。

由于股东投资性质的不同,受控公司的控股股东和外部多元化股东之间也可能发生利益冲突。多元化投资者会投资许多不同的公司,其希望每家公司均投资于有最高预期价值的战略业务。他并不关心某一公司业绩下降,不会将所有的鸡蛋放在一个篮子里。因此,他并不关心某一特定公司的风险水平。^[121] 多元化投资者投资组合整体价值的最大化是通过最大化被投资公司的预期价值来实现。^[122] 由于他并不关心特定公司的风险,所以愿意接受较低的投资回报率,这一般也会降低公司融资成本。^[123]

控股股东不同于多元化股东。控股股东对公司的所有者权益通常占其总财富的很大一部分。^[124] 控股股东多元化投资的缺失使其面临

[120] 比较 Ben Amoako – Adu, Vishaal Baulkaran & Brian F. Smith, *Executive Compensation in Firms with Concentrated Control: The Impact of Dual Class Structure and Family Management*, 17 J. CORP. FIN. 1580, 1592 (2011) (发现在多伦多证券交易所上市交易的双层股权结构公司中担任高管职务的家族成员的薪酬明显高于集中控制的单层股权结构公司)。

[121] 参见 WELCH, 前注[34], 第 193 ~ 202 页。多元化股东仍面临一个风险:如果出现经济衰退(繁荣),大多数企业将受到负面(正面)影响。因此,经济衰退的风险会影响整个市场,而多元化投资并不会减少“市场风险”的影响。从理论上讲,市场风险是多元化股东关心的唯一风险。同上注。

[122] 其假设一家公司的成功或失败并不会系统地影响其他公司的业绩。参见 John Armour & Jeffrey N. Gordon, *Systemic Harms and Shareholder Value*, 6 J. LEGAL ANALYSIS 35, 76 – 77 (2014) (认为最大化具有系统重要性的金融公司价值的行为并没有使多元化投资组合的价值最大化,因为这些公司的失败会产生巨大的外部性)。

[123] See David Millon, *Piercing the Corporate Veil, Financial Responsibility, and the Limits of Limited Liability*, 56 EMORY L. J. 1305, 1312 (2007)。

[124] See Scott W. Bauguess, Myron B. Slovin & Maric E. Sushka, *Large Shareholder Diversification, Corporate Risk Taking, and the Benefits of Changing to Differential Voting Rights*, 36 J. BANKING & FIN. 1244, 1247 (2012)。

重大风险,即如果公司发生不利事件,则其总财富将会严重缩水。这会使控股股东支持风险较低的战略,而不是高回报预期的高风险战略。控股股东甚至会采取降低风险的策略,尽管这会降低受控公司对多元化股东的价值。^[125] 大多数经济学家认为,这些风险较低的投资策略会降低公司的价值。

为什么控股股东不进行多元化投资? 投资多元化通常意味着降低其股权,这也会降低其对公司的控制。以下原因可解释为什么降低对公司的控制对控股股东没有吸引力。控股股东可能计划保留其对公司的投资及控制权,以保护其权益。控股股东可能认为,对公司的控制为公司带来的好处多于多元化股东所青睐的价值增长策略。首先,他可能认为,如果不能保持控制,那么短期投资者就能够要求管理层实施将降低公司长期价值的短视行为。^[126] 有证据表明,集中控制与更多的长期决策相关。^[127] 其次,他可能认为他的观点是优于外部股东的。这可能是因为控股股东的投资规模较大以致其更容易获得信息、专门知识,以及对公司更多的了解。维持控制权的这些理由也可能使其他股东同样受益。许多人对短期主义表示担忧;此外,许多学者赞扬知情

[125] 参见 Wayne O. Hanewiez, *Director Primacy, Omnicare, and the Function of Corporate Law*, 71 TENN. L. REV. 511, 542-46 (2004) (探讨了关于控股股东和多元化股东不同风险偏好和策略的例子); Richard A. Booth, *Stockholders, Stakeholders, and Bagholders (or How Investor Diversification Affects Fiduciary Duty)*, 53 BUS. LAW. 429, 433-34 (1998) (从非多元化投资者中区分出控股股东)。例如,受控公司可以从不相关的行业中获得业务。这样做可以降低控股股东的风险,因为如果受控公司原有业务的行业状况恶化,新的无关业务不太可能受到重大影响。这种效应使收购成为对控股股东有吸引力的主张,即便公司要经营新业务且与新业务先前所有者相比没有经验或专业知识效率低下。参见 Randall Morck, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?*, 45 J. FIN. 31, 46 (1990) (结果表明,从20世纪80年代竞买公司股东的角度看,不相关多元化业务是一个坏主意而且多元化可被看作服务管理层的目标)。一般来说,多元化股东只关心市场风险;单一的控股股东会关心各种其他的风险。最小化这些公司特定风险的策略并不可能是最小化市场风险的策略。

[126] 参见下文第三部分(三)之1(探讨了一些公司如何通过采用TPV来保证长期计划)。

[127] 参见 Mavruk, 前注[100], 第1页(发现所有权更集中的公司有更长的投资期限;所有权集中度平均提高10%,投资期限平均增加7个月)。

且积极的所有者参与公司治理。^[128] 但是,控股股东也可能因个人原因而想要保持对公司的控制,或者想从其他股东处攫取利益。^[129] 如何衡量控股股东控制权的效益和成本,很可能因公司而异。

然而,显而易见的是,TPV 做出了一些一股一票安排所不能实现的事情:TPV 为控股股东提供了一种既对公司保持控制又能实现投资多元化的途径。这样做可以更好地调和控股股东和多元化股东关于公司投资策略的初衷,同时这也使他们追求公司愿景并抵制来自短期投资者的作出短视决策的压力。

相比一股一票,TPV 的一个优势是其能够鼓励控股股东向公众和多元化股东发放新股。控股股东可能不希望向公司投入更多的资金。此外,由于控股股东已将其大量财富捆绑在公司中,对公司进行额外投资将会增加其财务风险,而这种风险并不适用于多元化股东。因此,即使控股股东愿意向公司投入更多的资金,公司从控股股东处获取资金的成本会高于从多元化股东处获取资金的成本。公司可以寻求其他资金来源,如银行贷款,但与向多元化股东发行新股票相比,这样做可能会使公司付出更多的代价。

在考虑向公众发行新股时,控股股东会担心发行的新股会削弱其对公司的控制权。无法发行新股则可能意味着该公司无法及时获得融资,不能完成使公司升值的并购。即使如此,如果公司是一股一票结构,控股股东可能会认为维持控制的价值高于所付出的代价。但是,对于 TPV 公司而言,至少初期来看,控股股东较少担心发行新股会稀释其控制权。因为 TPV 公司的新股必须被持有一段时间后,才有权获得超额表决权。因此,TPV 公司的控股股东更可能支持公司发行新股票。

(4) 小结。

综上,TPV 的支持者认为,TPV 可以为公司带来效益。就 TPV 批评者主张的 TPV 增加代理成本而言,可以考虑抵消效益。第一,就管理防御理论而言,管理独立可能产生利益。管理层在公司收购谈判中

[128] See Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785, 785 - 786 (2003).

[129] 参见 Amoako - Adu, Baulkaran & Smith, 前注[120], 第 1581 页(发现双层股权结构家族企业的高管薪酬明显高于集中控制的单层股权结构公司)。

可能处于优势地位,而 TPV 对他们进行了赋权。此外,由于 TPV 下的管理独立,管理层可以追求长期战略,避免不必要的管理防御,增加对公司的付出。第二,TPV 可以通过赋权长期股东、鼓励现有股东成为长期股东、吸引长期投资者以及使公司及投资文化更专注于长期业绩等措施来减轻公司从事短期行为的压力。第三,由于控股股东通常是长期股东,在任何所有权水平下,TPV 都倾向于增加控股股东的表决权。因此,TPV 可以让控股股东在拥有较少股份的同时,保持对受控公司的控制。这使控股股东可以多样化其投资组合,使其利益与多元化股东保持一致。这种控股股东更可能选择接近多元化股东偏好的公司策略。类似地,TPV 会让控股股东更愿意支持能提升公司价值的新股发行。

3. TPV 同其他表决权安排的比较

公司投票表决制度可被看作一个谱系(spectrum)。大多数美国上市公司实行的一股一票表决制在谱系的一端,它使表决权和现金流量权保持一致;普通股股东的表决权与其现金流量权完全一致。^[130]

双层股权结构为该谱系的另一端。双层股权结构公司发行两类股票,每一类通常都有相似的分红权,也就是拥有相似的现金流量权。但是,其中一类股票每股获得的投票数更多。高投票权股东通常是公司的创始人、管理层或者他们的家人。总体来说,他们拥有大多数表决权,使其能够主导股东投票。此外,低投票权股东并不能轻易获得高投票权股票。高投票权股票通常不会公开交易,并且有时会在出售时转换为低投票权股票。因此,双层股权结构将表决权和现金流量权完全分开。

TPV 位于一股一票表决制和双层股权结构之间。同双层股权结构一样,TPV 给予一些股东比一股一票更多的表决权,从而导致表决权与现金流量权相分离。然而,这种分离并不像双层股权结构那样彻底,任何股东只要在指定时间段内持有股票即可获得超额表决权。因此,与双层股权结构相比,TPV 更容易让公众股东监督管理层。我们注意到,

[130] 这是一个有着指导性意义的简化。有许多方法可将美国公司的表决权和控制权相分离。这些表决权安排不一定是有问题,这要依据各公司的不同情况。参见 Barry, Hatfield & Kominers, 前注[88]。

TPV 的模型谱系模型并不是完美的;TPV 并不简单是双层股权结构的弱化版本。^[131] 然而,我们认为 TPV 还是有用的。

只有十几家美国公司实施了 TPV,这对于全面统计分析 TPV 的成本和效益来说太少了。然而,研究人员已经进行了许多检验双层股权结构公司并评估其与一股一票公司区别的实证研究。^[132] 若 TPV 处于上述两种表决权结构之间,则这些研究也反映了 TPV 公司的情况。简而言之,我们认为这些研究在一股一票公司和双层股权结构公司之间确定的关系,同样存在于一股一票公司与 TPV 公司之间。但是,因为同双层股权结构相比,TPV 与一股一票差异较少,所以两者的关系在规模上也相应较小。

二、双层股权结构研究结果

我们首先从双层股权结构公司的背景及其基本特点入手。然后思考双层股权结构下公司和家族所有权的关系以及股东表决权和现金流量权之间差距的大小。最后,我们探讨双层股权结构对公司运营的影响。

(一)描述性统计

许多美国公司采用了双层股权结构。最近一项综合性研究调查了 1995 年至 2012 年大约 7000 家的美国上市公司中,发现大约 6% 的公司采取双层股权结构。^[133] 在大型美国公司中,双层股权结构则更为常

[131] 例如,与双重股权结构相比,TPV 更适于解决短期股东产生的短期主义行为。TPV 为在必要期间内持有股份的股东提供额外的表决权。双重股权结构为短期高额股份股东提供额外的表决权,但否认长期低额股份股东享有同样的特权。

[132] 参见下文第二部分。

[133] 参见 Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第 1057 页。Gompers, Ishii & Metrick 研究了 Compustat 数据库中除信托公司、封闭式基金公司、ADR 公司、房地产投资信托基金公司或单位之外的所有公司。参见 Adams & Ferreira, 前注[104], 第 56 页(描述了 Gompers, Ishii & Metrick 的研究)。研究一般侧重于可获得更多数据的上市公司。

见,约有 12% 的财富 500 强公司采用双层股权结构。^[134] 总体来讲,与单层股权结构公司相比,双层股权结构公司拥有更大的资产价值和市场价值。^[135]

双层股权结构公司涉及的行业广泛,但是这类公司主要集中在那些迫切需要掌握公司控制权的行业中。^[136] 例如,研究一致发现,传媒公司非常有可能采用双层股权结构。^[137]

双层股权结构公司最典型的制度安排就是高投票权股票每股有 10 票表决权,而低投票权股票每股只有 1 票。^[138] 值得注意的是,在很多情况下,持有高投票权股票的股东在董事选举时,除了拥有凭借其股

[134] 参见 Belen Villalonga & Raphael Amit, *How Are U. S. Family Firms Controlled?*, 22 REV. FIN. STUD. 3047, 3056 – 57 (2009); 本注第 3075 页(发现大约 21% 的财富 500 强公司在样本期间至少有 1 年是双层股权结构)。Villalonga and Amit 获取了 Compustat 数据库中从 1994 年至 2000 年均是财富 500 强且不主要从事金融服务、公用事业或政府行业的所有公司。参见 Adams & Ferreira, 前注[104], 第 56 页。

[135] 参见 Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第 1057 页[指出双层股权结构公司的中位数资产(市场)价值为 4.82 亿美元(2.95 亿美元),而单层股权结构公司则为 1.38 亿美元(1 亿美元)]。尽管双层股权结构公司和单层股权结构公司之间的规模差异较小,但是同样的方法产生了类似的结果。参见本注,第 1053 页(发现美国上市公司中仅有 6% 是双层股权机构,但是其合并市值占美国上市公司总市值的 8%)。

[136] 见上注,第 1062 ~ 1063 页。

[137] 参见 Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第 1062 ~ 1063 页; Scott B. Smart & Chad J. Zutter, *Control as a Motivation for Underpricing: A Comparison of Dual and Single – Class IPOs*, 69 J. FIN. ECON. 85, 103 – 04 (2003); Laura Casares Field, *Control Considerations of Newly Public Firms: The Implementation of Antitakeover Provisions and Dual Class Shares Before the IPO* 19 (Feb. 10, 1999) (未发表的手稿), 载 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=150488。

[138] 此外,当比例不是 10:1 时,则倾向高于 10:1 而不是低于 10:1。参见 Bauguess, Slovin & Sushka, 前注[124], 第 1247 页(指出样本中 68.8% 的双层股权结构公司的比例为 10:1,下一最常见的表决权安排是低额股份股票没有表决权); Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第 1057 页[指出 10:1 为最常见的比率;其样本中 795 份(590 份)双层股权结构公司的投票比率较高(较低)]; Villalonga & Amit, 前注[134], 第 3066 页(发现 10:1 为中位数和模态比率); Luigi Zingales, *What Determines the Value of Corporate Votes?*, 110 Q. J. ECON. 1047, 1057 (1995) (发现大多数样本公司中均为 10:1)。

份获得的投票权之外,还拥有超额投票权。^[139]例如,1998年纽约时报公司拥有两类股票。^[140]B类股票不足发行在外股份的0.5%,但却有权选出该公司15名董事中的10名。^[141]因此,Ochs-Sulzberger家族虽仅拥有该公司17.9%的发行在外股份,但几乎拥有90%的B类股票,所以控制着该公司的董事会。^[142]在高投票权股票名义表决权略高于低投票权股票的公司中,这种董事选举的额外权力更为普遍。^[143]

在绝大多数情况下,高投票权股东和低投票权股东拥有相似的分红权。^[144]当不同的股票类别具有不同的分红权时,低投票权股东通常比高投票权股东能获得更多的分红收益。^[145]

高投票权股票主要由高级管理人员、董事、创始人和创始人家族成员(统称为“内部人员”)所有。^[146]在大多数情况下,这些股票给予内部人员要么绝对多数投票权,^[147]要么是一个足够大的投票团体,以构成多数。^[148]

[139] 参见 Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第1056~1057页(发现样本中超过30%的双层股权结构公司都有这样的表决权安排); Villalonga & Amit, 前注[134], 第3053~3054页、第3066页。

[140] 参见 Villalonga & Amit, 前注[134], 第3061页。

[141] 见上注。

[142] 见上注。

[143] 见上注,第3066页(发现在一半的双层股权结构公司中,高投票权股票和低投票权股票拥有相同的数量,高投票权股票在董事选举方面有超额表决权)。在这些公司中,与高投票权股票持有者所拥有的表面投票数相比,其拥有更大份额的公司控制权。

[144] 参见 Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第1057页、第1058页表2。

[145] 见上注; Villalonga & Amit, 前注[134], 第3067页[发现中位数(平均)分红支付率为1:1(0.89:1)]; Steven R. Cox & Dianne M. Roden, *The Source of Value of Voting Rights and Related Dividend Promises*, 8 J. CORP. FIN. 337, 339 (2002) (“当低投票权股票被承诺高分红时,高投票权股票会被承诺支付110%的高分红”)。

[146] 参见 Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第1055页(只考虑董事和高管)。我们注意到,上文所分组别存在大量重合。

[147] 见上注,第1058页表2(指出,在69.3%的被调查公司中,内部人员拥有绝对多数的表决权)。

[148] 见上注(指出,在77.9%的被调查公司中,内部人员持有40%以上的表决权)。

对于绝大多数双层股权结构公司而言,高投票权股票并不公开交易。^[149] 因此,持有高投票权股票的股东如果希望出售其股票,往往会面临障碍。对于短期投资的股东而言,此类股票不是一项合适的投资。持有高投票权股票的股东更倾向于长期持有股票。^[150]

(二) 家族所有权

双层股权结构在创始人控股的公司或者家族企业中比较常见。^[151] 虽然家族企业在美国的上市公司中是少数,但其构成了美国双层股权结构公司的绝大多数。^[152] 许多公司在创立初期还处于家族控制时,就采用了双层股权结构,随后家族成员股东会将其所持有的股票卖给其他股东,^[153] 因此,创立时间较久的双层股权结构公司便不再受到家族控制。^[154]

与其他公司相比,高投票权股票和低投票权股票的表决权差异在

[149] 见上注,第 1053 页(指出,在我们所知道的最全面的双层股权结构公司的样本中,大约 85% 的高投票权股票并未公开交易);Adams & Ferreira, 前注[107],第 60 页;Villalonga & Amit, 前注[134],第 3064 页(发现在其样本中,有一类股票在 70% 的公司年度是没有公开交易的)。高投票权股票在售卖时可能会转换为低投票权股票。例如,Ronald Barusch, *At Facebook, Governance = Zuckerberg*, WALL ST. J. DEAL J. (Feb. 1, 2012), <http://blogs.wsj.com/dcal/2012/02/01/at-facebook-governance-zuckerberg/>。

[150] 参见 Adams & Ferreira, 前注[104],第 60 页。

[151] 参见 DeAngelo & DeAngelo, 前注[107],第 34 页;Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19],第 1063 页;Field, 前注[137],第 18 页;Ben Amoako - Adu & Brian F. Smith, *Dual Class Firms: Capitalization, Ownership Structure and Recapitalization Back Into Single Class*, 25 J. BANKING & FIN. 1083, 1096 (2001) (指出,对于在多伦多证券交易所上市的公司而言,若 IPO 存在高程度的家族控制,则更可能在 IPO 时采用双层股权结构)。

[152] 研究表明,大多数美国双层股权结构公司都是由家族和创始人控制的,尽管在确切比例上存在分歧。Compare Tatiana Nenova, *How to Dominate a Firm with Valuable Control? Dual Class Firms Around the World: Regulation, Security - Voting Structure, and Ownership Patterns* 9, 22 tbl. 6 (Apr. 2001) (未发表的手稿),载 papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1017603 (指出样本中 95% 的双层股权结构公司都是由家族控制),以及 Villalonga & Amit, 前注[134],第 3064 页(指出家族控制的双层股权结构公司占其样本的 62%)。

[153] 参见 Villalonga & Amit, 前注[134],第 3066 页。

[154] 例如,一项研究调查了由创始家族设立双层股权结构的 52 家公司。其中,“32 家公司的双层股权结构由家族创始人设立,14 家公司的双层股权结构由家族第二代设立,6 家公司的双层股权结构由家族第三代或后一代设立;样本期结束时,以上三层次各有 21 家、11 家和 6 家公司仍处于家族控制下”。见上注,第 3080 页。

家族企业中更加明显。^[155] 此外,家族企业中低投票权股东每股与高投票权股东每股的分红与比例通常也高于非家族企业。^[156] 这些调查结果印证了这一观点:相比于其他控股股东而言,控股家族更关心控制权,而不是现金流量权。^[157]

(三)控制权与所有权的偏离

在单层股权结构公司中,股东拥有的表决权与其对公司的所有权成正比。^[158] 通过制度设计,双层股权结构给予高投票权股东超过其持股比例的投票控制权。^[159] 这种附加的权利在控股股东的表决权和所有者权益之间产生了一种“偏离”。^[160] 这种偏离提出了一个问题:从某种意义上说,控股股东正在控制和使用其他人的钱,他们可能会为了自己的利益而不是所有股东的利益来分配控制的资源。^[161] 当然,典型公众公司的表决权结构也允许大股东使用中小股东的资金。此外,由于

[155] 见上注,第3066页(发现在以10:1为比例的68家公司中,有67家为家族所有,在比例更高的21家公司中有18家为家族所有,即89家这样的公司中总共有85家为家族所有)。相反,高投票权股票与低投票权股票的每股表决权比率低于中位数的公司中70%为非家族控制公司。见上注,第3066~3067页。此外,在高投票权股票于董事选举时拥有额外表决权的公司中,超过70%为家族企业。见上注,第3066页。

[156] 见上注,第3067页。

[157] 参见 Henrik Cronqvist & Mattias Nilsson, *The Choice Between Rights Offerings and Private Equity Placements*, 78 J. FIN. ECON. 375, 377 (2005) (发现家族控制的公司为避免家族对公司控制权的削弱,更倾向于负债而不是发行新股)。

[158] 参见 Villalonga & Amit, 前注[134], 第3065页表2 (指出,在高投票权股票和低投票权股票获得不同分红的公司年份中,在家族和创始人控制的公司,71%的年份中低投票权股票会获得更高的分红;相比,在其他公司中,只有16%的年份是这样)。

[159] 见上注,第3051页。

[160] 表决权和所有者权益之间的偏离包括了公司法在股东和管理层间创造的所有权和日常经营控制权之间的分离。

[161] 参见 Belen Villalonga & Raphael Amit, *How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?*, 80 J. FIN. ECON. 385, 388 (2006) (发现了超过所有权比例的家族控制权的负面影响); Stijn Claessens, Simeon Djankov & Larry H. P. Lang, *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, 58 J. FIN. ECON. 81, 110 (2000) (指出东亚公司也存在类似的负面影响); Roberto Barontini & Lorenzo Caprio, *The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe*, 12 EUR. FIN. MGMT. 689, 721 (2006) (注意到对欧洲大陆公司类似的估值影响)。

典型公众公司管理层所拥有的所有者权益少于受控公司的控股股东,^[162]这也产生了更大的激励机制方面的差距。在所有情形中,所有权和控制权之间的偏离越大,上述问题也就越严峻。^[163]

高投票权股东通常在公司利润中享有重大利益,但公司中的表决权实质上是更大的利益。^[164]在双层股权结构公司中,内部人员平均持有大约 60% 的表决权和 40% 的现金流量权。^[165]大多数双层股权结构的公司在内部人员的表决权和现金流量权之间存在很大的偏离。^[166]

[162] 见前注[17]。

[163] 参见 Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第 1053 ~ 1055 页(发现在美国双层股权结构公司中,内部人员的股权与公司价值的增长相关,而内部人员的表决权与公司价值的下降相关); Hoje Jo & Young Sang Kim, *Which Monitors Monitor the Most? Dual – Stock Structure, Analyst Following, and Corporate Governance* 3 (Mar. 19, 2008) (未发表的手稿), 载 papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108900 (指出内部人员的表决权和现金流量权存在较大偏离的双层股权结构公司的 Tobin's q 值较小); Ronald W. Masulis, Cong Wang & Fei Xie, *Agency Problems at Dual – Class Companies*, 64 J. FIN. 1697, 1722 (2009) (指出内部人员表决权和现金流量权存在较大偏离的双层股权结构公司的代理成本更大)。

[164] 参见 Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第 1058 页表 2 (指出在 90% 以上的被调查公司中,内部人员拥有超过 10% 的公司所有权);表格存档于作者处; Villalonga & Amit, 前注[134], 第 3078 ~ 3079 页(指出,在创始人和家族控制的内部人员表决权超过其现金流量权的双层股权结构公司中,其平均偏离程度为 20.5%。这与创始家族表决权比例是其股权比例的 2.55 倍相对应); Masulis, Wang & Xie, 前注[163], 第 1702 ~ 1703 页(指出内部人员表决权平均为 66.8%, 现金流量权平均为 39.4%)。

[165] 参见 Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第 1056 ~ 1058 页; Bauguess, Slovin & Sushka, 前注[124], 第 1248 页表 2[指出,在进行双层资本重组的 3 年后,公司高管和董事的平均股权(表决控制权)为 42.4% (59.9%)]。以上数据仅反映了高管和董事的权益。

[166] 参见 Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第 1058 页表 2 (指出内部人员表决权和现金流量权之间的偏离, 81.6% 的样本公司为 5% 以上, 65.4% 的样本公司为 15% 以上)。Gompers, Ishii & Metrick 指出,样本公司中内部人员股权和表决权不同组合的公司年数。每种组合代表 5% 的范围(例如, 10% ~ 15% 的现金流量权, 20% ~ 25% 的表决权)。我们通过将所有公司适用其分组中现金流量权和表决权的中位数这种方式来计算上述数据(例如, 12.5% 的现金流量权, 22.5% 的表决权)。作出最保守的可能性假设,即内部人员在其分组中拥有最大可能的股权以及最小可能的表决权,仅将这些估计值分别降低至 74.1% 和 55.3%。Spreadsheet on file with authors. 我们还注意到,一些存在非常大偏离的案例记录。参见 Villalonga & Amit, 前注[134], 第 3059 页(探讨高投票权股东如何通过以 Ford 公司 6% 的股份享有 40% 的表决权,以 Viacom 公司 13.3% 的股份享有超过 67% 的表决权,以 Comcast 公司仅 3.14% 的股份享有超过 85% 的表决权)。

我们还注意到,这些措施低估了现金流量权和控制权之间的有效差距,因为无论是在受控公司还是典型公众公司中,拥有多数表决权的股东都控制着公司,从而将小股东排除在公司运营之外。^[167]

(四) 双层股权结构公司的业绩

传统公司法理论认为,双层股权结构公司的代理成本高于单层股权结构公司。^[168] 各类研究采用了几种不同的方法来研究双层股权结构对公司管理防御和公司业绩的影响。^[169]

第一种方法是在公司决定采用或放弃双层股权结构时,观察公司股价的变化。这种方法背后的理论是,股东可迅速将与公司有关新闻纳入其股票估值中;如果股东认为这种变化会使公司更有价值,那么股价就会上涨,反之亦然。^[170]

这些研究表明,双层股权结构对美国公司的影响有些复杂。大多数(但不是全部)关于双层股权结构重组的研究表明,双层股权结构不

[167] 因此,如果内部人员控制 60% 的表决权并拥有 40% 的现金流量权,那么偏离大小更接近 60% (100% 表决权与 40% 现金流量权之间的差额),而不是 20% (内部人员表决权比例与现金流量权比例之间的差额)。研究通常认为,较小的表决权比例也足以让股东控制公司。参见 Villalonga & Amit, 前注[134], 第 3052 ~ 3053 页(指出先前的研究使用了 10% 或 20% 的阈值)。此外,在许多双层股权结构公司中,内部人员选举公司董事会的能力高于其表面投票权。参见本注第 3075 页(指出,在其样本中有超过 1/3 家族控制双层股权结构公司,控制家族有权获得超过其股份投票权的董事会控制权)。由于选举董事会成员通常被认为是股东所拥有的最重要的投票权,他们的有效投票权比表面上更大。

[168] 参见前文第一部分(二)之 1 和(三)。

[169] 参见 Adams & Ferreira, 前注[104], 第 62 ~ 63 页(探讨双层股权结构对公司监管和经营绩效的影响)。

[170] 我们注意到这种技术与前文第一部分(一)中提到的 EMH 紧密相关。如果市场将信息完全准确地与股票价格相联系,那么股票价格的变化将反映一个事件对公司市场价值的影响程度和变化方向。然而,即使人们不完全接受 EMH,人们仍然可以从股票价格走势中得出更多有限的结论。

会损害外部股东的利益。^[171]与此同时,研究还发现,放弃现有的双层股权结构通常会对公司股价有积极的影响。^[172]综上所述,这些研究似乎产生了一个矛盾的结论,即实施双层股权结构不会降低公司价值,但

[171] 参见 Bauguess, Slovin & Sushka, 前注[124], 第1247页(指出资本重组公告中的股票价格没有发生重大变化); Dimitrov & Jain, 同前注[104], 第352~53页(指出资本重组公告发布之后3天时间超额收益几乎为零); M. Megan Partch, *The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth*, 18 J. FIN. ECON. 313, 333 (1987) (1962年至1984年, 44个美国双层股权结构资本重组样本的非负超额收益以及9个管理者高度支持的资本重组样本显示着很大的正向超额收益); OFFICE OF THE CHIEF ECONOMIST, SEC. & EXCHANGE COMM'N, *THE EFFECTS OF DUAL - CLASS RECAPITALIZATIONS ON THE WEALTH OF SHAREHOLDERS* (1987) (指出1976年至1986年5月, 63家公司采用差别投票结构并没有获得显著的财富效应); OFFICE OF THE CHIEF ECONOMIST, SEC. EXCHANGE COMM'N, *UPDATE - THE EFFECTS OF DUAL - CLASS RECAPITALIZATIONS ON SHAREHOLDER WEALTH, INCLUDING EVIDENCE FROM 1986 AND 1987* (1987) (指出从1986年3月到1987年5月, 97家进行资本重组的美国公司受到了明显的负面价格影响); Gregg A. Jarrell & Annette B. Poulsen, *Dual - Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: The Recent Evidence*, 20 J. FIN. ECON. 129, 149 (1988) (指出明显的负向超额收益); Gordon, 前注[24], 第26~28页(指出从1984年到1986年, 在19家纽约证券交易所公司有一小部分资本结构重组公司没有取得明显财富效应); Jason W. Howell, *No More Share Classes: A Study of U. S. Dual Class Stock Unifications* 15~16 (Sept. 24, 2008) (未发表的手稿) (指出发出进行双层股权结构资本重组改革公告的公司取得了明显的负向回报), 载 <https://perma.cc/XTF2-9VVL>; James S. Ang & William L. Megginson, *Restricted Voting Shares, Ownership Structure, and the Market Value of Dual - Class Firms*, 12 J. FIN. RES. 301, 302 (1989) (指出对英国公司的双层股权结构资本重组产生积极的价格影响); Marcia Millon Cornett & Michael R. Vetsuypens, *Voting Rights and Shareholder Wealth: The Issuance of Limited Voting Common Stock*, 10 MANAGERIAL & DECISION ECON. 175, 186 (1989) (指出尽管只有50%的样本获得了正向收益, 但是这仍然说明创设双层股权获得了明显的积极正向价格上涨的结果)。

[172] 参见 Scott B. Smart, Ramabhadran S. Thirumalai & Chad J. Zutter, *What's in a Vote? The Short - and Long - Run Impact of Dual Class - Equity on IPO Firm Values*, 45 J. ACCT. & ECON. 94, 97 (2008) (指出统一其股票的双层结构上市公司的平均价值增长率为6%或更高); Howell, 前注[171], 第34页表10(得出同样结论); Adams & Ferreira, 前注[104], 第61页、第64页(总结以前有关统一和相关价值增长的文献); Ang & Megginson, 前注[171] (发现对于英国公司双层结构联合的积极的价格影响); Ingolf Dittmann & Niels Ulbricht, *Timing and Wealth Effects of German Dual Class Stock Unifications*, 14 EUR. FIN. MGMT. 163, 191 (2007) (发现对于德国公司双层结构联合的积极价格的影响)。

停止实施双层股权结构会增加公司价值。有几种方法可以解释这些看似矛盾的结果。一种可能性是,双层股权结构在某些情况下创造价值,但在其他情况下会破坏这些价值,并且企业更有可能为了创造更大的价值而采用或放弃双层股权结构。

另一个复杂因素是该方法要求研究人员能正确辨别股东了解公司新发展的时间段。^[173] 例如,假设即将进行双层股权重组的消息泄露,导致股价在公司正式宣布其重组计划的前几周内就开始调整。在这种情况下,如果研究人员关注的是官方公告的日期,则这种方法将无法准确捕捉到重组对股价的影响,无论该影响为何。而确定准确的时间段会很困难。^[174]

与此相关,资本重组的新进展是好是坏是一种相对的结果:它取决于股东在消息曝光前后如何看待公司的发展前景。例如,在股东预期公司会做一些更糟糕的决策的情况下,如进行低投票权股东获得更少分红的双层资本结构重组,那么,即使股东认为双层股权结构重组会降低公司的价值,重组消息依然会使公司股价上涨。股东的看法也可能因时间和空间而异,即使最终对公司运营的影响相同,也会对股票价格产生不同的影响。^[175]

同样,采用或放弃双层股权结构的决定可能会通过向股东发出有关公司性质或其内部人员构成的信号来影响股票价格。^[176] 例如,在双

[173] 参见 Adams & Ferreira, 前注[104], 第 63 页(将此确定为事件研究中相互矛盾结果的可能解释); Cornett & Vetsuypens, 前注[171], 第 181 页 n. 16 (估计他们得到的结果与 Jarrell 和 Poulsen 不同, 因为后者主要依赖于关于资本结构重组的代理材料邮寄给股东的日期)。

[174] 选择较大的公告平台会增加获得相关时间段的可能性, 但会产生其他问题, 如增加在相关时间段内发生的其他易混事件的数量。

[175] 参见 Adams & Ferreira, 前注[104], 第 75 ~ 76 页; Hans Caspar von der Crone & Evgeny Plaksen, *The Value of Dual - Class Shares in Switzerland* 2 (Mar. 2010) (未发表的手稿), 载 <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=1542780> (发现相比于美国投资者, 瑞士投资者更加支持双层股权结构); Dimitrov & Jain, 前注[104], 第 345 页(质疑双层股权结构资本重组的短期事件研究的价值, 因为市场对双层股权结构资本重组的经验有限, 很可能导致市场起初无法正确做出反应)。

[176] 参见 Gordon, 前注[24], 第 37 页(“资本重组的直接负面影响可能会被资本重组提案所带来的积极信号所掩盖, 即该公司可以获得有较好收益的投资机会”)。

层股权结构公司中,内部人员通常预先就拥有公司非常高比例的所有权。^[177] 假设内部人员认为该公司有较好的发展前景。在这种情况下,内部人员可能会让公司采用双层股权结构:这样做可以让公司获得发行新股融资从而获得新的发展机会,同时又不会削弱内部人员对公司的控制权。^[178] 双层股权结构重组的公告可能提高股票价格,因为公司有强劲的发展前景,^[179] 即使股东并不赞同双层股权结构。^[180]

第二种方法是将双层股权结构公司的业绩与非双层股权结构公司的业绩进行对比。那些已采用公司价值衡量方法(例如,Tobin's q 值理论或者股票价格^[181]等)的研究,得出了不同的研究结果。^[182] 对与

[177] 参见 Dimitrov & Jain, 前注[104], 第 346 页(在资本重组之前发现股权已经高度集中); Gordon, 前注[24], 第 36 ~ 37 页(发现在资本重组之前,中等职位内部人员股票持有量约为 30%); Lehn, Netter & Poulsen, 前注[107], 第 561 页(发现资本重组前平均内部人员持股比例为 43.1%)。

[178] 参见 Partch, 前注[171], 第 315 页。

[179] 股东们至少可以知道内部人员相信公司的投资前景。参见 Gordon, 前注[24], 第 37 ~ 38 页。参见 Lehn, Netter Poulsen, 前注[107], 第 565 ~ 566 页(发现可能是因为股份稀释问题,股票发行的预期往往会产生负面的价格影响)。

[180] 采用双层结构也可能预示着内部人员逐渐多元化,这可能会改善公司业绩。参见前文第一部分(二)(三)。

[181] Tobin's q 值是企业的市值与其资产重置价值的比率。从某种意义上说,它衡量的是公司所创造的价值。See William C. Brainard James Tobin, *Pitfalls in Financial Model Building*, 58 AM. ECON. REV. 99, 103 - 04 (1968). 金融经济学家通常用公司市值与账面价值的比率作为一个指示。参见 Villalonga & Amit, 前注[134], 第 3082 ~ 3083 页。

[182] 参见 Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第 1060 ~ 1061 页(指出,双层股权结构对股票价格没有影响)、第 1053 ~ 1055 页(指出,在美国双层股权结构公司中,内部人员的股权与公司价值的增长相关,但内部人员的表决权与公司价值的下降相关); Smart, Thirumalai & Zutter, 前注[172], 第 113 页(指出,在首次公开募股时及 5 年后,与单层股权结构公司相比,双层股权结构公司的交易价格相对于收益和 EBITDA 较低); Smart & Zutter, 前注[137], 第 105 ~ 106 页(指出,在首次公开募股两年后,双层股权结构公司的市盈率、价格销售比率均变低)。对比 Villalonga & Amit, 前注[134], 第 3083 ~ 3086 页(一般认为双层股权结构公司有明显的负异常回报),和 Howell, 前注[171], 第 12 页(证明了类似的结果),以及 Dimitrov & Jain, 前注[104], 第 347 页(发现,在宣布采用双层股权结构 4 年后,显著正异常回报为 23.11%)。

代理成本相关的公司特征的研究发现,双层股权结构公司的表现更糟糕,^[183]但是,关于公司经营业绩的研究显示了相反的结果。^[184]此外,至少一项研究表明,双层股权结构公司不太可能从事只具有短期效益的经营行为。^[185]

其他研究着眼于双层股权结构公司在公司控制权市场上的经验。正如第二部分所述,许多公司法学者认为公司收购是降低代理成本的重要机制。尽管双层股权结构重组的原因不是眼前的对收购的担忧,^[186]但

[183] 参见 Vishaal Baulkaran, *Management Entrenchment and the Valuation Discount of Dual Class Firms*, 54 Q. REV. ECON. & FIN. 70, 70 (2014); Masulis, Wang & Xie, 前注[163], 第 1722 页(指出, 双层股权结构公司 CEO 的报仇更高, 外部股东并不重视公司的现金持有; 同时双层股权结构公司更可能参与降低股东价值的收购); Smart, Thirumalai & Zutter, 前注[172], 第 108 ~ 112 页(指出, 双层股权结构公司 CEO 的流动对公司绩效影响较小); Jennifer Francis, Katherine Schipper & Linda Vincent, *Earnings and Dividend Informativeness When Cash Flow Rights Are Separated from Voting Rights*, 39 J. ACCT. & ECON. 329 (2005)(指出, 双层股权结构降低了公司收益对估值的影响, 并可能增加分红对估值的影响)。

[184] 参见 Dimitrov & Jain, 前注[104], 第 363 ~ 364 页(证实在双层资本重组后会计绩效会有所提高); Bauguess, Slovin & Sushka, 前注[124], 第 1249 页、第 1251 页(指出, 大多数重组为双层股权结构的公司具有更高的行业调整经营业绩和较少的破产申请); David J. Denis & Diane K. Denis, *Majority Owner – Managers and Organizational Efficiency*, 1 J. CORP. FIN. 91, 114 (1994)(证实双层股权结构公司不会降低公司的价值)。参见 ISS REPORT, 前注[100], 第 3 页(指出双层股权结构公司在 3 年、5 年和 10 年期间内表现不佳); Wayne H. Mikkelson & M. Megan Partch, *The Consequences of Unbundling Managers' Voting Rights and Equity Claims*, 1 J. CORP. FIN. 175, 177 (1994)(指出双层资本重组与后续的负面经营业绩有关)。

[185] 参见 Van Thuan Nguyen & Li Xu, *The Impact of Dual Class Structure on Earnings Management Activities*, 37 J. Bus. FIN. & ACCT. 456, 457 (2010)(指出双层股权结构公司不太可能从事盈余管理, 这可以通过较小的绝对异常累加和较低达到或超过分析师盈利预测的可能性来证明)。参见 Kai Li, Hernan Ortiz – Molina & Xinlei Zhao, *Do Voting Rights Affect Institutional Investment Decisions? Evidence from Dual – Class Firms*, 37 FIN. MGMT. 713, 728 (2008)(指出, 双层股权结构减少了结构投资者的持股, 特别是那些与长期投资和股东积极性相关的股权); ISS REPORT, 前注[100], 第 3 页(指出双层股权结构公司中可以促进盈余管理的内部控制较弱)。

[186] 参见 Lehn, Netter & Poulsen, 前注[107], 第 561 页(指出在 97 家公司中只有 3 家公司在双层资本重组前会有传闻或竞价); Partch, 前注[184], 第 322 ~ 323 页; Dimitrov & Jain, 前注[104], 第 352 ~ 353 页(指出内部人员在资本重组前平均拥有 39.44% 的股权, 因此极可能打破收购企图)。

人们可能会预期长期内收购的频率将减少。实际上,双层股权结构被认为是有史以来最有效的反收购措施。^[187]令人惊讶的是,没有研究表明双层股权结构实际上减少了收购的频率。^[188]有证据表明,双层股权结构公司的收购溢价高于同类单层股权结构公司,^[189]但目前尚不清楚应如何解释这一结果。^[190]同时还不清楚高投票权股东和低投票权股东在何种程度上可以获得相同的收购价款。^[191]

这些研究的结果表明难以得出关于双层股权结构影响的结论。由于企业不会随意选择是否采用双层股权结构,因此,有充分的理由相信,双层股权结构公司在某些重要方面与其他企业存在差异。可能正是这些潜在差异,而并不是公司的投票结构,导致了双层股权结构公司与对照公司之间产生差异。^[192]研究发现了几个这样的潜在的可解释

[187] 参见 Baulkaran, 前注[183], 第 70 页; Jarrell & Poulsen, 前注[171], 第 132 页。

[188] 参见 Bauguess, Slovin & Sushka, 前注[124], 第 1249 页(指出, 双层股权结构公司的收购频率略高于基准单层股权结构公司, 但这种差异在统计上并不显著); Smart & Zutter, 前注[137], 第 101 ~ 102 页(指出, 相比于有 15.4% 的双层股权结构 IPO 公司在 5 年内被收购, 单层股权结构 IPO 公司有 21.3%, 但这种差异在统计上并不显著); Amoako - Adu, Baulkaran & Smith, 前注[120], 第 1585 页(以在多伦多证券交易所上市的双层股权结构公司为样本, 发现其中 2/3 的公司在 10 年内改变了控制权)。但是 Mikkelsen & Partch, 前注[184], 第 196 页(指出只有 3% 的双层股权结构公司在双层资本重组后的 5 年内经历了控制权变更, 而对比公司则有 18%)。

[189] 参见 Bauguess, Slovin & Sushka, 前注[124], 第 1249 页(指出双层股权结构公司在收购中会获得更高的溢价, 其 P 值为 0.1); Smart & Zutter, 前注[137], 第 101 ~ 102 页(P 值因规格而异, 最好为 0.07)。

[190] 如果收购溢价是通过去除低效率管理获得的, 那么, 较大的溢价意味着双层股权结构公司的原管理较差。或者, 由于管理层在谈判中具有更大的杠杆作用, 因此可能会出现更高的溢价, 他们可以通过利用股东的优势攫取更高的价格。参见 Bauguess, Slovin & Sushka, 前注[124], 第 1249 页; Barry & Hatfield, 前注[87], 第 636 ~ 637 页(在不同的上下文中建立类似的动态模型)。

[191] 比较 Bauguess, Slovin & Sushka, 前注[124], 第 1249 页(指出两种类别的股票)和 DeAngelo & DeAngelo, 前注[107], 第 57 ~ 60 页(记录了一些高投票权股票的每股收益远高于低投票权股票的收购活动)。

[192] 参见 Donna L. Street, *Controlling Extraneous Variables in Experimental Research: A Research Note*, 4 ACCT. EDUC. 169, 171 (1995) (探讨了控制社会科学实验研究中无关变量的必要性)。

的差异。^[193] 学者们试图使用多种技术来控制这些差异,^[194] 但还是无法保证能够充分解决这一问题。^[195]

此外,对于大多数双层股权结构公司而言,高投票权股票没有公开交易。由于不能确定高投票权股票的市场价值,因此公司的整体价值受到了质疑。一些研究假设高投票权股票和低投票权股票具有相同的价值;^[196] 这个假设在大多数情况下很可能低估了公司的价值(因此产生了 Tobin's q 理论),^[197] 但在其他情况下^[198] 又可能夸大公司的价值。^[199] 一些研究有时通过只专注于低投票权股票的价值来避免这个

[193] 参见 Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第 1059 页(指出双层股权结构公司的资产负债比率高于单层股权结构公司); Lehn, Netter & Poulsen, 前注[107], 第 559 页(指出进行双层资本重组的公司更有可能具有较高的 market-to-book 比率); Li, Ortiz-Molina & Zhao, 前注[185], 第 714 页(指出双层股权机构公司拥有更少的机构股东,特别是长期的、积极的机构股东); Bradford D. Jordan, Mark H. Liu & Qun Wu, *Corporate Payout Policy in Dual-Class Firms*, 26 J. CORP. FIN. 1, 2 (2014) (指出双层股权结构公司会比单层股权结构公司支付更高的分红); Douglas C. Ashton, *Revisiting Dual-Class Stock*, 68 ST. JOHN'S L. REV. 853, 889 (1994) (表明 Lehn、Netter 和 Poulson 的研究(见上文)将使双层股权结构公司不太可能成为收购目标)。

[194] 参见 Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第 1071~1072 页(运用了一种工具的变量方法); Masulis, Wang & Xie, 前注[163], 第 1721~1722 页(将双层股权结构公司与具有类似特征的单层股权结构公司相匹配)。

[195] 如果人们认为双层股权结构公司与其他公司之间的最大差异是内部人员的控制特征难以观察,那么控制这些变量尤其成问题。

[196] 参见 Villalonga & Amit, 前注[134], 第 3063 页表 1、第 3082~3083 页、第 3064 页(指出,在其双层股权结构样本 70% 的公司年份中,至少一类普通股是不公开交易的,主要是高投票权股票)。

[197] 公司的市价是 Tobin's q 值的分子。同前注[181]。

[198] 参见 Ronald C. Lease, John J. McConnell & Wayne H. Mikkelson, *The Market Value of Control in Publicly Traded Corporations*, 11 J. FIN. ECON. 439, 452-59 (1983) (认为高投票权股票在美国更有价值); Zingales, 前注[138], 第 1065 页(认为具有较高投票权的股票比具有较低投票权的股票更具价值); Cox & Roden, 前注[145], 第 342 页(指出高投票权股票的价格平均比低投票权股权高 3.8%~11.1%); Tatiana Nenova, *The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, 68 J. FIN. ECON. 325, 348-49 (2003) (探讨控制价值如何因国家而异); 比较 Barry, Hatfield & Kominers, 前注[88], 第 1112 页(给出了溢价会根据时间范围发生重大变化的原因)。

[199] 例如,当低投票权股票的分红权高于高投票权股票时,价值可能被夸大。

问题,但是这种方法并不能完整描述公司的价值。^[200] 另外,在形成双层股权结构公司数据库时,更容易识别出那些高投票权股票和低投票权股票都公开交易的双层股权结构公司。^[201] 这会导致在一组样本中,公开交易两类股票的公司比例高于双层股权结构公司总数中这类公司所占的实际比例。在某些重要方面,这些公司可能与其他的双层股权结构公司不同;如果是这样,过度采样可能会使结果产生很大的误差。^[202]

确定适当的资本结构基准值来与双层股权结构公司进行对比也十分困难。大多数研究通常会关注公开交易的单层股权结构公司,^[203] 但这种比较是有问题的:那些主张实施双层股权结构的股东非常重视双层股权结构保障的控制权,而双层股权结构又恰好保障了这些股东的控制权;如果没有双层股权结构,控制公司的内部人员可能会反对在单层股权结构下公开交易股票,而是会选择实施那些可以保障他们控制权的其他股权结构。^[204]

例如,如果上市公司被禁止采用双层股权结构,非上市公司的控股股东为保持对公司的控制则可能不会公开发行人股票,即使这样做可能

[200] 参见 Adams & Ferreira, 前注[104], 第 63 页(探讨了这个问题)。

[201] 参见 Cox & Roden, 前注[145], 第 340 页(构建了自 1984 年至 1999 年在美国公开交易两类普通股的公司样本);Lease, McConnell & Mikkelsen, 前注[198], 第 443 ~ 444 页(类似,但是时间段为 1940 年至 1978 年);Zingales, 前注[138], 第 1056 ~ 1057 页(与上类似,但是时间段为 1984 年至 1990 年)。比较 Bauguess, Slovin & Sushka, 前注[124], 第 1250 页(指出其收购数据中有 54% 的双层股权结构公司公开交易高投票权股票),和 Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第 1056 页(指出 85% 的双层股权结构公司有一类股票不会公开交易)。

[202] 本文中描述的问题并非详尽无遗。参见 Adams & Ferreira, 前注[104], 第 84 页(将研究结果的不同归因于研究方法、样本期间、不同的表决权安排和所研究国家的差异)。

[203] 参见 Smart & Zutter, 前注[137], 第 105 ~ 106 页。

[204] 参见 Ronald J. Gilson, *Evaluating Dual - Class Common Stock: The Relevance of Substitutes*, 73 VA. L. REV. 807, 810 - 11 (1987) [认为杠杆收购(LBO)和双层股权结构是某些特定目的的替代品];Lehn, Netter & Poulsen, 前注[107], 第 564 页(类似)。

意味着因为缺乏融资而不得不放弃一些宝贵的机会。^[205] 因此,即使双层股权结构不如单层股权结构,对比其他公司在不存在双层股权结构时采用的交易结构来说,如果其能够提供利益的话,仍是具有社会效益的。^[206] 一些研究发现,公司之所以采用双层股权结构,是因为面临着很多发展机会,^[207] 而公司希望进入公开股票市场,以获得更多的融资来把握住这些机会。^[208]

-
- [205] 参见 Lehn, Netter & Poulsen, 前注[107], 第 571 ~ 572 页(指出,与私营企业相比,从事双层资本重组的企业有更好的发展前景,可以通过销售和员工数量的增长、研发与销售比率、广告支出与销售比率以及 market-to-book 比率等衡量); James C. Brau & Stanley E. Fawcett, *Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice*, 61 J. FIN. 399, 406, 422 (2006) (通过对 CFO 的调查,发现筹集资金的需求是首次公开发行的主要动力,保持对公司控制的需要是保持非上市的主要原因); Anthony Saunders & Sascha Steffen, *The Costs of Being Private: Evidence from the Loan Market*, 24 REV. FIN. STUD. 4091, 4103 (2011) (指出英国私营公司的借贷成本高于上市公司)。
- [206] 参见 Lehn, Netter & Poulsen, 前注[107], 第 559 页、第 575 ~ 580 页(指出双层股权结构公司的有效资本成本低于杠杆收购公司,这可能有助于解释为什么双层股权结构公司在资本重组后增加的资本支出超过杠杆收购公司收购后的资本支出); Adams & Ferreira, 前注[104], 第 62 页(“在资本成本较低的情况下,双层股权结构是私募股权一种成本更低的替代方案”)。
- [207] 参见 Dimitrov & Jain, 前注[104], 第 349 ~ 350 页、第 358 ~ 359 页(指出,与竞争对手相比,经过双层资本重组的公司在重组前一年按账面价值计算为高增长公司,并且销售额、资产和营业收入的中位数增长率均高于重组前的 5 年间)。但是 Villalonga & Amit, 前注[134], 第 394 页(指出具有更多成长机会、更少固定资产和更高 Tobin'q 的公司更不可能采用双层股权结构)。
- [208] 参见 Onur Arugaslan, et al., *On the Decision to Go Public with Dual Class Stock*, 16 J. CORP. FIN. 170, 171 (2010); Bauguess, Slovin & Sushka, 前注[124], 第 1250 页(指出双层股权结构的公司在调整资本支出方面与在进行双层股权结构重组之前的单层股权结构公司旗鼓相当,但在双层股权结构资本重组后比单层股权结构公司的资本支出更大); Dimitrov & Jain, 前注[104], 第 356 ~ 358 页(指出与同期的 8.81% 的单层股权结构公司相比,40.45% 的双层股权结构公司在资本重组后的 4 年内增发股票); 同上注, 第 351 页、第 357 ~ 358 页(指出,在双层股权结构资本重组后,近 90% 的公司发行了股票,最大股东保持 50% 以上的投票控制权,但真实情况是有 49% 的公司仍然保持单层股权结构); Lehn, Netter & Poulsen, 前注[107], 第 576 ~ 578 页(指出 41.2% 的公司在双级资本重组后的 3 年内发行了额外的股权,增发股票的公司在行业调整后增加了的资本支出、营业收入和销售额); Partch, 前注[171], 第 323 页; Brau & Fawcett, 前注[205], 第 400 页。参见 Adams & Ferreira, 前注[104],

最后,我们发现了传统公司法预测公司在采用双层股权结构之后取得较好收益的另一个原因。如第二部分所述,一个公司的控股股东的投资远没有外部股东多元化。^[209]因此,即使会降低公司价值,控股股东仍可能要求公司实施一些降低公司风险的项目,以降低其风险水平。^[210]双层股权结构可以使控股股东保持公司控制权的同时,出售其在公司的部分经济利益,到其他地方投资。这样做使控股股东更加多元化,并使控股股东利益与外部股东的利益保持一致。^[211]最近一项研究发现,在大部分进行双层股权结构重组的公司中,控股股东在重组后的多元化投资大幅增加。这些公司也更可能通过不同的方式增加多元

第 61 页(得出结论,主要基于非美国的研究,当这些公司需要公开募股进行新的融资,尤其是收购时,这些公司会采取双层结构之间的统一来降低公司的运营成本); Anctc Pajuste, *Determinants and Consequences of the Unification of Dual - Class Shares* 36 (Eur. Central Bank Working Paper Series No. 465, 2005) (类似); Li, Ortiz - Molina & Zhao, 前注[185], 第 732 页(相同表述); Arugaslan 等文, 第 171 页(指出,在首次公开募股后,双层股权结构公司“在一年或三年的时间内,不会比单层股权结构公司在总体或研发方面投入更多资金”); Wayne H. Mikkelson & Megan M. Partch, *Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process*, 15 J. FIN. ECON. 31, 32 (1986) (指出在股票发行后,管理人员认为该公司的股票估值过高)。

[209] 参见 Bauguess, Slovin & Sushka, 前注[124], 第 1247 页(指出,在他们所掌握的 38 家公司的数据中,只有一家控股的内部人员在另一家上市公司中拥有“需要报告的股权”,这些股权占该投资者所有股权价值的 3%); Arugaslan 等, 前注[208], 第 171 页(指出双层股权结构公司的内部人员没有单层股权结构公司内部人员那样多元化)。

[210] 参见上文第一部分; Adams & Ferreira, 前注[104], 第 58 页; DeAngelo & DeAngelo, 前注[107]。

[211] 参见 Bauguess, Slovin & Sushka, 前注[124], 第 1250 ~ 1251 页[指出在 36% 的样本公司中,控股的内部人员通过出售 2% 或更多的公司流通股来减少其经济所有权(“Net - Sell 公司”); Net - Sell 公司的股权被控股的内部人员售卖后,平均减少了 9% 流通股; Net - Sell 公司控股的内部人员持股的平均价值减少了 3300 万美元,从 1.73 亿美元减少到 1.4 亿美元]; Arugaslan 等, 前注[208] (指出在公开募股阶段发现与类似变化相符合的表现)。

化股东的收益。^[212]

简而言之,双层股权结构公司的经验是复杂的,同时为双层股权结构的反对者和支持者都提供了一些支持。由欧洲委员会委托进行的一项关于公司不同表决权安排的国际研究发现,“这个问题很复杂,而且……可能无法得出简单的结论”。^[213] 考虑到这些,在研究 TPV 公司时,我们可能会得到一些类似的结论。

三、关于 TPV 公司的实证研究

为研究美国历史上所有 TPV 公司的案例,我们联系了美国证券交易所,查阅以前的学术研究,以及在 Google, Westlaw, LexisNexis, Bloomberg Law 和 Factiva 等数据库上进行检索。同时,为找到潜在的研究对象,我们也使用了 Riskmetrics Governance 数据库来识别具有双层股权机构的公司。^[214] 最终确定了以前采用过或现在采用 TPV 的 12 家美国公司。^[215]

[212] 参见 Bauguess, Slovin & Sushka, 前注[124], 第 1250 ~ 1252 页和表 7(指出,在双层股权结构资本重组后,Net - Sell 公司扩大了核心业务并剔除了非核心业务;基准公司既扩大了核心也扩大了非核心业务,“积极”剔除了核心业务,并剔除了少数非核心业务);同上注,第 1252 页表 8(指出,与基准公司相比,Net - Sell 公司在双层资本重组之前面对的风险较小,但之后两者所面临的风险相同)。这些行为转变能够提高公司业绩。同上注,第 1249 页(指出 Net - Sell 公司在进行资本重组后拥有更强的行业调整运营绩效和更高的资本支出)。

[213] 参见 Adams & Ferreira, 前注[104], 第 84 页。

[214] Riskmetrics 数据库(目前是学会型的股东服务机构)提供咨询服务,为学术和非商业目的的研究提供标普 500 指数成份股公司的董事会和股东的数据。RiskMetrics, U. TEX. LIBR., 载 <https://perma.cc/4YJQ-7RZN>, 2015 年 12 月 23 日访问。

[215] 这些公司包括 Aflac Inc. (Aflac), Carlisle Companies Inc. (Carlisle), CenturyTel Inc. (Century), Milacron Inc. (Milacron), Church & Dwight Co., Inc. (Church Dwight), J. M. Smucker Company (Smucker), Potlatch Corporation (Potlatch), Pioneer Hi - Bred International, Inc. (Pioneer), Quaker Chemical Corporation (Quaker), Roper Industries, Inc. (Roper), Shaw Group Inc. (Shaw) and Synovus Financial Corp. (Synovus)。这些公司载存续期间有过其他名字,例如, American Family Corporation; Century Telephone Enterprises, Inc.; CenturyLink, Inc.; Cincinnati Milacron Inc.; CB & T Bancshares Inc. (Synovus) 等。为了清晰和方便,当正文提及这些公司时,会使用本注中列出的公司简称。

我们研究了这些公司在适用 TPV 过程的一些问题。以下第一部分简要介绍 TPV 公司的概况;第二部分详细说明了公司关于 TPV 计划的条款;第三部分分析公司采用或废除 TPV 的原因;第四部分提出关于 TPV 公司的受益所有权和控制权的研究结果;同时借由 TPV 实施的年份中,股东类别和发行在外股份的变化,探讨了公司的股东多元化;第五部分研究了 TPV 公司股票的走势。

(一) TPV 公司的概况

TPV 公司有几个重要的特性。12 家 TPV 公司中有 10 家是家族企业。这些企业在 1985 年到 1987 年通过股东表决的方式决定采用 TPV。^[216] 这些企业的股票在采用 TPV 时已公开交易。^[217] 其余 2 家公司在采用 TPV

[216] Aflac, Smucker, Pioneer 和 Potlatch 在 1985 年采用 TPV 制度。参见 Am. Family Corp., Proxy Statement (Form DEF 14A), 第 9~12 页 (1985 年 3 月 14 日)[以下简称 Aflac Proxy]; J. M. Smucker Co., Proxy Statement (Form DEF 14A), 第 8~17 页 (1985 年 7 月 25 日)[以下简称 Smucker Proxy]; Pioneer Hi - Bred Int'l, Inc., Proxy Statement (Form DEF 14A), 第 2~6 页 (1985 年 10 月 3 日)[以下简称 Pioneer Proxy]; Potlatch Corp., Proxy Statement (Form DEF 14A), 第 3~9 页 (1985 年 10 月 22 日)[以下简称 Potlatch Proxy]。Carlisle, Church & Dwight, Milacron 和 Synovus 在 1986 年采用 TPV。Carlisle Cos. Inc., Registration Statement (Amendment 2 to Form S-4), 第 11~12 页 (1986 年 4 月 23 日)[以下简称 Carlisle Proxy](通过并购采用 TPV 制度); Church & Dwight Co., Proxy Statement (Form DEF 14A) 第 4~12 页 (1986 年 1 月 15 日)[以下简称 Church & Dwight Proxy]; Cincinnati Milacron, Inc., Proxy Statement (Form DEF 14A), 第 11~20 页 (1986 年 3 月 21 日)[以下简称 Milacron Proxy]; CB & T Bancshares, Inc., Proxy Statement (Form DEF 14A), 第 2 页, 第 8~10 页 (1986 年 4 月 3 日)[以下简称 Synovus Proxy]。最终, Century 和 Quaker 在 1987 才用了 TPV 制度。Century Tel. Enter., Inc., Proxy Statement (Form DEF 14A), 第 6~7 页 (1987 年 4 月 27 日)[以下简称 Century Proxy]; Quaker Chem. Corp., Proxy Statement (Form DEF 14A), 第 10~13 页 (1987 年 3 月 31 日)[以下简称 Quaker Proxy]。

[217] Aflac 公司 1974 年在纽约证券交易所上市。Our History, AFLAC, 载 <https://perma.cc/C7US-XPQB> (2015 年 12 月 23 日访问)。Carlisle 在 1960 年在纽约证券交易所上市。Carlisle's History, CARLISLE, 载 <https://perma.cc/83KD-M4PX>, 2015 年 12 月 23 日访问。Century 在 1978 年在纽约证券交易所上市。Company History, CENTURYLINK, 载 <https://perma.cc/J7SN-75DE>, 2015 年 12 月 23 日访问。Church & Dwight 于 1978 年首次公开募股。Church & Dwight, Co., CRUNCHBASE, 载 <https://www.crunchbase.com/>, 2015 年 12 月 23 日访问。Smucker 于 1959 年首次公开募股。Investor FAQ, J. M. SMUCKER Co., 载 <https://perma.cc/SN75-NH5W>, 2015 年 12 月 23 日访问。Milacron 于 1946 年首次公开募股。Milacron Inc. History, FUNDINGUNI

时并非家族控制。^[218]这两家公司在 20 世纪 90 年代初期携 TPV 上市。^[219]

经济和监管的共同发展促进了 TPV 的使用。20 世纪 80 年代,针对控股股东的恶意收购企图激增;而在此之前,控股股东不太担心失去对公司的控制权。^[220]在任管理层尝试各种防御措施来阻止收购,包括双层股权结构资本重组。来自公司管理层的竞争压力促使交易所允许其他的公司表决权结构。这一情形于 1984 年 6 月达到高潮,全美最负盛名的纽约证券交易所(NYSE)放宽了长期以来要求上市公司应当是一股一票表决权结构的上市条件。^[221]

VERSE, 载 <https://perma.cc/E2JD-UT9M>, 2015 年 12 月 23 日访问。Pioneer 在 1973 年公开募股。Our Heritage, PIONEER Hi-BRED, 载 <https://perma.cc/XKN6-LRY8>, 2015 年 12 月 23 日访问。Potlatch 自 20 世纪 50 年代公开交易股票。Frequently Asked Questions, POTLATCH CORP., 载 <https://perma.cc/VG4K-H7FU>, 2015 年 12 月 23 日访问。Quaker 在 1972 年公开募股。Our History, QUAKER CHEM. CORP., 载 <https://perma.cc/9T7Q-Y8CN>, 2015 年 12 月 23 日访问。最后, Synovus 于 1979 年在纽约证券交易所上市。Synovus Financial Corporation, The New Georgia Encyclopedia, Sept. 17, 2013, 载 <http://www.gcorgiacncyclopedia.org/articles/business-economy/synovus/articles/business-economy/synovus-financial-corporation> Looking Back. Moving Forward., TOTAL SYS. SERVS. INC., 载 <https://perma.cc/G4JG-8SDY>, 2015 年 12 月 23 日访问。

[218] 参见 History, ROPER PUMPS Co., 载 <https://perma.cc/LW3V-LP9Q>, 2015 年 12 月 23 日访问(Roper 家族企业在 1942 年因创始人的儿子去世而破产); Looking Ahead: The Shaw Group 中解释道, <http://everythingexplained.today/The-ShawGroup/> (“Shaw 集团由董事长和 CEO J. M. Bernard, Jr. 于 1987 年成立; Oscar LaFleur 以及另外一个人……”)。

[219] Roper 于 1992 年采用 TPV 制度。参见 Roper Indus., Inc., Prospectus, 第 6 页(1992 年 2 月 12 日)[以下简称 Roper Prospectus]。Shaw 在 1993 年也采取了 TPV 制度。参见 The Shaw Group, Registration Statement (Form S-1), 第 6 页(1993 年 10 月)[以下简称 Shaw Prospectus]。

[220] 参见 Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications, 12 STRATEGIC MGMT. J. 51, 53 (1991) (探讨了影响 20 世纪 80 年代恶意收购浪潮的经济环境)。

[221] See Roberta S. Karmel, Qualitative Standards for “Qualified Securities”: SEC Regulation of Voting Rights, 36 CATH. U. L. REV. 809, 819 (1987)。

美国证券交易委员会通过发布 19c-4 规则来回应该趋势,^[222] 对于在交易中减少现有普通股股东每股投票权的上市公司,该规则禁止其进行交易。^[223] 采用 TPV 也被这一规则所涵盖。^[224]

从 1984 年 6 月纽约证券交易所放宽一股一票的规则限制,到 1987 年 6 月美国证券交易委员会提出 19c-4 规则,12 家 TPV 公司中有 10 家在这一期间采用了 TPV。^[225]

[222] See Stephen M. Bainbridge, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, 69 WASH. U. L. Q. 565, 566-67 (1991)。该规则于 1987 年 6 月提出,1988 年 7 月获得通过。见上注,第 566 页。

[223] 见上注;17 C. F. R. § 240.19c-4 (1990)。

[224] 见前注[222],第 579 页;17 C. F. R. § 240.19c-4 (a) (1990)。

[225] 此处的情况有些复杂:所有的 12 家 TPV 公司在他们拥有 TPV 时的某个时点都是在纽约证券交易所上市的。然而,在 1985 年到 1987 年采纳 TPV 的 10 家公司中,只有 6 家在其采纳 TPV 时是在纽约证券交易所上市的。Aflac 公司 1974 年在纽约证券交易所上市,在 1985 年采纳了 TPV。参见 Aflac Proxy, 前注[216],第 9~12 页(提供了采用 TPV 的日期);*Our History*, AFLAC, 前注[217](表明了纽约证券交易所上市时间)。Carlisle 公司 1960 年在纽约证券交易所上市,在 1986 年采用了 TPV。参见 Carlisle Proxy, 前注[216],第 2 页(提供了采用 TPV 的日期);*Carlisle's History*, CARLISLE, 前注[217](表明了 Carlisle 在纽约证券交易所的上市时间)。Century 公司 1978 年在纽约证券交易所上市,1987 年采用了 TPV。参见 Century Proxy, 前注[216],第 7 页(表明了 Century 采用 TPV 的日期);*Company History*, CENTURYLINK, 前注[217](表明了 Century 公司在纽约证券交易所的上市时间)。Potlatch 公司 1969 年在纽约证券交易所上市,1985 年采用了 TPV。参见 Potlatch Proxy, 前注[216],第 3 页(提供了采用 TPV 的公司);*Frequently Asked Questions*, POTLATCH CORP., 前注[217](表明了 Potlatch 公司在纽约证券交易所的上市时间)。Smucker 公司 1965 年在纽约证券交易所上市,1985 年采用了 TPV。参见 Smucker Proxy, 前注[216],第 8 页(规定了 Smucker 公司采用 TPV 的时间);*Investor FAQ*, J. M. SMUCKER CO., 前注[217](表明了 Smucker 公司在纽约证券交易所上市的时间)。我们无法确定 Milacron 公司首次在纽约证券交易所上市的时间,但它在采用 TPV 时是纽约证券交易所的上市公司。参见 Milacron Proxy, 前注[216],第 2 页。其他 4 家公司在采用 TPV 平均约 6 年之后在纽约证券交易所上市:Church & Dwight, Pioneer, Quaker 和 Synovus⁴ 家公司分别在采用 TPV 4 年、10 年、9 年、3 年之后在纽约证券交易所上市。参见 Church & Dwight Proxy, 前注[216],第 4 页;Pioneer Proxy, 前注[216],第 3 页;Quaker Proxy, 前注[216],第 10 页;Synovus Proxy, 前注[216],第 8 页;*Our Heritage*, DUPONT PIONEER, 载 <https://perma.cc/4V3U-MF5G>, 2015 年 12 月 23 日访问[以下简称 Pioneer Heritage];*FAQs*, QUAKER CHEM. CORP., 载 <https://perma.cc/7G52-MT2N>, 2015 年 12 月 28 日访问;

美国华盛顿特区巡回上诉法院于1990年废除了19c-4规则。^[226]1994年,在美国证券交易委员会的鼓励下,纽约证券交易所、美国证券交易所和纳斯达克都采用了与19c-4规则相似的规则。^[227]剩余两家公司在此间采用了TPV。^[228]

之前的文章已经描述了公司之间的联系如何成为传播法律创新的渠道。^[229]我们的研究表明,TPV可能以类似的方式传播。图1揭示了TPV公司董事之间的联系。^[230]例如,当Synovus于1987年采用TPV时,它的一位董事也是Aflac公司的董事,后者于1985年采用了TPV。^[231]更粗的线条表示更多的联系。我们发现12家TPV公司中,有9家中有董事级别的联系。我们还注意到,在采用TPV期间公司的

Press Release, Synovus, Synovus Announces Record Date for TSYS Spin-off (Nov. 30, 2007), 载 <https://perma.cc/G8YN-RFA5>; 参见 *Domestic Common Stock Listings 1990-1999*, N. Y. STOCK EXCHANGE, 载 <https://perma.cc/R3FD-5TP7>, 2015年12月28日访问。

[226] See *Bus. Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406, 417 (D. C. Cir. 1990).

[227] See NYSE Rule 313.00; NASDAQ Rule 5640; AMEX Rule Sec. 122; Robert Todd Lang, et al., *Special Study on Market Structure, Listing Standards and Corporate Governance*, 57 BUS. LAW. 1487, 1506 (2002) (省略了内部引用和引文):在投资者和时任美国证券交易委员会主席 Arthur Levitt 的鼓励下,纽约证券交易所、纳斯达克和美国证券交易所最终在1994年达成了统一的投票权标准。这一商定的标准事实上是已失效的19c-4这一规则的改版(但更加灵活),它反映了交易市场、股东和企业界承认需要就与剥夺股东投票权相关问题,达成一个具有共识的、平衡的解决方案。

[228] 参见 Roper 公司招股说明书,前注[219]; Shaw 公司招股说明书,前注[219]。我们注意到,这两家公司是携TPV上市的,因此似乎不受19c-4规则的约束。然而,交易所可能更愿意在这一窗口期中是TPV公司上市。

[229] 参见 Victor Fleischer & Nancy Staudt, *The Supercharged IPO*, 67 VAND. L. REV. 307, 339-40 (2014) [讨论重叠的职业人际网以及相同律师和会计师的使用如何使“增益IPO(supercharged IPOs)”更加频繁地适用]。

[230] 更具体地说,我们分析了一个TPV公司的董事是不是另一家TPV公司的董事或高级职员。我们还分析了两家不同的TPV公司的董事是否一起担任第三家公司的董事或高级职员。

[231] Aflac 公司的董事也是 Synovus 子公司董事会的成员,两家公司的董事也在其他公司的董事会中一起工作。参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第2页; Synovus Proxy, 前注[216], 第13~14页。

总部主要位于美国东南部。^[232] 这提高了 TPV 公司之间存在额外联系的可能性,如共同的律师事务所、会计师事务所或承销商。^[233]

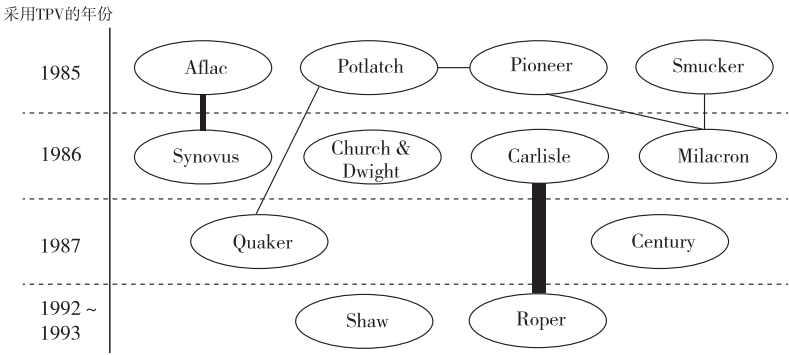


图 1 TPV 公司董事之间的联系

[232] 公司总部分布如下:Aflac(佐治亚州),Carlisle(北卡罗来纳州),CenturyLink(路易斯安那州),Church & Dwight(新泽西州),Smucker(俄亥俄州),Milacron(俄亥俄州),Pioneer(爱荷华州),Potlatch(华盛顿州),Quaker(宾夕法尼亚州),Roper(佛罗里达州),Shaw(路易斯安那州),Synovus(佐治亚州)。参见 *Corporate Citizenship*, AFLAC, 载 <https://perma.cc/46D9-T8MB>, 2015 年 12 月 28 日访问; *Contact Us*, CARLISLE, 载 <https://perma.cc/36KT-3F8W>, 2015 年 12 月 28 日访问; *Corporate Headquarters*, CENTURYLINK, 载 <https://perma.cc/H3R3-CBLK>, 2015 年 12 月 28 日访问; *Who We Are; At a Glance*, CHURCH & DWIGHT CO., 载 <https://perma.cc/9PTH-VXKC>, 2015 年 12 月 28 日访问[以下简称 *Church & Dwight, At a Glance*]; *Contact Us*, J. M. SMUCKER CO., 载 <https://perma.cc/62KV-SDYF>, 2015 年 12 月 28 日访问; *Locations*, MILACRON LLC, 载 <https://perma.cc/TN8D-5FCD>, 2015 年 12 月 28 日访问; *Contact Us*, DUPONT PIONEER, 载 <https://perma.cc/5XQJ-8TJR>, 2015 年 12 月 28 日访问; *Contact Us*, POTLATCH, 载 <https://perma.cc/6N3S-XPV3>, 2015 年 12 月 28 日访问; *About Quaker*, QUAKER CHEM. CO., 载 <https://perma.cc/SUY8-SLV7>, 2015 年 12 月 28 日访问[以下简称 *About Quaker*]; *Investor Contact*, ROPER INDUS., 载 <https://perma.cc/9RT3-N5Y8>, 2015 年 12 月 28 日访问; *The Shaw Group Inc.*, FORTUNE, 载 <https://perma.cc/5KFXRA39>, 2015 年 12 月 28 日访问; *Contact Us*, SYNOVUS, 载 <https://perma.cc/PZ36U3YK>, 2015 年 12 月 28 日访问。

[233] 例如,Shaw 公司和 Roper 公司 IPO 的承销商都是 Smith Barney, 而券商律师都是 Davis Polk。参见 Roper 公司招股说明书,前注[219],第 1 页;Shaw 招股说明书,前注[219],第 1 页。

所有 TPV 公司在采用 TPV 前都已经经营了很长时间,每家公司都经营超过了 20 年,其中半数以某种形式存在了一个多世纪。^[234]

相对于其他上市公司来说,除了上述事项外,TPV 公司之间没有明显的相似之处。大约一半的 TPV 公司在采用 TPV 期间是在特拉华州注册的,这反映了美国上市公司整体的比例。^[235] TPV 公司代表了从金

[234] Aflac 公司成立于 1955 年。参见 *Our History*, AFLAC, 前注[217]。Carlisle 公司成立于 1917 年。*Carlisle's History*, CARLISLE, 前注[217]。CenturyLink 公司的前身 Central Telephone and Electronics 公司成立于 1968 年。*Company History*, CENTURYLINK, 前注[217]。Church & Dwight 公司成立于 1846 年。*Company Overview*, CHURCH & DWIGHT CO., 载 <https://perma.cc/MG2N-9CV2>, 2015 年 12 月 28 日访问。Smucker 公司于 1897 年开始运行。*Smucker's History*, J. M. SMUCKER CO., 载 <https://perma.cc/3BU2-RG6J>。Milacron 公司成立于 1884 年。*Milacron Timeline*, MILACRON, 载 <https://perma.cc/AZF9-D8TW>, 2015 年 12 月 18 日访问。Pioneer 公司奠基于 1926 年。*Our Heritage*, DUPONT PIONEER, 前注[217]。Potlatch 公司成立于 1903 年。*About Us*, POTLATCH, 载 <https://perma.cc/F6N2-ZUTY>, 2015 年 12 月 28 日访问。Quaker 公司成立于 1918 年。参见 *About Quaker*, 前注[232]。Roper 公司源于 1919 年成立的 Deo. D. Roper Corporation。*Roper Industries, Inc. History*, FUNDING UNIVERSE, 载 <https://perma.cc/4EYH-W67D>, 2015 年 12 月 28 日访问。Shaw 公司于 1987 年在收购百年管道制造商 Benjamin Shaw Company 公司的基础上成立。*Shaw Group, Inc. History*, FUNDING UNIVERSE, 载 <https://perma.cc/W9GC-YQAE>, 2015 年 12 月 28 日访问[以下简称 Shaw Group, Inc.]。最后, Synovus 公司起源于 1888 年。*Our History*, SYNOVUS, 载 <https://www.synovus.com/?id=1268>, 2015 年 12 月 28 日访问。一些公司历史上改变过公司名称和公司注册状态;所有公司都有一些业务上的改变。

[235] 参见 Leslie Wayne, *How Delaware Thrives as a Corporate Tax Haven*, N. Y. TIMES (June 30, 2012), 载 http://www.nytimes.com/2012/07/01/business/how-delaware-thrives-as-a-corporate-tax-haven.html?_r=1 (“几乎近半的美国上市公司实在特拉华州注册的”); Lucian Arye Bebchuk & Assaf Hamdani, *Vigorous Race or Leisurely Walk: Reconsidering the Competition over Corporate Charters*, 112 YALE L. J. 553, 565-68 (2002) (观察到将近 60% 的上市公司是在特拉华州注册的)。Carlisle, Church & Dwight, Milacron, Potlatch, and Roper 等公司是在特拉华州注册的。参见 Carlisle Cos. 公司年报(Form 10-K)(2013 年 2 月 12 日), 载 <https://perma.cc/VN4K-Y9CH>; Church & Dwight Co. 公司年报(Form 10-K)(2014 年 2 月 22 日), 载 <https://perma.cc/B9Z2-83AV>; Milacron 公司年报(Form 10-K)(2008 年 3 月 24 日), 载 <https://perma.cc/3J9Y-UVM4>; *Frequently Asked Questions*, POTLATCH, 前注[217]; Roper 公司年报(Form 10-K)(2013 年 2 月 25 日), 载 <https://perma.cc/G63U-4NMP>。余下 7 个 TPV 公司注册于特拉华州之外。参见 Aflac 公司年报(Form 10-K)(2013 年 2 月 26 日), 载 <https://perma.cc/24VT-GV7G> (佐治亚州); CenturyLink 公司年报(Form

融到农业的各种行业；^[236] 行业和 TPV 地位之间似乎没有任何联系。^[237] 一些 TPV 公司面向消费者，拥有家喻户晓的品牌，^[238] 其他的面向工业客户。^[239] 有些 TPV 公司是区域性的，^[240] 有些是全球性的。^[241]

10 - K) (2013 年 3 月 1 日)，载 <https://perma.cc/K7DF-M.UFBU> (路易斯安那州)；J. M. Smucker 公司年报 (Form 10 - K) (2013 年 6 月 21 日)，载 <https://perma.cc/3RCT-ZX2J> (俄亥俄州)；Pioneer Hi - Bred Int'l 公司年报 (Form 10 - K) (1998 年 11 月 23 日) 载 <https://perma.cc/AMN6-7FYH> (爱荷华州)；Quaker Chem. 公司年报 (Form 10 - K) (2013 年 3 月 6 日)，载 <https://perma.cc/J5F8-KU3Q> (宾夕法尼亚州)；Shaw Group 公司年报 (Form 10 - K) (2012 年 9 月 19 日)，载 <https://perma.cc/VE2Q-KL52> (路易斯安那州)；Synovus Fin. 公司年报 (Form 10 - K) (2014 年 2 月 28 日)，载 <https://perma.cc/N4FB-74EX> (佐治亚州)。

[236] 例如，TPV 公司包括了保险 (Aflac, Primary SIC Code 6411)，通信 (Century, Primary SIC Code 4813)，以 Arm & Hammer, Trojan 和 Oxi Clean 商标的名义制造消费品 (Church & Dwight, SIC Code 2841)，银行服务 (Synovus, SIC Code 6712)，以及农业 (Pioneer, SIC Code 0119) 等行业。参见 *About Aflac, Our Company*, AFLAC, 载 <https://perma.cc/YEU27P9K>, 2015 年 12 月 28 日访问；*About Us*, CENTURYLINK, 载 <https://perma.cc/M2TU-RWE5>, 2015 年 12 月 28 日访问；Church & Dwight, *At a Glance*, 前注 [232]；*Investors*, DUPONT PIONEER, 载 <https://perma.cc/8HRF-4F9N>, 2015 年 12 月 28 日访问。其他 TPV 公司的主要 SIC 代码分布在一系列行业中，分别是：Carlisle (3069)，Milacron (3559)，Potlatch (6798)，Quaker (2899)，Roper (3823)，Shaw (8711)，Smucker (2033)，and Synovus (6712)。

[237] 见前注 [137] 和附录，我们注意到，双重股权结构在某些特定行业中是很常见的。我们也注意到，少数 TPV 公司无法在这一点上得出可靠结论。

[238] 参见 *Our Brands*, J. M. SMUCKER CO., 载 <https://perma.cc/W44VD98G>, 2015 年 12 月 28 日访问 (列举了 Smucker, Folgers, Dunkin' Donuts, Pillsbury 和其他品牌)。

[239] 例如，Quaker 公司为各种重工业和制造业应用生产特种化学产品；Roper 公司的业务是为全球利基市场 (niche market) 设计产品和解决方案；Shaw 公司为发电厂提供工程承包商和环境服务。

[240] 例如，Synovus 公司主要为美国东南部的客户提供金融服务。参见 *Company Information*, SYNOVUS, <https://www.synovus.com/?id=5>, 2015 年 12 月 28 日访问。

[241] 例如，Quaker 公司在 19 个国家有工厂，区域总部在荷兰、巴西和中国。参见 *Locations & Phone Numbers*, QUAKER CHEM. CORP., 载 <https://perma.cc/AW4H-R95W>, 2015 年 12 月 28 日访问。

没有一家公司在其采用 TPV 期间从纽约证券交易所退市。^[242] 然而,有 6 家公司在 2003 年至 2009 年撤销了 TPV 计划,^[243] 有一家公司被另一家没有 TPV 的公司收购。^[244]

(二) TPV 计划的条款

虽然所有的 TPV 计划都为长期持有的每一股提供比短期持有的股票更多的表决权,但是每项 TPV 计划的详情各异。各计划在每一长期股票获得的投票权数量和股票成为长期股票所需的时间都不同。这些因素都会影响作为一个整体的长期股东和每个长期股东的投票权。如表 1 所示,最常见的选择是每一长期股票 10 票(一半 TPV 公司)和 4 年持有期(3/4 的 TPV 公司)。

[242] 所研究公司的股票价格数据反映了相关时期的上市没有中断。参见 Spreadsheet (on file with authors)。

[243] 这 6 家公司在以下年份废止了 TPV 计划,并在其委托投票说明书(proxy statement)中阐释了原因:Century(1991 年),Church & Dwight(2003 年),Milacron(2003 年),Potlatch(2005 年),Roper(2006 年),Shaw(2007 年)。参见 CenturyLink 委托投票说明书(Form DEF 14A),第 12 ~ 19 页(1991 年 5 月 1 日)[以下简称 Century Rescission];Church & Dwight 委托投票说明书(Form DEF 14A),第 26 ~ 27 页(2003 年 4 月 3 日)[以下简称 Church & Dwight Rescission];Milacron 委托投票说明书(From DEF 14A),第 26 ~ 31 页(2003 年 4 月 23 日)[以下简称 Milacron Rescission];Potlatch 委托投票说明书(From DEF 14A),第 31 ~ 33 页(2005 年 3 月 30 日)[以下简称 Potlatch Rescission];Roper Indus. 委托投票说明书(From DEF 14A),第 26 页(2006 年 5 月 1 日)[以下简称 Roper Rescission];Shaw Group 委托投票说明书(From DEF 14A),第 35 ~ 36 页(2006 年 12 月 22 日)[以下简称 Shaw Rescission]。Century 公司的情况有些特殊。该公司在 1991 年规定,只有由同一个人自 1987 年 5 月 30 日起(该公司采用 TPV 的时间)持续地持有的股票才有资格获得每股 10 票,这取消了股东未来获得每股 10 票的能力,事实上废止了 TPV。Century Rescission,见本注。Century 公司继续将其实质上的双层股权结构成为 TPV。该结构在 2008 年的合并交易中被废止。CenturyTel 公司招股说明书,第 25 页,2008 年 12 月 22 日。

[244] Pioneer 公司 1999 年被 Dupont 公司收购,之后不再以一个独立的实体而存在。Dupont 公司没有 TPV。参见 Pioneer Heritage,前注[225]。

表 1 TPV 计划的基本条款^[245]

持股期限 (单位:年)		每一长期股票的投票权		
		4	5	10
	3	—	Pioneer	Milacron, Quaker
	4	Church & Dwight, Potlatch	Carlisle, Roper, Shaw	Aflac, Century, Smucker, Synovus

但是,并非所有股份都需要持有特定的时间才有资格成为长期股份。在采用 TPV 之前已经上市的公司中,基本上所有公司都会将他们采用 TPV 时已发行的股票视为长期股份。^[246] 携 TPV 上市的公司则将所有(或几乎所有)IPO 之前的股份(不包括在 IPO 中出售的股票)都视为长期股票。^[247]

[245] 参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第 9 页; Carlisle Proxy, 前注[216], 第 15 页、17 页; Century Proxy, 前注[216], 第 6~9 页; Church & Dwight Proxy, 前注[216], 第 6 页; Milacron Proxy, 前注[216], 第 12 页; Pioneer Proxy, 前注[216], 第 3 页; Potlatch Proxy, 前注[216], 第 3~4 页; Quaker Proxy, 前注[216], 第 10~11 页; Roper 公司招股说明书, 前注[219], 第 6 页; Smucker Proxy, 前注[216], 第 8~10 页; Shaw Rescission, 前注[243], 第 35~36 页; Synovus Proxy, 前注[216], 第 6 页。

[246] 参见 Aflac Proxy, 前注[216], App. B; Carlisle Proxy, 前注[216], 第 42 页; Church & Dwight Proxy, 前注[216], 第 4 页; Smucker Proxy, 前注[216], Exh. A, 第 1 页; Milacron Proxy, 前注[216], App. A, 第 8 页; Pioneer Proxy, 前注[216], 第 2 页; Potlatch Proxy, 前注[216], 第 3 页; Quaker Proxy, 前注[216], 第 10 页; Synovus Proxy, 前注[216], Exh. B, 第 1 页。Century 公司规定,截至记录的 TPV 表决之日(1987 年 3 月 31 日),所有持有的股票都是长期股票;委托投票说明书落款日期是 1987 年 4 月 27 日,而投票是在 1987 年 5 月 28 日进行的。参见 Century Proxy, 前注[216], 第 6 页;也可参见 Smucker Proxy, 前注[216], Exh. A, 第 2 页(根据采用 TPV 之前签订的合同转让所得的股份,在受让之后视为长期股份)。Potlatch 公司规定,所有股份在某些议题上都仅有 1 票。参见 Potlatch Proxy, 前注[216], App. A。而 Synovus 公司将所有小股东都视为长期股东。参见 Synovus Proxy, 前注[216], Exh. B, 第 1 页(规定所有持股少于 100,000 股的股东都具有长期持股地位)。股东可持有并且仍然适用这一规则的股份的数量因时而异。例子可参见 Synovus Fin. Corp. 委托投票说明书(Form DEF 14A), 第 2 页(1990 年 4 月 6 日)(将这一数量更改为 225,000)。

[247] 参见 Roper Prospectus, 前注[216], 第 3 页(将所有 IPO 之前发行的股份视为长期股份); Shaw Prospectus, 前注[219], 第 3~6 页(IPO 之后, Shaw 公司将总共发行 810.2 万股股份,作为 IPO 之前的股东的高级职员和董事共占有 498.7 万股,占据 87.7% 的投票权,相当于 87% 的 IPO 之前的股份都是长期股票。)

此外,在许多 TPV 公司中,董事会对公司长期股份的数量和权能拥有很大的自由裁量权。Smucker 至少两次重置了持有期限,每一次都与一重大交易相关,使所有截至这些日期时已发行在外的股份成为长期股份。^[248] 同样,半数公司都赋予了董事会发行新股或库存股作为长期股份的裁量权,即使受让人持有这些股份未满足持有期限。^[249] 有这种规定的公司通常在股东委托投票说明书中解释说,这种授权可以阻止某人接管公司。^[250]

公司也会对向某些类别投资者发行的股票给予特殊待遇,管理层和员工尤其会获得积极待遇。大多数公司规定,通过公司员工福利计划发行的股票期权而获得的股票,可被视为从期权授予之日或更早时候就实益(beneficially)持有这些股票。^[251] 有些公司将根据合税(tax-qualified)

[248] Smucker 公司在 2002 年和 2008 年重置了持有期限。前者回应了公司从 Procter & Gamble 手中收购 Jif and Crisco,后者回应了公司从 Procter & Gamble 手中收购 Folgers。参见 J. M. Smucker 公司股东投票委托说明书(Form DEF 14A),第 1 页(2002 年 7 月 9 日);J. M. Smucker 公司委托投票说明书(Form DEF 14A),第 3 页(2009 年 7 月 9 日)。

[249] 参见 Carlisle Proxy,前注[216],第 19 页;Roper Indus. 股东委托投票说明书(Form DEF 14A),第 A-2 页(2006 年 6 月 28 日);Smucker Proxy,前注[216],Exh. A,第 A-3 页(1985 年 7 月 25 日);Synovus Proxy,前注[216],Exh. B,第 B-1 页;也可参见 Church & Dwight Proxy,前注[216],Exh. A(允许董事会在股份是公开发行或作为收购的对价从公司库存股中转让时这样做);Pioneer Proxy,前注[216],第 5 页(使新发行的股份或者从库存股中转让的股份成为长期股份,除非董事会有相反规定);也可参见下注[398][描绘了 Church&Dwight 与 Occidental Petroleum 两个公司之间的一项交易,在该交易中,(1)后者从前者收到的股份在受让后即被视为长期股份;(2)后者同意根据前者的意愿行使投票权]。

[250] 例如,Smucker Proxy,前注[216],第 12 页(披露说“这种授权可以组织任何人寻求获得 Smucker 公司的控制权”);Pioneer Proxy,前注[216],第 5 页(认为该条款“可在任何时候用于阻止收购企图,或者组织长期股份持有者之间控制权的增长”)。

[251] 参见 Church & Dwight Proxy,前注[216],Exh. A,第 2~3 页(规定管理层持有的股份“被认为从该期权授予之日起就实益持有”);Milacron Proxy,前注[216],App. A,第 9 页(规定了相似的条款);Synovus Proxy,前注[216],Exh. B,第 2 页。然而,一些公司规定持有期限从行权之日其计算。参见 Carlisle Proxy,前注[216],Attach. II,第 40~41 页;Potlatch Proxy,前注[216],App. A。

员工福利计划发行的所有股票视为长期股份。^[252] 我们注意到,这也会使管理人员受益,因为在公司采用 TPV 计划期间,管理人员通常控制了员工福利计划中股票的投票权。^[253] 两家公司将此特殊对待扩展到了依据分红再投资计划而获得的股票。^[254] 其中一家解释说:“参与此类计划的员工和继续进行再投资的股东……正在向公司表明其长期承诺。”^[255]

一些 TPV 条款对其他类别的投资者不利。例如,所有的 TPV 公司都假定通过证券公司(held in “street”)或名义股东持有的股份是短期股票,^[256] 这个假定会对通过经纪公司和银行持股的股东产生不利影响。股东可以通过提供其股票在相关期间未改变受益所有权的证据来反驳这一假定。^[257]

此外,多半的公司对大型投资者有特殊规定:如果股东没有告知公司其已经收购了 5% 的发行在外股份,则其持有的股份被视为已经改变

[252] 参见 Church & Dwight Proxy, 前注[216], Exh. A, 第 3 页; Potlatch Proxy, 前注[216], App. A; Synovus Proxy, 前注[216], Exh. B, 第 1 页; 也可参见 Milacron Proxy, 前注[216], App. A, 第 9 页(将通过公司计划获得股票的员工视为从分配之日起实益地拥有这些股份)。

[253] See Brett McDonnell, *ESOPs' Failures: Fiduciary Duties When Managers of Employee-Owned Companies Vote to Entrench Themselves*, 2000 COLUM. BUS. L. REV. 199, pp. 204-05.

[254] 参见 Potlatch Proxy, 前注[216], App. A; Synovus Proxy, 前注[216], Exh. B, 第 1 页。

[255] Potlatch Proxy, 前注[216], 第 6 页。

[256] 参见 J. M. Smucker 委托投票说明书(Form DEF 14A), 第 3 页(2013 年 7 月 2 日)(解释说以证券公司名义持有的股份不能够获得长期股票投票利益,除非有书面证明,即使该股份的持有期限超过了 4 年的门槛)。

[257] 参见 Aflac Proxy, 前注[216], App. B; Carlisle Proxy, 前注[216], 第 40 页(提到了以经纪人或银行或代持人名义持有的股份); Church & Dwight Proxy, 前注[216], Exh. A, 第 3 页; Milacron Proxy, 前注[216], App. A, 第 9 页; Pioneer Proxy, 前注[216], 第 2 页; Potlatch Proxy, 同前注[216], App. A(明确以证券公司或名义股东的名义持有的股份包括了由经纪人、清算机构、投票受托人、银行或信托公司持有的股份); Quaker Proxy, 前注[216], 第 16 页(类似); Synovus Proxy, 前注[216], Exh. B, 第 2 页。

了受益所有权。^[258] 因此,在没有此类告知的情况下,即使已经持股多年,其股票也只是短期股票。^[259]

在每个 TPV 公司中,股份的持有期在受益所有权变更后重新计算。受益所有权的基准定义在各公司之间基本相同,并对标美国证券交易委员会在股东委托投票说明书中适用的定义。^[260]

公司既扩展又限制了这一基准定义。例如,为了符合 TPV 的目的,公司通常认为有权从股份中获得分红的人员变更构成受益所有权变更。^[261]

而其他交易则被特意地列为不构成受益所有权的变更。没有合适对价的交易均被豁免,如赠与、遗赠和遗产。^[262] 与持股信托相关的变更,如受托人、监护人、托管人或受益人的变更,或向受益人分配股份,也

[258] 参见 Carlisle Proxy, 前注[216], Attach. II, 第 40 页(要求在 10 天内通知); Roper Indus. 委托投票说明书(Form DEF 14A), 第 32~33 页(1992 年 2 月 12 日)[以下简称 Roper Proxy](相同); Shaw Rescission, 前注[243], Annex A, 第 45~46 页(相同);也可参见 Smucker Proxy, 前注[216], Exh. A, 第 2 页(认为持股 5% 以上的股东的所有股份受益所有权的改变,直到通知发出)。Smucker 公司也规定拥有 1/5 或更多投票权的股东一股仅有 1 票,除非其他股东批准。Id., at A-1.

[259] Synovus 公司有一个大致相反的规则,其自动将持股少于 100,000 股的股东视为长期股东。参见 Synovus Proxy, 前注[216], Exh. B, 第 1 页。这个数量在接下来的几年里经历了调整。例如, Synovus Fin 委托投票说明书(Form DEF 14A) Ex. A, 第 3 页(1990 年 4 月 6 日)。

[260] 根据此定义,投票权或者投资权的转移都会构成受益所有权的变更。参见 Rule 13d-3 (17 C. F. R. 240. 13d-4); Securities and Exchange Act Schedule 14A (17 C. F. R. 240. 14a-101); Item 403 of Regulation S-K (17 C. F. R. 229. 403); Milacron Proxy, 前注[216], App. A, 第 9 页; Potlatch Proxy, 前注[216], App. A。

[261] 参见 Church & Dwight Proxy, 前注[216], Exh. A, 第 3 页; Roper Proxy, 前注[258], 第 32 页; Shaw Rescission, 前注[243], Annex A, 第 45~46 页; Smucker Proxy, 前注[216], 第 11~12 页。如果新的分红接收者的指定是可撤销的,则这些规则通常不适用。

[262] 只要这种转移是善意的,并且不是为了绕过 TPV 规则,这些豁免就适用。Aflac Proxy, 前注[216], 第 9 页; Carlisle Proxy, 前注[216], Attach II, 第 2 页; Church & Dwight Proxy, 前注[216], Exh. A, 第 2 页; Smucker Proxy, 前注[216], 第 11~12 页; Milacron Proxy, 前注[216], 第 13 页; Pioneer Proxy, 前注[216], 第 4 页; Quaker Proxy, 前注[216], 第 16 页; Roper Proxy, 前注[258], 第 33 页; Shaw Rescission, 前注[243], 第 46 页; Synovus Proxy, 前注[216], Exh. B, 第 1 页。

可获得豁免。^[263] 这些豁免可能是为了方便税收计划和维持家族控制；几家公司明确承认了这一动机。^[264]

一些公司也有一条兜底条款 (catch - all provision), 规定在受益利益转移时清楚地表明受益所有权并未发生实质改变的情况下, 不构成受益所有权的改变。^[265] 类似地, 所有 TPV 公司都规定, 通过股票分割 (stock split) 或分红而获得的新股, 与发行这些新股的基础股份有相同的持有期限。^[266]

最后, 有一家公司规定, 如果长期股票低于公开发行业股份的一定比例基线时, 则 TPV 停止适用。也就是说, 如果长期股票的比例在两个连续股东大会中低于已发行股份的 15%, 则所有的股份此后都实行一股一票制度。^[267]

(三) 公司实施和撤销 TPV 的原因

我们现在分别讨论 TPV 公司给出的实施和撤销 TPV 的原因。

1. 实施 TPV 的原因

我们首先讨论公司向其股东提出 TPV 的原因, 然后再讨论公司披露 TPV 后可能的不利后果。^[268]

[263] 参见 Church & Dwight Proxy, 前注[216], Exh. A, 第 2 页; Pioneer Proxy, 前注[216], 第 4 页; Potlatch Proxy, 前注[216], App. A; Quaker Proxy, 前注[216], 第 16 页; 有一些相当复杂。参见 Carlisle Proxy, 前注[216], 第 14 页; Roper Rescission, 前注[243], Annex A, 第 2 页; Shaw Rescission, 前注[243], 第 46 页; Synovus Proxy, 前注[216], Exh. B, 第 1 页。

[264] 参见 Carlisle Proxy, 前注[216], 第 41 页; Roper Rescission, 前注[243], Annex A, 第 2 页; Shaw Rescission, 前注[243], 第 46 页。

[265] 参见 Church & Dwight Proxy, 前注[216], Exh. A, 第 2 页; Potlatch Proxy, 前注[216], App. A; Quaker Proxy, 前注[216], 第 16 页。

[266] 参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第 9 页; Carlisle Proxy, 前注[216], 第 42 页; Church & Dwight Proxy, 前注[216], Exh. A, 第 2 页; Smucker Proxy, 前注[216], 第 12 页; Milacron Proxy, 前注[216], 第 13 页; Pioneer Proxy, 前注[216], 第 4 ~ 5 页; Potlatch Proxy, 前注[216], App. A; Quaker Proxy, 前注[216], 第 17 页; Shaw Rescission, 前注[243], 第 47 页; Synovus Proxy, 前注[216], Exh. B, 第 2 页。

[267] 参见 Milacron Proxy, 前注[216], App. A, 第 10 页。

[268] 第 1 小节中的信息来自 Carlisle 公司 (1986 年)、Roper 公司 (1992 年)、Shaw 公司 (1993 年) 采用 TPV 时的股东委托投票说明书和上市申报材料 (registration statement)。同前注[216]和[219]。

(1) 支持观点

大多数 TPV 公司在向股东提出 TPV 时都表达了对短期投机者的影响的担忧。^[269] 例如,一家公司坚信“着眼于短期投资组合表现而非长期增长的投资经理,以及这些投资经理所支持的高杠杆收购或者是仅强调短期回报的管理策略”的影响力在逐渐增长。^[270] 许多公司相信,短期投资者要么“导致一些公司过度关注短期业绩而牺牲其长期最佳利益”,^[271] 要么“损害管理层和董事会专注于长期目标的能力”。^[272] 这些公司制定 TPV,以保护董事会和管理层免受“关注短期目标的投机性者的影响”。^[273] 这些公司表示,TPV 将给予那些“已经通过持续持股来表明其与公司一样关注长期业绩”的长期股东对公司事务“最大的影响力”。^[274]

[269] 参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第 9 ~ 10 页; Carlisle Proxy, 前注[216], 第 11 页; Century Proxy, 前注[216], 第 7 ~ 8 页; Church & Dwight Proxy, 前注[216], 第 4 页; Smucker Proxy, 前注[216], 第 8 ~ 9 页; Milacron Proxy, 前注[216], 第 14 页; Pioneer Proxy, 前注[216], 第 2 页; Potlatch Proxy, 前注[216], 第 3 页; Quaker Proxy, 前注[216], 第 10 页。

[270] 参见 Milacron Proxy, 前注[216], 第 14 页。

[271] 参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第 9 页; Church & Dwight Proxy, 前注[216], 第 4 页; Potlatch Proxy, 前注[216], 第 3 页; 也可参见 Milacron Proxy, 前注[216], 第 14 页(以不同的语言表达了同样的担忧)。

[272] Century Proxy, 前注[216], 第 8 页; 也可参见 Pioneer Proxy, 前注[216], 第 2 页(以类似的语言表达了这一担忧); Quaker Proxy, 前注[216], 第 10 页(相同); Smucker Proxy, 前注[216], 第 8 ~ 9 页(类似)。

[273] Carlisle Proxy, 前注[216], 第 17 页; 也可参见 Century Proxy, 前注[216], 第 8 页(“此修正案的目的在于保护公司及其现有股东……”); Pioneer Proxy, 前注[216], 第 2 页(相同); Smucker Proxy, 前注[216], 第 8 ~ 9 页(相同)。

[274] Century Proxy, 前注[216], 第 8 页; 也可参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第 9 ~ 10 页(授予长期股东“更多的投票权”); Carlisle Proxy, 前注[216], 第 29 页(表明“分享公司对于长期业绩和增长的承诺的投资者将会施加最大的影响力”); Letter from Dwight C. Minton, Chairman & CEO, to Stockholders, in Church & Dwight Proxy, 前注[216](“这一修正案的目的在于给予长期投资者在公司事务中比短期投资者更大的话语权”); Milacron Proxy, 前注[216], 第 14 页(更与长期股东“更大的话语权”); Pioneer Proxy, 前注[216], 第 2 页(这一修正案旨在通过确保已经通过长期持股来表明其分享公司对于长期业绩的承诺的投资者,在公司事务中施加最大的影响力,来达成这一目标); Smucker Proxy, 前注[216], 第 9 页(给予“分享公司对于长期业绩和增长的承诺的长期股东……最大的影响力”)。

TPV 公司认为,TPV 因此会使公司关注长期业绩和增长。^[275] 一些公司试图“营造一种氛围,使执行官和董事会能够做出符合公司及其股东长远利益的决策”。^[276] 几家公司提到了他们公司的历史及其“强调长期规划和……将公司资源倾注于长期目标”的理念。^[277] 某些公司表示,他们的“董事认为这种理念对许多股东来说是很重要的,并促进了公司业务的增长,即使是行业和国家经济条件存在短期变化”。^[278]

这些公司还表示,TPV 将鼓励意欲并购公司的人与其董事会进行谈判。^[279] 因此,其实质目标是阻止恶意收购,而这通常涉及有竞争的股东投票选举新的董事会成员。^[280] TPV 公司相信,TPV 鼓励与董事会谈判是有利的,因为董事会将能确定控制权的变更是否符合公司及其所有股

[275] Carlisle Proxy, 前注[216], 第 12 页(表明 TPV“会使管理层专注于长期业务表目标和策略,而不是短期结果”);Potlatch Proxy, 前注[216], 第 6 页(“本次提案的目的在于使董事和管理者专职与公司的长远最佳利益”);Quaker Proxy, 前注[216], 第 12 页(表明 TPV 将“通过使公司寻求长期业绩而不是强调季度结果,来促进公司及其股东的最佳利益”);Roper Prospectus, 前注[219], 第 35 页(解释了 TPV“会使管理层和董事会聚焦于长远业绩和增长”)。

[276] Aflac Proxy, 前注[216], 第 9 页;Century Proxy, 前注[216], 第 7 页;Church & Dwight Proxy, 前注[216], 第 5 页;Smucker Proxy, 前注[216], 第 9 页;Milacron Proxy, 前注[216], 第 14 页。参见 Quaker Proxy, 前注[216], 第 10 页(注意到 TPV 反映了“公司意图营造一种气氛,使董事会能够自由追寻公司的首要业绩目标”)。

[277] 参见 Church & Dwight Proxy, 前注[216], 第 4 页。

[278] 见上注;Potlatch Proxy, 前注[216], 第 3 页;Milacron Proxy, 前注[216], 第 14 页(表达了同样的观点,除了赞同“其业务的相对的周期性”)。一些公司提到了采用 TPV 的特殊原因。例如,Century 公司提到了一项特定正在寻求的“长期增长策略”,其“蜂窝技术与无线寻呼投资”(cellular and paging investments)将可能“拖累未来十年短期业绩表现”。参见 Century Proxy, 前注[216], 第 7 页。Milacron 公司指出,“公司业务的相对脆弱性,及其股价相对于商业周期和国际贸易与投资条件的波动”,使长期展望在评估其业绩时尤为重要。参见 Milacron Proxy, 前注[216], 第 14 页。

[279] 参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第 10 页;Church & Dwight Proxy, 前注[216], 第 5 页;Potlatch Proxy, 前注[216], 第 4 页;Smucker Proxy, 前注[216], 第 9 页。一些公司表示,TPV 将与预先采取的防御措施一道鼓励谈判。参见 Century Proxy, 前注[216], 第 8 页;Quaker Proxy, 前注[216], 第 10 页;Synovus Proxy, 前注[216], 第 5 页。

[280] TPV 公司的潜在收购方购买的是短期股票,因为其对于公司股票收购构成受益所有权的变更。因此,在一个 TPV 公司中,收购方在购买公司股票时的相对投票权比在一个一股一票的公司中要少。此外,通常包括内部人员在内的长期股东将会加强对 TPV 公司的控制,这会阻碍未经其同意的控制权转让。参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第 10 页;Smucker Proxy, 前注[216], 第 9 页。

东的最佳利益。^[281] 一些公司为这一结论说明了理由。例如,董事会对公司价值和前景的了解,董事会评估收购融资是否会损害公司为长期增长而融资的能力,股东评估此类收购的公平性的难度,以及当股票价格因周期性行业下滑或整体经济状况而受到抑制时,收购者在谈判收购条款上的优势。^[282] 一些公司坚持他们的信念,认为维持公司的独立性符合公司及其股东的长远利益。^[283]

大多数公司也将防止“绿票讹诈”(greenmail)的影响作为采用 TPV 的理由。^[284] 绿票讹诈,指的是一家受到收购要约威胁的公司通过以高溢价(超过市场价格)购买收购者的股份来消除该威胁的情形。如果公司有 TPV,这种情况就不太可能发生。收购者新收购的 TPV 股份不是

[281] 参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第 10 页; Century Proxy, 前注[216], 第 8 页; Church & Dwight Proxy, 前注[216], 第 5 页; Smucker Proxy, 前注[216], 第 9 页; Milacron Proxy, 前注[216], 第 15 页; Potlatch Proxy, 前注[216], 第 2 页; Quaker Proxy, 前注[216], 第 10 页。

[282] 参见 Church & Dwight Proxy, 前注[216], 第 5 页、第 8 页(还指出,谈判将使股东为其股票获得最佳条款,而不是让收购者“以接受或者离开的方式逐个击破”); Milacron Proxy, 前注[216], 第 15 页(讨论了“由董事会审慎地考虑收购要约的条款和条件”的好处,“包括价格、对价形式、税收影响,以及提案是否得到合理融资,还是将会导致公司破产或者损害其为长期增长融资能力的高杠杆提案”); 见上注(指出股东在评估“公司业务的变化性质和‘隐藏’资产价值方面的困难,如其研发计划的结果,处于不同发展阶段和引进阶段的新产品,其在全球客户中的声誉以及高技能员工”); Pioneer Proxy, 前注[216], 第 2 页(鼓励与董事会进行谈判,“以他们认为最符合所有公司股东及其非股东客户最佳利益的方式,考虑和应对任何此类潜在的控制权变化”); Potlatch Proxy, 前注[216], 第 4 页(鼓励潜在的收购者与董事会进行公平谈判,后者将会遵循它认为符合所有股东最佳利益的方案行动)。

[283] 参见 Pioneer Proxy, 前注[216], 第 2 页(在收购要约的背景下提出 TPV, 来进一步增强公司“独立政策”, 它认为这对于保持其与公司业绩所依赖的非股东客户的关系来说至关重要); Synovus Proxy, 前注[216], 第 4 页(在其章程中引入了除 TPV 之外的数项反收购修正案, 以保持其独立性); Church & Dwight and Potlatch 两家公司提到了保存公司“独特性”符合大多数股东利益; Smucker 公司表达了类似的观点。参见 Letter from Dwight C. Minton, Chairman & CEO, to Stockholders, Church & Dwight Proxy, 前注[216]; Letter from Richard B. Madden, Chairman & CEO, to Shareholders, Potlatch Proxy, 前注[216]; Smucker Proxy, 前注[216], 第 8 页。

[284] 参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第 10 页; Carlisle Proxy, 前注[216], 第 11 页; Century Proxy, 前注[216], 第 8 页; Church & Dwight Proxy, 前注[216], 第 5 页; Milacron Proxy, 前注[216], 第 15 页; Potlatch Proxy, 前注[216], 第 4 页; Synovus Proxy, 前注[216], 第 5 页。

长期股份。这降低了收购者收购威胁的严重性,从而降低了公司支付绿票讹诈以消除该威胁的可能性。

最后,一家公司明确表示,TPV 将在仅略微稀释长期股东投票权的情况下,给予公司“更大的灵活性来发行权益资本 (equity capital),以助力扩张或利用有吸引力的收购或合资机会”。^[285] 虽然其他公司没有明确说明这一理由,但其在采用 TPV 时,于公司章程中增加了授权股份的数量,这有利于发行额外的权益资本。^[286]

(2) TPV 可能的不利结果

公司认为,不一定持有公司大部分股份且其利益可能与短期股东不同的长期股东将控制公司,这可能是 TPV 的一个不利后果。^[287] 此外,这些公司披露了随着公众股东出售其股票,公司控制权可能集中于一个

[285] 参见 Milacron Proxy, 前注[216], 第 14 页。

[286] 参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第 8 页(将授权股份的数量由 2500 万增加到 7500 万); Roper Prospectus, 前注[219], 第 6 页(注意到“在发行完成后的不同时间,大量的普通股将可以在公开市场上出售”); Synovus Proxy, 前注[216], 第 3~4 页(将授权股份的数量由 4000 万增加到 1 亿); 也可参见 Milacron Proxy, 前注[216], 第 20 页(将授权股份的数量由 3000 万增加到 5000 万); 然而, Smucker 公司表示其“在可预见的将来没有无意发行……发行或转让新股。” Smucker Proxy, 前注[216], 第 12 页。 Accord Pioneer Proxy, 前注[216], 第 5 页; Quaker Proxy, 前注[216], 第 12 页。一些公司在采用 TPV 时试图说服股东内部人员不计划改变其持股。参见 Milacron Proxy, 前注[216], 第 16~17 页(披露了公司创始人的后代、姻亲和他们建立的信托至少近期内意图保留其公司股份); Pioneer Proxy, 前注[216], 第 3 页(表示“由董事和高管持有的股份近年来保持相对稳定”,从而暗示这种情形将有可能继续); Potlatch Proxy, 前注[216], 第 3 页(“公司的许多董事、高管和其他职员已经持股多年,可以预期这些人将继续长期持有其股份”); Quaker Proxy, 前注[216], 第 11 页(由公司董事和高管持有的普通股的比例近年来相当稳定。此外,公司并未意识到任何已经发生或者可能发生的收益所有权的重大改变); Smucker Proxy, 前注[216], 第 10 页(宣布多年来内部人员持股比例稳定,预计不会在近期发生变化)。

[287] 公司通常特别指出,这可能意味着损失未完成的控制权变更交易的溢价。参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第 11 页; Carlisle Proxy, 前注[216], 第 19~20 页、第 32 页; Century Proxy, 前注[216], 第 11 页; Church & Dwight Proxy, 前注[216], 第 8~9 页; Milacron Proxy, 前注[216], 第 15~16 页; Potlatch Proxy, 前注[216], 第 5~6 页; Smucker Proxy, 前注[216], 第 13~14 页。

内部群体。^[288] 这些公司对内部群体定义各有不同,包括创始人及其家属、董事、高级职员和/或员工。^[289] 所有股东在 TPV 重组时均获得长期股权;因此,计算由于 TPV 而导致的控制权集中于内部群体的可能性时,要求公司对未来将出售其股份的公众股东和内部人员的比例作出假设。许多公司计算了该群体可能获得的股份,在此过程中作出了不同的假设。^[290]

由于潜在收购方一开始仅获得短期股票,而 TPV 可能导致公司内部人员不成比例的控制权,所有的公司都认识到 TPV 可能具有反收购效应。^[291] 几乎每个 TPV 公司在采用 TPV 时都有其他具有反收购效应

[288] 参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第 11 页; Century Proxy, 前注[216], 第 11 页; Church & Dwight Proxy, 前注[216], 第 8 ~ 9 页; Milacron Proxy, 前注[216], 第 15 ~ 17 页; Smucker Proxy, 前注[216], 第 14 页; Pioneer Proxy, 前注[216], 第 5 页(表明该修正案可能增强当前管理层的投票权); Quaker Proxy, 前注[216], 第 12 页(“取决于生效日之后股票交易的程度,该修正案可能导致管理层手中掌握有效的或者是绝对的投票控制权……”)。

[289] 例子可见 Century Proxy, 前注[216], 第 9 页(描述了董事、高级职员和员工福利计划的投票权); Smucker Proxy, 前注[216], 第 14 页(注意到“Smucker 家族的管理层人员”将在执行 TPV 之后控制公司)。

[290] 参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第 10 页(假设了 TPV 之后、股东年会之前可能被出售的股票数量,并假定所有管理层股东都行使股票期权而不卖出); Century Proxy, 前注[216], 第 9 页(对可能被转让的股份数量作出假设); Pioneer Proxy, 前注[216], 第 5 页(暗示了如果 50% 的股份被交易,但管理层股东并不出售任何股份的结果); Smucker Proxy, 前注[216], 第 9 ~ 10 页(作出了类似的假设);也可参见 Quaker Proxy, 前注[216], 第 12 页(说明任何说明性计算的结果都取决于采用 TPV 之后交易的股份数量)。

[291] 许多公司表示 TPV “可能”(may or could)被视为具有反收购效应。参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第 11 页(承认了至少在某种程度上,TPV “使长期股份持有人反对的收购的可能性降低”); Carlisle Proxy, 前注[216], 第 16 页(解释了“TPV 效果可能是阻碍未经董事会同意的未来收购企图”); Quaker Proxy, 前注[216], 第 11 页(表明 TPV “可被视为一项反收购提案”); Roper Prospectus, 前注[219], 第 35 页(披露了 TPV “可能被视为具有反收购效果”); Smucker Proxy, 前注[216], 第 10 页(解释了 TPV “可被视为一项反收购提案”); Synovus Proxy, 前注[216], 第 4 页(提到了 TPV 作为一项反收购修正案)。其他公司解释了 TPV 将会组织未经长期股东同意的敌意收购尝试。参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第 11 页(表明“即使并非不可能”,TPV 也会让“第三方很难以包括董事、高管和员工在内的长期股东反对的条款获得公司控制权”); Century Proxy, 前注[216], 第 11 页(表明 TPV “可能阻碍某人试图

的条款。^[292]每个公司都将 TPV 制度单独或者与这些反收购条款一起,

以长期股东反对的条款收购公司”) ;Church & Dwight Proxy, 前注[216], 第 5 页(披露了 TPV 修正案将使“第三方以长期股东反对的条款获得公司控制权更加困难, 尽管不是不可能”) ;Pioneer Proxy, 前注[216], 第 5 页(注意到一项由长期股东反对的收购尝试“也更加不可能成功”) ;Potlatch Proxy, 前注[216], 第 4 页(指出 TPV 将会使“第三方以长期股东反对的条款获得公司控制权变得更加困难, 即使并非不可能”) ;Quaker Proxy, 前注[216], 第 12 页(指出“一项由长期股东反对的……收购尝试不太可能成功”) ;也可参见 Milacron Proxy, 前注[216], 第 15 页(“董事会预计 TPV 重组将会阻止恶意收购尝试……”) ;Synovus Proxy, 前注[216], 第 2 页(披露了“包括 TPV 在内的提案……具有一般性反收购特征, 具体而言, 表明其能够用于或者事实上是专门用来阻止未经请求的收购尝试或者影响公司控制权的变更”) ;在 Potlatch 公司在一个特殊的股东会上提出 TPV 之后, 其收到并拒绝了一个收购要约。Potlatch 公司最终收购了所有潜在收购者持有的股份。Letter from Robert A. G. Monks at 2 (Dec. 4, 1985) [1986 年 12 月 19 日作为委托投票征求材料(proxy soliciting material) 而收到]。多数公司声明, 在提出 TPV 时, 它们并未注意到现存的或者迫近的收购。参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第 11 页; Century Proxy, 前注[216], 第 8 页; Church & Dwight, 前注[216], 第 5~6 页; Potlatch Proxy, 前注[216], 第 4 页; Smucker Proxy, 前注[216], 第 9 页; Synovus Proxy, 前注[216], 第 5 页。

[292] 参见 Century Proxy, 前注[216], 第 13~15 页(列举了其他已采用的反收购措施, 包括分期分级董事会、特定业务联合的超多数同意、空白股票优先股、优先股购买权计划, 以及某些高管薪酬协议) ;Church & Dwight Proxy, 前注[216], 第 10~12 页[列举了分期分级董事会、超多数同意和多轮优先股(series preferred stock)] ;Milacron Proxy, 前注[216], 第 19 页(列举了分期分级董事会、连续优先股和书面一致同意程序, 以及其他规定) ;Pioneer Proxy, 前注[216], 第 6 页[描述了该公司的分期分级董事会和多轮优先股, 并且表示董事“仅可能因(由司法机关认定的不当行为)这一原因, 经 2/3 以上投票权决定而去职”] ;Potlatch Proxy, 前注[216], 第 7~9 页(描述了公司的分期分级董事会、优先股书面同意的股东行为的禁止、企业合并条款、超多数表决和其他条款) ;Quaker Proxy, 前注[216], 第 13 页(注意到公司已经采用了优先股、分期分级董事会、企业合并条款, 以及其他限制股东召集特殊股东会和罢免董事的能力的条款) ;Roper Prospectus, 前注[219], 第 33~35 页(注意到《特拉华州通用公司法》第 203 节中规定的特拉华州商业联合条款) ;Shaw Prospectus, 前注[219], 第 29~30 页(注意到公司先前采用了空白支票优先股、分期分级董事会、董事会提名和其他事项的预先通知条款, 以及对于特定条款、内部章程和特定业务核武的超多数表决) ;Smucker Proxy, 前注[216], 第 15~17 页(描述了该公司的分期分级董事会, 1977 年通过的包含超多数表决条款的“公平价格修正案”, 以及多轮优先股) ;Synovus Proxy, 前注[216], 第 5~6 页(指出了公司的分期分级董事会、超多数表决和其他条款) ;参见 Aflac Proxy, 前注[216], 第 11 页(表明了 Aflac 公司的公司章程没有其他反收购条款)。

阻止并购提案、要约收购、投票委托竞争及罢免长期股份持有者支持的现任董事或经理,或使上述事宜变得更加困难。^[293]

一家公司指出,长期股东在“提交给股东表决的每一项公司决策”,都有更多的投票权,“无论这种决定的长期或短期影响如何”。^[294]该公司还指出,无法保证长期股东不会在投票中寻求其短期个人利益,或者短期股东不会支持公司的长期利益。^[295]

总之,TPV 公司采用 TPV 的主要理由是减少短期投资者对公司的影响,并增加长期投资者的相对影响力。他们表示,TPV 将使公司管理层免受短期市场压力的影响,使其专注于长期业绩,并在整体上培养面向长期业绩的企业文化。公司还表示,TPV 将鼓励潜在收购方与公司董事会进行谈判。然而,公司还披露控制权可能集中于内部人员是 TPV 一个可能的不利后果。^[296]

2. TPV 的废止

6 家公司废止了 TPV,一家公司并入了另一家没有 TPV 的公司。^[297] 废止 TPV 的主要原因是它偏离了美国公司中“普遍的投票结构”;不符合“企业民主的基本原则”,即“一股一票原则”,而这被认为

[293] 参见 Aflac Proxy,前注[216],第 11 页;Carlisle Proxy,前注[216],第 9 页;Century Proxy,前注[216],第 11 页;Church & Dwight Proxy,前注[216],第 9 页;Smucker Proxy,前注[216],第 13~14 页;Pioneer Proxy,前注[216],第 5 页;Quaker Proxy,前注[216],第 12 页;Potlatch Proxy,前注[216],第 6 页;Roper Prospectus,前注[219],第 35 页;Synovus Proxy,前注[216],第 8 页。

[294] 参见 Century Proxy,前注[216],第 8 页。

[295] 见上注。

[296] 一些公司将 TPV 的“总体效应”总结为:使罢免现任管理层更加困难,即使这种罢免是有利的。参见 Carlisle Proxy,前注[216],第 32 页;Quaker Proxy,前注[216],第 13 页;Smucker Proxy,前注[216],第 14 页。

[297] 该信息来自提议废止 TPV 的规定委托投票说明书。见前注[243]、前注[244]。

是最佳公司治理实践之一。^[298] 同样,TPV 受到机构投资者及其协会的诟病。^[299] 一家公司解释道,TPV 导致了独立监管机构,如向机构投资者提供公司治理建议的机构股东服务公司 (institutional shareholder Services, ISS),降低了其公司治理评级。^[300] 此外,一些公司将《纽约证券交易所上市公司手册》(NYSE Listed Companies Manual) 不鼓励 TPV 作为废止 TPV 的理由。^[301] 因此,TPV 的废止受到通行理念的影响,特别是在关心这种投票安排的可取性机构投资者中。在一家公司中,某个机构股东似乎成功地迫使该公司提议废止 TPV。^[302]

一些公司在其提议废止 TPV 的委托投票说明书中重申了对长期

[298] 参见 Roper Rescission, 前注[243], 第 26 页(表明 TPV“不被纽约证券交易所的 313.00 规则所允许,并背离了企业民主的基本原则,即一股一票”); Shaw Rescission, 前注[243], 第 36 页(表示 TPV“不被纽约证券交易所的 313.00 规则所允许,并背离了企业民主的基本原则,即一股一票。批准该提案将使本公司的投票结构与上市公司中通行的投票权相一致”);也可参见 Church & Dwight Rescission, 前注[243], 第 2 页、第 26 页(指出“美国主要的证券交易所现在禁止采纳任期投票权”,并且其他条款“更加符合现代企业治理的一股一票的原则”); Milacron Rescission, 前注[243], 第 2 页(意图使“Milacron 公司的投票权结构符合现行企业治理的最佳实践”); Potlatch Rescission, 前注[243], 第 31 页。

[299] 例子可见 Potlatch Rescission, 前注[243], 第 31 页(任期表决权结构已经遭到了机构股东和其他股东认为其不民主的批评)。

[300] 参见 Milacron Rescission, 前注[243], 第 4 页(指出,“一个更高的 ISS 治理评级意味着在 ISS 眼中更好的公司治理,废止 TPV 将会提高 Milacron 公司的治理评级,据 ISS 所说,这是用于帮助机构投资者评估公司董事会的质量和他们的治理实践对业绩的可能影响”)(此处省略了原文的引注和修改)。

[301] 参见 Roper Rescission, 前注[243], 第 26 页; Shaw Rescission, 前注[243], 第 36 页。《纽约证券交易所上市公司手册》规定了“根据《证券交易法》第 12 节登记的公开交易的普通股的现任股东的投票权不能够被通过任何公司行为或发行而进行任何减少或限制。此类公司行为或发行的例子包括……任期投票权计划”。N. Y STOCK EXCH., LISTED COMPANY MANUAL § 313. 00, 载 <https://perma.cc/MSK4-W68P>。

[302] Potlatch 公司在 2004 年股东年会上反对了类似的股东提案之后,于 2005 年年会中提议其股东应当废止 TPV。参见 Potlatch Rescission, 前注[243], 第 31 页。Potlatch 公司股东投票委托说明书(Form DEF 14A),第 30 页(2004 年 5 月 3 日)。2004 年,该公司表达了其对于对投机者的短期利益的担忧:我们认为 Potlatch 公司最宝贵的资产是 150 万英亩的生产性林地,每个生长周期都需要 30~60 年的护理和投资。这一资产的特性必须以可持续的方式对待,以为股东提供最佳的未来汇报。关于该林地的短期观点会导致资产的全部价值得不到承认,并危及未来汇报和可持续性。

价值和长期业务策略的承诺,这是其采用 TPV 的主要目的。^[303] 然而,公司解释说,他们已经采用或者正在考虑采用的比 TPV 更为普遍接受的其他机制,也会使管理层致力于公司的长期利益。^[304] 这些机制包括股东权利计划和分期分级董事会条款(staggered-board provision)。^[305] 这些机制并没有像 TPV 一样强化长期股东的投票权;某些机制,如对召开特别股东会议的限制和提前通知要求,总体上削弱了股东的权力。^[306] 然而,这些机制确实会增加管理者的裁量权,以便在长期股东选择长期利益的情况下为其服务。即便机构投资者不是这些公司的长期股东,废止 TPV 也会提高他们的相对投票权。

有一家公司将 TPV 可能会增强管理层防御(management entrenchment)作为废止 TPV 的明确理由。^[307] 相比之下,有两家公司废止 TPV 的背景表明,这些公司关注的是 TPV 增强了长期股东的权力。当少数长期股东(包括创始家族后裔)向 Milacron 董事会提名候选人时,Milacron

[303] 参见 Church & Dwight Rescission, 前注[243],第 27 页;Milacron Rescission, 前注[243],第 29 页;Potlatch Rescission, 前注[243],第 31 页。

[304] 参见 Church & Dwight Rescission, 前注[243],第 2 页、第 26 页(讨论了其股东权利方案);Milacron Rescission, 前注[243],第 29 页(确认了公司章程和内部规定的其他条款及其股东权利方案);Potlatch Rescission, 前注[243],第 31 页(建议一项股东权利方案可以为此目的实施);Shaw Rescission, 前注[243],第 36 页(讨论了公司的股东权利方案)。公司也给出了废止 TPV 的其他理由。一些公司指出,因为其采用 TPV 时正在被使用的强制收购策略已经不再流行,因此也不再需要 TPV;其他公司提到了由特拉华州商业合法规则提供的保护。参见 Church & Dwight Rescission, 前注[243],第 3 页、第 20 页(两者都提及);Milacron Rescission, 前注[243],第 29~30 页(两者都提及);Potlatch Rescission, 前注[243],第 3 页(提到后者)。参见前注[292]提到的许多公司在采用 TPV 时已有的具有反收购效果的条款。

[305] 参见 Church & Dwight Rescission, 前注[243],第 19~20 页(提及了 1989 年采用、1999 年更新的股东权利方案和分期分级董事会条款);Milacron Rescission, 前注[243],第 6 页、第 29~30 页(讨论了其分期分级董事会机构,并暗示由其他方法来针对敌意收购);Shaw Rescission, 前注[243],第 36 页(提到了其股东权利计划);Potlatch Rescission, 前注[243],第 32~33 页(指出了其意图在未来采用股东权利计划和防御性措施,包括分期分级董事会条款)。

[306] 参见 Church & Dwight Rescission, 前注[243],第 1 页(提议限制股东召开股东会的能力和增加提前通知条款);Milacron Rescission, 前注[243],第 29~30 页(提到了其对于股东召开特别会议的能力的限制以及其他条款,如对于股东书面同意的限制)。

[307] 参见 Roper Rescission, 前注[243],第 26 页。

提议废止了 TPV。股东关注公司的发展方向,声称 Milacron 公司的并购使其杠杆率过高,并随着业务部门被出售以偿还公司的债务而导致公司收缩。此外,在 Century 公司的管理层将失去对公司员工福利计划中的股票的投票控制权,同时担心机构投资者的持股可能在不久的将来成为长期股票时,Century 公司提议了废止 TPV。^[308] 尽管 Century 公司仍相信 TPV 能使其成功地追求长期增长战略,但它也认为,一旦机构投资者达到赋予其长期股权投资权的 4 年持有门槛,他们将不再有动力支持公司的长期目标。^[309]

最后,一些公司不满于 TPV 带来的行政负担。公司需要跟踪股票的受益所有权,并担心 TPV 给公司投票权的分配造成的混淆。^[310] 一家公司量化了行政成本,而这看起来并不高:取消 TPV 将使公司每年节省大约 12,500 美元,并且每年减少约 50 小时的员工工作时间。^[311]

总之,这些公司废止了 TPV,以遵循机构投资者和其他投资者所认为的最佳公司治理实践。他们认为,旨在确保其独立于短期市场压力的其他措施足以实现公司的长期目标。一家公司对 TPV 公司的内部人员防御效应表示担忧,而两家公司则担心 TPV 对长期股东的赋权。后者中的一家担心,一旦机构投资者持有股票达到持有期后,他们将对公司施加短期压力。一些公司还提到了追踪股份受益所有权带来的行政负担以及因 TPV 导致的投票控制混乱。

[308] 参见 Century Rescission,前注[243],第 12~16 页、第 18~20 页。

[309] Colin Mayer 在近期的一本书中也表达了此担忧。参见 COLIN MAYER, FIRM COMMITMENT: WHY THE CORPORATION IS FAILING US AND HOW TO RESTORE TRUST IN IT (2013)[提出了“时间股”(time-dependent shares)给事先表明其将在一段时间内持股的股东更多的投票权]。

[310] 参见 Century Rescission,前注[243],第 8 页;Church & Dwight Rescission,前注[243],第 26 页(声明废止 TPV 将消除“投票权分配的混乱”和一个“烦琐的”“并已经实质上使公司股东记录和委托投票程序复杂化的”系统);Milacron Rescission,前注[243],第 4 页(表明消除 TPV 将会“减少投票权分配的混乱……尤其是在通过银行和经纪人持股的股东之间”);Roper Rescission,前注[243],第 26 页(提到了难以确定是否存在受益所有权的变更而使监督 TPV 不切实际)。

[311] 参见 Milacron Rescission,前注[243],第 28~29 页;也可参见 Church & Dwight Rescission,前注[243],第 27 页(当前的体制对公司造成了负担,并且很大程度上使公司股东记录和委托投票程序变得复杂化。其结果是公司承担了行政记录保存的额外成本)。

(四) TPV 公司的受益所有权和投票控制权

我们现在来讨论 TPV 公司的所有权和控制权如何随着时间的推移而分配。首先,我们研究了主要外部股东和内部人员总体,特别是创始家族成员的 TPV 公司股份的受益所有权。我们还考虑了机构投资者整体,以及不同类型的机构投资者的受益所有权。其次,考察了 TPV 公司的长期股权数量,包括内部人员和主要外部股东的长期股权数量。再次,考虑了 TPV 公司的投票权,以及 TPV 创造的长期股东整体和特别是内部人员之间的投票权和现金流量权之间的偏离。最后,我们考虑了 TPV 增强内部人员控制的特性是否有利于内部多元化或新股发行。

1. 受益所有权

我们通过检索委托投票说明书中的受益所有权部分,获得了在选定年份所有 TPV 公司的股权信息。^[312] 根据美国证券交易委员会的规定,这些说明中包含了一个公司董事和高级职员,以及持股 5% 以上的主要外部股东的大量关于受益股份所有权的信息。^[313]

委托投票说明书被视为关于公司董事和高级职员股份所有权的可靠信息来源。^[314] 但是,委托投票说明书通常并不会披露家族所有权。董事、高级职员和主要股东的创始家族地位通常不需要(也不会)披露。非主要外部股东、董事或高级职员的创始家族成员的股份所有权通常不必也不会披露。学者们很难获得有关创始家族的持股数据,由

[312] 选定年份使公司采用 TPV 当年,TPV 生效期间的第一、第三、第五、第十、第十五、第二十和第二十五年,对于已经废止 TPV 的公司则还包括废止的年份。

[313] 美国证券交易委员会的规则将由与股东有关的各方持有的股份归属于由该股东实益持有的股份,例如由股东使受托人的信托持有的股份。同样,美国证券交易委员会的规则将内部人员可在 60 天内行权购买的股票视为由该内部人员实益持有的股票。参见 17 C. F. R. § 240.13d-3 (SEC Rule 13d-3)。我们将所有与股东相关的实体持有的股份都视为由该股东持有。我们也将由家族成员(包括姻亲)、家族附属基金会及其控股公司实益持有的股份视为由该股东持有,不论该内部人员是否承认该股份的所有权,但我们谨慎地避免了重复计算。在少数情况下,公司还披露了关于一家持股不到 5% 的大型外部股东的信息。这些股东也包括在我们的主要外部股东信息数据中。

[314] 许多研究已经从委托投票说明书中获取了高级职员和董事的股份。例子可见 Bauguess, Slovin & Sushka, 前注[124], 第 1246 页; Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第 1055 ~ 1056 页; Villalonga & Amit, 前注[134], 第 3057 页; Villalonga & Amit, 前注[161], 第 388 ~ 389 页。

此导致许多研究忽视了家族所有权,而将重点放在董事和高级职员的所有权上。甚至对家族企业的研究也经常被迫使用家族所有权的投票委托书;甚至仅仅是识别出家族企业就非常困难。^[315] 这个问题一直妨碍着对家族所有的上市公司的研究。

如前所述,12家TPV公司中有10家在采用TPV时是家族企业。^[316] 为了获得这些公司一直以来的家族所有权数据,我们对公司任何能披露创始家族成员身份和所有权的委托投票说明书进行了梳理。例如,当这些信息涉及董事、高级职员或主要股东的股份所有权时,创始家族成员的股份所有权有时会在脚注中予以披露。当有理由相信董事、高级职员和主要持股人可能是该公司创始家族的成员时,笔者和研究助理还进行了互联网检索。

该方法使我们能够获取有关创始家族股份所有权的信息。这些数据使我们既可以考虑家族所有权的趋势,也扩大了我们占总内部人员所有权的估量。然而,这些数据有两个主要限制。

首先,它在很多情况下大大低估了家族所有权。例如,当Milacron向其股东提出TPV时,它在其委托投票说明书中加入了一份声明,表示公司创始人的后代、他们的姻亲以及相关信托,控制着Milacron公司35%的普通股。^[317] 相比之下,在Milacron的委托投票说明书中检索其他与家族所有权相关的披露,仅能使我们确认家族持股的比例为12%。^[318]

[315] 参见 Gompers, Ishii & Metrick, 前注[19], 第1063页[以公司名称中是否包含了一个人名,任何人名都可以,作为家族所有权的一个噪音代理人(noisy proxy),因为逐个研究每个公司的历史是如此耗时]。

[316] 这些公司是 Aflac, Carlisle, Century, Church & Dwight, Smucker, Milacron, Pioneer, Potlatch, Quaker, and Synovus。见前注[216]和附随文字。

[317] 参见 Milacron Proxy, 前注[216], 第16~17页。

[318] 在其1986年委托投票说明书的其他部分,Milacron表明“现在和以前的员工”、董事、员工福利计划和创始家族成员拥有超过50%的股份。见上注,第2页。我们找到的内部人员(包括家族)和由内部人员(包括员工福利计划)影响的股份的比例是26%。我们的数据并不包括由当前和以前员工的持股,该信息通常不包含在公司委托投票说明书中。Potlatch公司在其采用TPV的1985年的委托投票说明书中提供了另外一个委托投票说明书的限制的例子。其中包括一份声明,称“早期创始家族的后代和公司前身的长期股东”拥有该公司40%以上的股份。参见 Potlatch Proxy, 前注[216]。我们找到的当年内部人员受益所有权的总比例为14%。委托投票说明书通常不会披露由“公司前身的长期股东”的持股比例,或者这些股东是内部人员还是外部人员。

其次,公开的家族所有权会显得“过高”(spiky)或“不足”(lumpy),即使实际的家族所有权没有变化,观察到的数据也会大幅波动。例如,当创始家族的成员成为董事时,他的股权将被披露,并可计入总家族所有权。即使家族持股比例没有改变,这种披露也使家族所有权看起来有所增加。而当该家族成员离开董事会时,就会出现相反的问题。

最后,我们注意到,因为我们将创始家族成员视为内部人员,所以这两个问题也反映在总内部人员所有权数据中。

就大部分分析而言,我们将类似的公司分为四组,并考察每组的平均所有权。这种分组有助于缓解数字过高(spikiness)的问题。^[319] 我们无法纠正低估的问题,尽管如此,我们认为观察到的家族所有权对于揭示实际家族所有权的增减趋势是有用的,即使它无法在任何特定时间准确地衡量实际家族所有权。^[320]

“家族企业 1”和“家族企业 2”两组均由家族企业组成。^[321] 这两个小组的所有公司在 1985 年至 1987 年,都依据股东投票采用了 TPV。^[322] 在撰写本文时,“家族企业 1”中的所有公司都没有废止 TPV。“家族企业 2”中的公司在相当长的一段时间内(2017 ~ 2019 年)保持了 TPV 结构,但最终废止了其 TPV 计划。

Pioneer 公司是一家表上单独列出来的家族企业。与“家族企业 1”

[319] 在另一个层面上,过低可能不是一个主要问题。如果我们试图衡量公司的家族控制随时间的变化,则成为(或不再是)股东、董事或主要外部股东的家族成员对应于此类变更。

[320] 另外,如果低估的(lumpiness)程度随时间推移变得更遭(或者更好),观察到的趋势可能会产生误导。

[321] 更具体地说,“家族企业 1”包含了 Aflac, Carlisle, Quaker 和 Synovus,“家族企业 2”包含 Church & Dwight, Milacron 和 Potlatch。我们关于 Milacron 的统计忽视了优先股。这是无关紧要的;Milacron 公司 1999 年(但不是 2000 年)的委托投票说明书表示超过 50% 的普通股是长期的。因此,这些年里,优先股至多控制着 1.1% 的投票权,而且可能更少。此外,多年来,内部人员关于普通股和优先股的所有权是相当接近的。我们将 Century 公司排除在了该小节的讨论外,因为 Century 公司在其持有期间第一次届满之前终止了 TPV 计划。我们排除了 Smucker 公司,因为家族成员持股的重复计算(例如,由信托的共同受托人),使确定家族所有权和区分非家族成员的董事和高级职员的所有权变得不可能。Smucker 公司在采用 TPV 的几年也采用了双层股权结构。

[322] 参见前注[216]和附随文字。

组和“家族企业 2”组一样,它通过股东投票在 20 世纪 80 年代中期采用了 TPV。该公司在 13 年后被没有 TPV 的 Dupont 公司收购。^[323] 我们因其较短的 TPV 历史和 TPV 结束的不同机制而将其单独列出来。

最后,“非家族企业”组由两家非家族所有的公司组成。^[324] 这些公司在 20 世纪 90 年代初期采用的 TPV,晚于家族企业。此外,与家族企业不同,“非家族企业”组是携 TPV 上市。该组中的公司在采用 TPV 13~14 年后废止了 TPV。

我们首先讨论内部人员所有权。第(1)部分讨论了 TPV 公司的总内部人员所有权,第(2)部分挑出了家族所有权。之后我们转向外部人员持有的股份。第(3)部分着眼于 TPV 公司的主要外部股东所有权。第(4)部分探讨了 TPV 和由机构投资者作为一个整体持有的股份之间的关联。第(5)部分进一步深入研究了具有长期和短期投资策略的特定类型的机构投资者的所有权。

(1) 内部受益所有权

我们在本部分探讨了家族企业和非家族企业内部人员持股的程度。对于家族企业而言,内部人员所有权包括了创始家族成员所有权及非家族成员的董事和高级职员的所有权。图 2 显示了每一组的 TPV 公司随时间推移的平均内部所有权总和;^[325] 点线显示公司废止 TPV 的年份中的股份所有权,或者在 Pioneer 公司的情况下指被 DuPont 公司收购的年份。^[326]

[323] 参见 Pioneer Heritage, 前注[225]。

[324] 具体而言,包含了 Roper 和 Shaw 两家公司。

[325] 有内部人员持有的期权通常包含在其受益所有权之中,但并未包含在投票权之中。

[326] 我们在其他表中也适用这一规则。参见表 3 和表 4。我们注意到,每个公司都有各自的废止年份,包括绝对意义上的年份和相对于它们采用 TPV 的年份而言,尽管每一组内的区间都很窄。“家族企业 1”组没有虚线,因为改组中的公司从未废止 TPV。

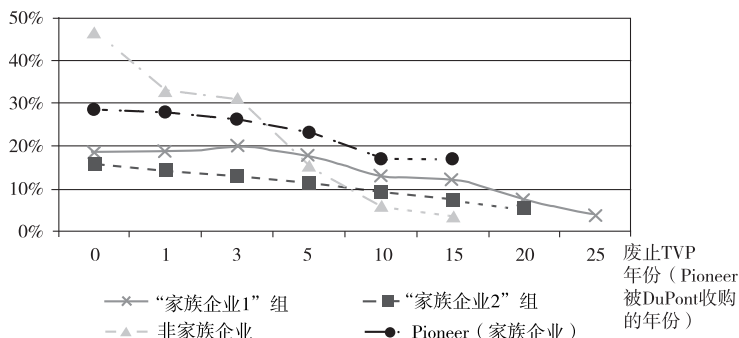


图2 平均内部受益所有权总和

图2表明,总体而言,在采用TPV时,股权在相当程度上集中于内部人员。^[327]但是,在TPV采用十年后,所有公司的内部人员所有权都有所下降,而且每个组的平均水平都大幅下降。^[328]图2也表明这种总趋势在随后几年也会持续。我们注意到,许多TPV公司可以追溯到20世纪初或更早的时期,这使这里讨论的时间段仅相当于其时间跨度的一小部分。因此,我们认为,伴随着TPV的采用而产生的内部人控制的减少这一点很重要,尽管我们不能说是不是TPV导致了内部人员减少其所有权,或者是不是内部人员减少所有权的计划促使他们实施TPV。^[329]

在公司废止TPV时,比起未废止TPV的公司来说,相同时间内,内部人的受益所有权比例更低,并且下降幅度更大。在废止TPV时,“家族企业2”组和“非家族企业”组的平均内部人员所有权分别为5%和4%。这与内部人员没有足够的所有权来坚持TPV的持续是一致的。然而,我们注意到“家族企业1”组的平均所有权最终达到了同样的水平,但这些公司还没有废止TPV。因此,控制权集中于内部人员本身并不能解释为什么有些公司取消了TPV,而其他公司则没有。

[327] 我们也注意到,在采用TPV时,各公司之间存在相当大的差异:在家族企业中,区间是从9%(Aflac公司)到31%(Quaker公司);在非家族企业中,区间是从32%(Roper公司)到61%(Shaw公司)。

[328] 非家族企业组有最大的降幅:86%。“家族企业1”和“家族企业2”分别下降了32%、40%。

[329] 我们注意到这些解释不是互斥的。

(2) 创始家族的受益所有权

如图 3 所示,在实行 TPV 的家族企业中的家族受益所有权与内部人员总所有权的情况大致相同。^[330]

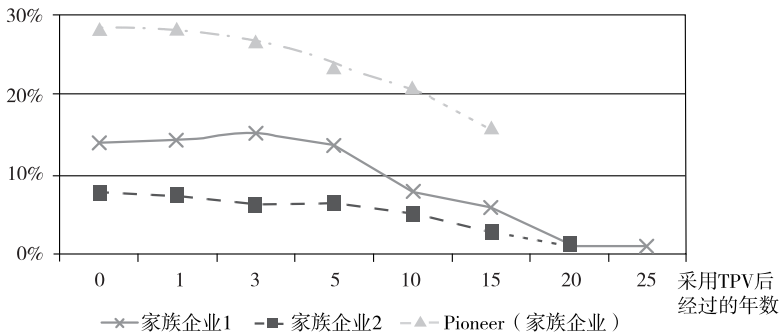


图 3 家族创始企业的受益所有权

图 3 也表明,在采用 TPV 后的 10 年内,家族所有权的平均比例大幅下降。^[331] 在随后的几年中,这种下降趋势仍在持续(“家族企业 1”和“家族企业 2”的家族所有权在 20 年内降至 1%)。^[332] 如上所述,我们发现这种下降极为明显,特别是考虑到大多数 TPV 公司的长期存续。但我们不能由此断言,正是 TPV 制度导致家族所有权减少。

(3) 主要外部股东的受益所有权

这一部分讨论了主要外部股东的总体平均受益所有权,如图 4 所示。

[330] 如上文所述,不同家族企业之间的家族所有权存在很大差异。就图表中的 8 家家族企业而言,采用 TPV 时的家族所有权比例介于 4% ~ 28% 之间,平均值为 13%。

[331] “家族企业 1”的平均家族所有权下降了 44% ,“家族企业 2”下降了 34% ,Pioneer 下降了 26% 。

[332] Pioneer 在采用 TPV 后的第 13 年被并购,此时其家族所有权为 16% 。

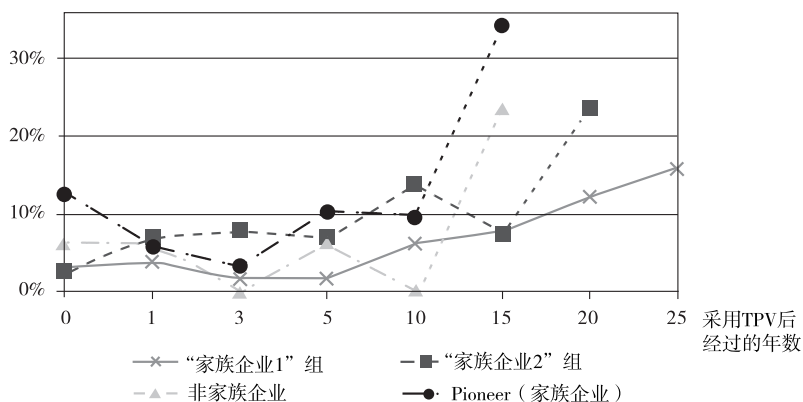


图4 主要外部股东的总体平均收益所有权

与内部人员所有权相反,在公司采用 TPV 时,主要外部股东的股权相对较少。在采用 TPV 的当年,只有 1 家公司拥有 1 名以上的主要外部股东,或拥有超过 8% 股份的外部股东。^[333]

如上所述,图 4 的增长是急剧的。因为一般而言,我们的数据仅会抓取持有公司股票 5% 以上股份的外部股东。对于持股量徘徊在 5% 左右的股东,则可能仅在某些年份出现。^[334] 尽管如此,随着时间的推移,主要外部股东的股权比例仍在不断增加。同样,在公司取消 TPV 的当年,主要外部股东的持股数量显著增加。^[335] 这种增加与内部人持股减少的组合趋势,可以解释为什么“家族企业 2”和“非家族企业”取消了 TPV,而“家族企业 1”组的公司则没有。^[336] 这正是因为主要外部

[333] 这一规律的例外是 Roper, 当其采用 TPV 时, 主要外部投资者持股数达 21%, 包括混合养老基金和销售团队成员的首次公开募股, 但这些股东在任何其他年度都不是 Roper 的主要股东。在采用 TPV 及取消 TPV 的 5 年和 10 年后, 主要外部股东持股数达 Roper 总股本的 19% 及以上。

[334] 我们通过审查公司提交的受益所有权声明来补充我们的数据, 但除了我们已从委托投票说明书中得到的数据以外, 这些声明能补充提供的数据非常少。

[335] 这些年来, “家族企业 2” 和非家族企业的平均主要外部所有权分别为 24% 和 35%, 每年都远远超过“家族企业 1” 的平均主要外部所有权。Pioneer 在被收购时拥有较高的主要外部所有权(24%), 但大约 20% 归属于收购公司 DuPont。参见 Pioneer Hi-Bred Int'l Inc., Annual Report (Form 10-K), at 1 (Nov. 23, 1997)。

[336] 见上文第三部分(三)之 2。

股东不青睐 TPV,并迫使公司放弃它(如 Potlatch);^[337] 同样,也是因为内部人员担心 TPV 将赋予主要外部股东过多投票权(如 Century 和 Milacron)。^[338]

(4) 机构投资者的受益所有权

为进一步探讨 TPV 与股权之间的关系,我们转向讨论 13F 备案。银行、投资公司、保险公司和养老基金等机构的投资经理必须按季度提交 13F 表格,用以详细说明其持有的股权。^[339] 通过 Thomson - Reuters 的 13F 数据库(“13F database”),我们下载了从 1980 年到 2013 年每个 13F 文件中机构投资者关于其持有的 TPV 公司股份的公告数据。该数据包包含超过 200,000 个数据点。^[340] 然后,我们对这些数据进行了处理与制表,以获得每个季度各 TPV 公司整体的机构所有权信息。^[341] 在我们的样本中,调整后的平均机构所有权约为 37%,中位数为 38%。^[342]

我们对多项数据进行了回归分析,所涉数据包括:每个时期机构持股的估计值、控股股东、日期、公司当时是否采用了 TPV、公司的市值及其变动、前一时期的机构所有权。^[343] 该回归的结果见表 2。

[337] 见前注[302]。

[338] 见前注[307]~[309]及其附带文字。

[339] 参见 17 C. F. R. § 240.13f - 1(2011)(其建立了 SEC 的 13f - 1 规则)。

[340] 此处上下文中的数据点表示在特定季度拥有特定公司股票的投资人。

[341] 这些数据提供了丰富的信息。但与其他大型数据集一样,这些数据存在一些问题。我们在网上在线附录中更全面地描述了这些问题以及我们所采取的措施。参见 Lynne. L. Dallas & Jordan M. Barry, Technical Appendix to Long - Term Shareholders and Time - Phased Voting, 载 http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2746638。

[342] 参见电子表格(存档于作者处)。

[343] 请注意,我们删除了每家公司的第一个数据点,因为我们不知道上一周期的机构所有权。

表 2 关于机构持股情况的回归结果

N = 1297	回归系数	标准差	T 检验值	P 值
截距	-0.01166	0.010079	-1.16659	0.247657
周期日期	0.000375 ***	6.03E - 05	6.21683	6.85E - 10
Carlisle	0.01167 **	0.005838	1.998968	0.045823
Century [344]	0.016515 ***	0.005729	2.88269	0.004009
Church & Dwight	0.005754	0.005745	1.001644	0.316705
Milacron	0.018189 ***	0.006376	2.852882	0.004402
Pioneer	0.00892	0.006203	1.438002	0.150678
Potlach	0.005494	0.005741	0.957014	0.338741
Quaker	0.015047 **	0.006749	2.229428	0.025958
Roper	0.017875 ***	0.006448	2.77223	0.005648
Shaw	0.025033 ***	0.007149	3.501652	0.000478
Synovus	-0.02585 ***	0.005741	-4.50246	7.33E - 06
TPV?	0.000997	0.002565	0.388631	0.697614
市值 [345]	-1.5E - 06 ***	3.89E - 07	-3.80397	0.000149
市值变动	0.01301 ***	0.003775	3.446364	0.000587
前一时期的所有权	0.853877 ***	0.014562	58.63777	≈0 [346]

*, **, *** 分别指其处于 10%、5% 和 1% 的贡献水平。

如表 2 所示,TPV 变量在经济上与统计上均无显著影响。该结果
为其他几种模型的设定提供了强有力的证据。我们注意到,该项回归
的 R² 值为 0.949,即我们的模型能够解释在这段时间内观察到的机构

[344] Century 对 TPV 的废除从本质上来说是建立了双层股权结构。见前注[243]。从回
归中排除 Century,或者排除取消 TPV 后的 Century,都不会实质改变估计系数或 p
值。对于下文表 3 所述的回归也是如此。参见电子表格(存档于作者处)。

[345] 此处及本文所涉的这类回归运算中,公司市值的计量单位均为百万美元。

[346] Excel 将此数字报告为 0,但这不可能完全正确。

所有权变动的 95%。此外,所有系数的符号都与预期一致。^[347] 以上两项事实都增强了该结果的公信力。^[348]

最后,我们注意到,该回归无法完全证明 TPV 不会影响机构所有权。比如,回归中可能省略了变量偏差,即可能有其他和 TPV 存在与否相关、进而影响机构所有权的变量,但是我们的模型中省略了这些变量。^[349]

(5) 不同类型机构投资者的受益所有权

即使 TPV 不影响公司机构所有权的总体百分比,人们也可能预测它会影响不同类型机构所有者的相对比例。尤其是对于具有长期投资视野的股东,他们可能会被其可获得的额外投票权所吸引。相对地,具有短期视野的投资者则可能会对此产生排斥。尽管这些影响可能会在机构所有权的整体层面相互抵消,但还是会影响 TPV 公司股东的整体组合。

为了研究这个问题,我们使用了一个由 Brian Bushee 教授开发的分类系统,将机构投资者分为三类,即专注型投资者、准指数型投资者和短暂型投资者。这一分类是基于他们在投资组合公司中投资的稳定性与规模。^[350]

[347] 即这里的期间日期系数是正的,符合文件记录中过去几十年机构投资者增加公开交易股票所有权的具体趋势。

[348] 表 2 中的报告系数需要谨慎解读。因为我们的回归计算包括前一时期的机构所有权作为解释变量,从而对其他各项变量都产生了放大效应。例如,预测 Quaker 在 t_n 期间内的机构所有权为 1.5% (基于 Quaker 的虚拟变量) 加上在期间 $t_n - 1$ 的 85% 的机构所有权。由于 Quaker 虚拟变量的存在,Quaker 在 $t_n - 1$ 期间的预测机构所有权也增加了 1.5%, t_0 期间的数据也是如此。因此,从某种意义上说,每个解释变量的效果 (不同于上一期机构所有权) 可能高达报告系数的 6.67 倍。这不会影响估计系数的符号。哪怕把这一点计算在内,TPV 对所有权的预测影响也远低于 1%。

[349] 同样,从这种回归中只能看出 TPV 是否与机构所有权的变化有关。这种回归设计无法得出强有力的推论。

[350] 参见 Bushee, 前注[74], 第 30 页。另见 Bushee, 前注[59], 第 310 ~ 311 页; Bushee, 前注[68], 第 213 ~ 214 页。我们通过将我们的数据与 Bushee 的数据相结合来应用 Bushee 的分类系统。Bushee 为投资者提供包括年度和永久两类。Brian Bushee, *Institutional Investor Classification Data* (1981 - 2013), WHARTON SCH., 载 <https://perma.cc/3U78-WEK5> (最后更新于 2014 年 10 月)。我们使用的是永久类,它们与年度类大体一致。当我们得到一家机构投资者的所有权信息,而 Bushee 没有对该投资者进行分类时,我们就会使用 Bushee 永久分类作为投资者被收录在 Bushee 数据中最近的一年,前提是该年为近三年之内。我们能够在我们的数据中对几乎所有机构股东进行分类。对于我们无法在公司期间内分类的股票,其平均(中位数)百分比是 0.8% (0.0%)。

其中,投资规模是通过“投资组合公司的平均所有权百分比、投资组合中大额控股(大于5%股权)的百分比,以及对投资组合公司的平均美元投资”来衡量的。^[351]而所有权稳定性则是以季度投资组合的换手量,以及过去两年投资组合中持续持有的股票的百分比来衡量的。^[352]我们注意到,在TPV公司中,投资者必须持股3~4年才能被视为长期股东,然而,Bushee的分类系统只关注过去两年的股权。

短暂型股东的特点是有较高的投资组合换手率(通常每季度的投资组合换手率为70%),并且在其投资组合股票中仅有一小部分(通常仅25%)持有期达2年。^[353]他们在投资组合公司中所占股份相对较小。Bushee将这些特征与从股票的短期价格变动中获利这一企图相关联,得出结论:这些投资者最不愿意“理解长期价值的驱动因素”。^[354]

专注型投资者的特点是季度股票换手率较低(通常低于1%),并且其持有的股票中很大一部分(通常超过75%)的持有期已达2年以上。^[355]他们是稳定的股东,而且他们一般大量投资于少数投资组合公司。^[356]鉴于他们的投资策略,这些投资者最有动力去思考长期价值,并积极参与到投资组合公司的公司治理和监管。^[357]Bushee认为Warren Buffett和Berkshire Hathaway的公司就是一个专注型投资者的典型例子。^[358]

准指数型投资者介于另两个类别之间。他们维持类似指数的投资组合,倾向于在很长一段时间内对许多公司进行小规模、稳定的投资。^[359]这些投资者有很好的动机来考虑公司的长期价值,但没有良好的动力参与公司治理和监督。^[360]Bushee认为CalPERS是准指数型投

[351] 参见 Bushee,前注[74],第30页。

[352] 见上注。

[353] 见上注,第30~31页。

[354] 见上注,第30~32页。

[355] 参见 Bushee,同前注[74],第30~31页。

[356] 见上注。

[357] 见上注,第30~31页;Bushee,前注[59],第309~310页。

[358] 参见 Bushee,前注[74],第31页。

[359] 见上注。

[360] 参见 Bushee,前注[59],第311页。

投资者的一个很好的例子。^[361]

Bushee 发现,在机构投资者中,大约 8% 是专注型投资者;61% 是准指数型投资者,31% 是短暂型投资者。^[362] 总体而言,我们的机构投资者群体大致相似。^[363]

如果 TPV 吸引聚焦长期的投资者、排斥聚焦短期的投资者,那么我们可以预计,TPV 将会导致专注型投资者的所有权水平较高,而短暂型投资者的所有权水平较低。为了验证这一假设,我们计算了每种类型的机构投资者持有的股份数占每个时期的机构持股总数的百分比。然后,我们进行了类似于上文表 2 中所示的回归计算。^[364] 其主要结果见下文表 3,^[365] 从中我们没有发现任何证据表明 TPV 会导致专注型股东的所有权增加或短暂型股东的所有权减少。^[366]

[361] 参见 Bushee, 前注[74], 第 31 页。

[362] 见上注, 第 30 ~ 31 页。Bushee 统计了在 1983 年至 2002 年活跃的所有机构投资者, 从而得出这一结论。见上注, 第 29 ~ 31 页。

[363] 通过简单计数得出, 专注型投资者占 3%, 准指数型投资者占 54%, 短暂型投资者占 31%, 还有 12% 未被 Bushee 系统分类。各类投资者机构持股的平均(中位数)百分比为 11% (8%) 专注型, 71% (73%) 准指数型, 18% (17%) 短暂型, 1% (0%) 未分类。在整个样本期间, 每种类型投资者拥有的股份总比例为: 9% 专注型, 68% 准指数型, 21% 短暂型, 2% 未分类。但是, 直接比较我们的数据与 Bushee 的数据可能会产生误导。首先, 我们研究的是一个不同的时期(1980 ~ 2013)。其次, 我们只考虑一小部分公司的股权。因此, 进行许多小规模短期投资的短暂型投资者可能在我们的数据中至少出现一次, 而对于相对较少的长期投资的专注型投资者则不太可能出现。这些差异可以解释为什么我们的计数范围与 Bushee 的不同。光看不同机构投资者的平均和中位数股权, 并不能反映后一个问题。但是, Bushee 没有公布可比数据供我们比较。

[364] 我们采用的是前期所有权, 而非前期机构投资者所有权, 来用于特定的机构投资者类型。

[365] 和表 2 一样, 在解读表 3 的系数时也需要相对谨慎。

[366] 这些回归的完整结果载于技术附录中, 可在 SSRN 上查阅。参见 Dallas & Barry, 前注[341]。我们发现准指数型投资者的所有权增加与未分类投资者的减少之间存在微弱的关联。见上注, 参见表 B1。

表 3 关于不同类型机构投资者持股情况的回归结果

各项结果	机构投资者类型			
	专注型投资者	短暂型投资者	准指数型投资者	未分类
系数	-0.32%	-0.19%	0.83% *	-0.25% ***
标准差	0.37%	0.30%	0.44%	0.08%
T 检验值	-0.870	-0.628	1.88	-3.24
P 值	0.385	0.536	0.060	0.001

*, **, *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

2. 长期持股

接下来讨论的主题将从总受益所有权转变为长期股权。此处的长期股权是由公司的 TPV 条款确定的,明确要求其持有期限为 3 年或 4 年。在下文的第一部分,我们将会讨论总体的长期持股情况,第二部分则会分析内部人的长期持股情况,第三部分则探讨外部股东的长期持股情况。

(1) 有 TPV 的上市公司中的长期股权

当调查 TPV 公司的长期股权时,我们很不幸地发现只有少数 TPV 公司的委托投票说明书系统地囊括了有关其长期股东的数量和身份的信息。^[367] 图 5 展示了 4 家提供此信息的公司的长期股权信息。^[368]

这些公司在采用 TPV 时,所有发行在外的股票均被视为自始为长期股份。因此,在采用 TPV 的早期,长期股权的下降情况基本得以控制。^[369]

[367] Shaw 披露了足够多的信息,使我们能够估算多年来最大和最小的长期持股比例。7 年后,这个范围变得过大而无法估计。不过,可以确认在 4~7 年里,该比例的变动范围大约为 10 个百分点。它在第 4 年为 19.3%,到第 7 年稳步下降到 10%。这种模式类似于图 5 中其他公司的模式。Shaw 的所有权数额低于同一时段内的其他公司,但此处一部分原因是 Shaw 在首次公开发行时采用的是 TPV 而不是资本重组,如果是资本重组则会将所有已发行股票视为长期股票。而当 Shaw 采用 TPV 进行上市时,在首次公开募股中购买的所有股票都是短期股票。因此,我们得到的这一小部分数据表明,Shaw 的经历与图 5 所示公司一致。

[368] Aflac 和 Quaker 提供了有关我们拥有数据的所有年份的长期股权的信息,Carlisle 提供了 1987~1993 年的信息,Church & Dwight 提供了 1995~2002 年的信息。

[369] 最初每次出售都会降低长期股东的比例,因为新的购买者需要几年才能成为长期股东。

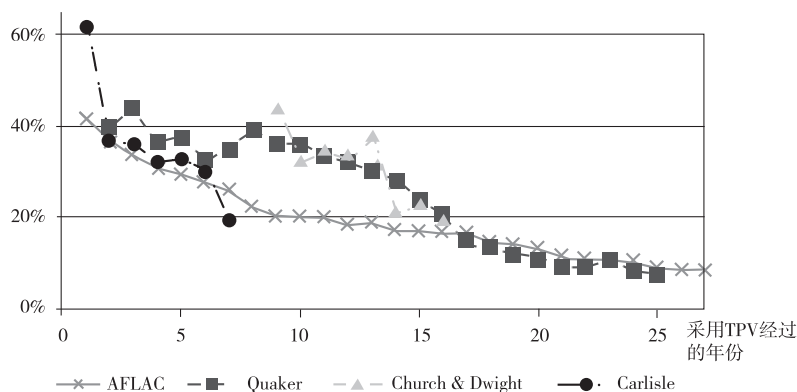


图5 全部已发行股票中长期股份的比重

然而,长期股权下降在采用TPV不久之后继续下降。图5表明,这些公司在实施TPV多年后,其长期股权依旧普遍持续下降。^[370]在有数据的所有年份,四家公司的长期股权总体均呈下降趋势。

如果TPV能有效地激励长期持股或吸引长期股东,那么长期股票的总体百分比应当会在某个时间节点开始攀升,或者至少会稳定下来。然而,图5并没有印证这一点。尽管长期股权持续下降的原因可能是长期股权总体上普遍下跌,但这并不能完全解释图5所示的趋势——如果成为长期股东的主要动机是想获得额外的投票权,那么比起每份长期股票仅能获得5票的Carlisle与4票的Church & Dwight,每份长期股票可获得10票的Aflac与Quaker应当产生更多的长期股权。^[371]可事实并非如此。从这一角度来看,图5似乎并不能支撑TPV可以激励长期持股这一论点。

这种明显的投资者冷漠有几种可能的解释。一种可能性是,额外

[370] 在采用TPV后的25年,Aflac和Quaker股票的长期股票比例分别从42%下降至9%和从40%下降至8%。在采用TPV后9~16年,Church Dwight的长期股票比例从44%下降至20%。在采用TPV后1~7年,Carlisle的长期股票比例从63%下降至20%。

[371] 如下所述,内部人更有可能成为长期股东,这可能是解释这种差异的整体因素。然而,在采用TPV时,在Quaker的内部人的所有权比在Church & Dwight,Carlisle和Aflac都要高,与这一解释相矛盾。见图6(展示了长期已发行股票中内部人持有的比例)。

的投票权对于投资者的诱惑太小以至于不能改变其行为。或者,由于TPV在美国并不常见,许多投资者可能根本没有意识到这些公司有TPV。^[372]在未来,TPV可能可以吸引长期投资者或激励长期投资。但没有上述或前文第三部分中找到的证据能够佐证我们研究的公司在该研究时间段内符合这种情况。

这里需要注意几点。首先,图5仅包含4家公司的数据,样本规模非常小。其次,我们无从得知这些公司如果没有实施TPV,它们各自的长期股权数额会是多少(没有TPV,这些公司的长期股权可能会更低)。最后,公司只公告了它们所知道的长期股东,有些其他投资者的持股时间可能已经足以获得额外投票权,^[373]却没有向公司提供证明文件。^[374]因此,有可能这些公司实际的长期股权数额会高于图5所示数据。

我们还有一个额外的说明性证据。2003年,在采用TPV的18年后,Aflac把其长期股票数量错报成实际情况的2倍。^[375]据我们所知,Aflac从未在其任何公开文件中披露这一错误,只是在第二年简单地更正了其公告的方法。^[376]尽管我们对这一事件的重要性有些犹豫,但仅

[372] 参见 A Different Class, 前注[23](认为在美国没有一家公司有TPV); Zweig, 前注[23], B. 1(认为没有一家美国公司有TPV)。

[373] 例如,回顾Aflac在1991年至2000年委托投票说明书,可以发现Aflac有一个主要股东Oppenheimer Group, Inc.持有该公司股份的6%~13%长达10年,但拥有的相应投票权却仅为2%~5%。根据股东所做短期交易的数额,可以判断其部分或全部股份可能是长期股票。

[374] 根据TPV计划的条款,隐名股东必须提供证据,证明其股份在股东大会之前没有易手。见前文第三部分(二)。

[375] Aflac在2003年公布的已发行长期股票数据提供了一个清晰的框架。2002年的委托投票说明书正确反映了Aflac进行了2:1的拆股。比较Aflac Inc., Proxy Statement (Form DEF 14A), at 3 (Mar. 13, 2001)(说明有44,662,033股已发行的长期股票),与Aflac Inc., Proxy Statement (Form DEF 14A), at 2 (Mar. 12, 2002)(说明有85,035,989股已发行的长期股票)。在计算2003年的长期股票时,Aflac似乎错误地将此次拆股又算了一遍。参见Aflac Inc., Proxy Statement (Form DEF 14A), at 2 (Mar. 12, 2003)(表明有150,336,665股已发行的长期股份)。经过深入调查,我们无法找到此结果的其他解释。图5使用了2018年的正确数字,而不是公告出来的错误加倍数字。

[376] 参见Aflac Inc., Proxy Statement (Form DEF 14A), at 2 (Mar. 15, 2004)(说明有71,984,236股已发行的长期股份)。

从 Aflac 认为没有必要修改其文件或以其他方式承认其错误这一事实,可以看出 Aflac 自己都不认为投资者非常重视 TPV 提供的额外投票权。没有任何迹象表明投资者注意到了或询问了这一点。^[377]

(2) 有 TPV 的上市公司中内部人员的长期股权

现在我们考虑一下在 TPV 公司中内部人所持长期股份的比重。图 6 展示了公告此数据的 3 家公司在一段时间内,公司发行在外的长期股票中内部人持有的比例。在所有公司年度(所有数据点)中,内部人所持长期股份的平均比重为 28%,中位数为 24%。^[378]

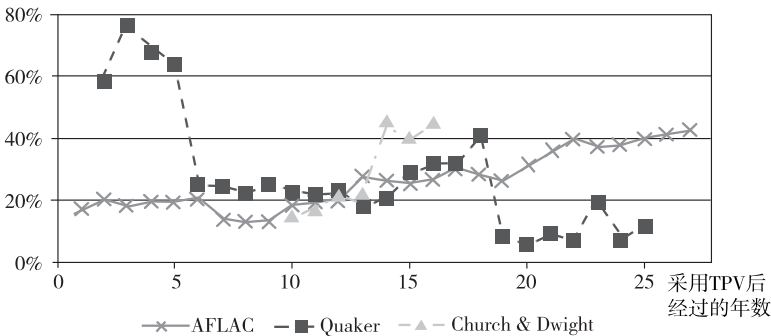


图 6 公司全部已发行长期股票中内部人持有的比重

不同公司表现出不同的趋势。在 Aflac,内部人员持股比例仅减少了几个百分点,他们持续将绝大部分股份作为长期股份持有。随着时间的推移,最终内部人员持有越来越多的长期股票。相比之下,随着时间的推移,在 Quaker 中内部人员的总所有权下降更多,他们不大愿意将其股票当作长期股票来持有。因此,Quaker 表现出一种相反的模式。^[379]

[377] 据我们所知,可能除了那些准备过 2004 年 Aflac 委托投票说明书的人之外,似乎没人注意到这一点。我们无法在财经媒体或其他任何发布有关事宜的地方找到任何内容。

[378] 在 Aflac,Church & Dwight 和 Quaker 3 家公司中,内部人所持长期股份的平均百分比分别为 26%、30% 和 28%。

[379] 在采用 TPV 后的 25 年内,Aflac 的内部人所有权从 8.9% 下降到 4.6%,下降了近 50%。Quaker 的内部人拥有权在相似时期内从 31.4% 下降至 5.4%,下降了 83%。两家公司的长期股票比例呈现出类似的趋势。见图 5。

图7从另一角度展现了内部人员长期股权的情况,即公布此信息的3家公司中内部人所持股份中长期股份比重随时间的变化。

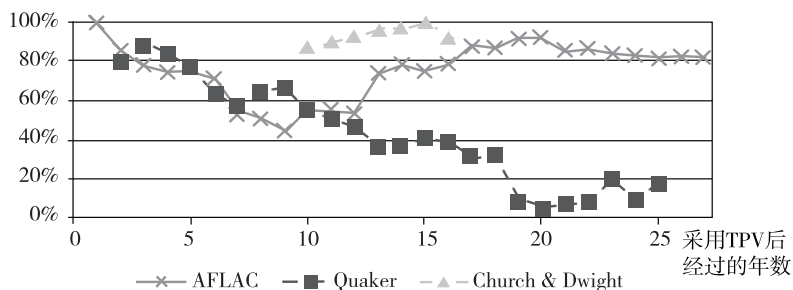


图7 内部人所持股份中长期股份的比重

在所有公司年度(所有数据点)中,平均64%的内部人所持股份是长期股份,中位数为75%。^[380]因此,平均来看,所有公司的内部人员大多拥有长期股份。^[381]此外,这些百分比远远高于这些公司股票中长期股份的百分比。这进一步佐证了传统观念,即内部人员更愿意成为长期股东。^[382]这证实了TPV给予了内部人员额外的投票权。

(3) 主要外部股东的长期股权

委托投票说明书中的披露信息表明,主要外部股东(大部分是机构投资者)并非长期股份的重要所有者。在披露这些信息的3家公司中,^[383]每年主要外部股东的股权比例都超过了投票权比例,只有1年例外。

一些主要的外部股东可能是隐名持股的长期股东,没有向TPV公

[380] Aflac, Church & Dwight 和 Quaker 中,内部人持有长期股票的平均百分比分别为71%、94%和43%。见图7。

[381] 但是,公司内部人对长期股权的拥有权趋势存在相当大的差异。在采用TPV后的前12年,Aflac和Quaker的内部人持有长期股票的百分比均下降。此后,Aflac的百分比增加,Quaker的百分比减少。然而,在实施TPV的第1年和第25年后,Aflac和Quaker中内部人持有长期股票情况均有普遍下降,Aflac是从100%降到81%,Quaker是从79%降到17%。对于Church&Dwight,内部人持有长期股票的百分比在第10年为87%,在第16年为92%。见图7。

[382] 见图5。

[383] 即Aflac, Church & Dwight 和 Quaker。

司提供确立其长期所有权的文件。这些股东可能不希望承担费用,或者没有相应的程序来提交长期持股的证明。抑或是对其股份进行资格认定的能力可能足以给他们想要的对公司管理的影响。^[384] 有些投资者多年以来在委托投票说明书中都被公示为股东,然而,他们的股票通常不被视为长期股票。^[385] 不过我们不知道这些投资者是否在委托投票说明书中转换了其所持股份。

3. 投票权以及所有权和控制权之间的偏离

这一部分探讨了两个问题:第一个问题是投票权;第二个问题是所有权与控制权之间的“偏离”——一个群体中投票权超过其股权的程度。^[386] 这些问题之间彼此密切相关,因为一个股东的偏离取决于两方面:他拥有股份的百分比,以及他控制的投票权的百分比。

如上文所述,TPV 公司的委托投票说明书一般会披露其内部人的受益股权。然而,不幸的是,单凭股东的受益股权并不足以确定他的投票权,因为投票权取决于他作为长期股东的时间和公司发行在外的股票中其他长期股票的数量(考虑到 TPV 会增加该部分的投票权)。鉴于 SEC 的规则不要求公司披露此信息,我们只能在那些自愿披露这些信息的 TPV 公司中核对它们的投票权以及所有权和控制权之间的偏离。对于这些公司,我们将其长期股东视为下文(1)中的一个整体和(2)中的内部人。

(1) 有 TPV 的上市公司中长期股东的投票权与偏离

① 长期股东的投票权

随着长期股权的百分比下降,长期股权附带的投票权也下降。但即使在长期股权最低的年份,长期股东整体也拥有相当大的投票权。下面的图 8 展示了在我们拥有相关数据的 4 家 TPV 公司中,各自长期股票的总投票权。在所有年份中,长期股东如果作为同一集团进行投票,可以决定任何股东投票的结果。在所有公司年度(所有数据点)中,

[384] John C. Coates IV, *Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence*, 79 TEX. L. REV. 271, 316-17 (2000) (讨论关于与采用毒丸计划相类似的波动)。

[385] 见前注[373]。

[386] 见上文第二部分(讨论双层股权架构中所有权与控制权之间的偏离)。

长期股票的平均投票权为 69%,中位数为 70%。^[387] 较之于 Church & Dwight 和 Carlisle,Aflac 和 Quaker 的下降速度较慢,部分原因是它们给予了长期股票每股更多的票数。^[388]

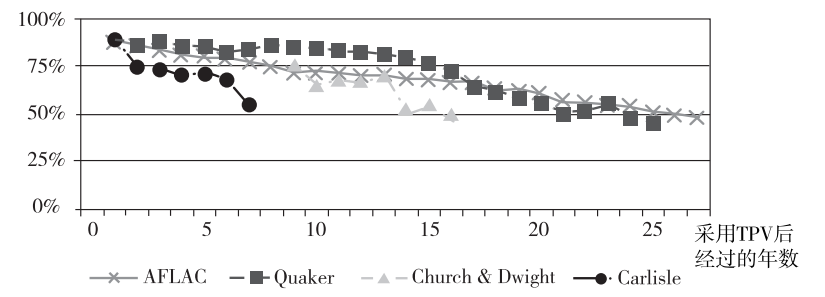


图 8 长期股东的总投票权

②长期股东的偏离

图 9 显示了长期股份投票权与长期股权之间的差异,即长期股东控制的投票权百分比减去发行在外股份中长期股份的百分比。

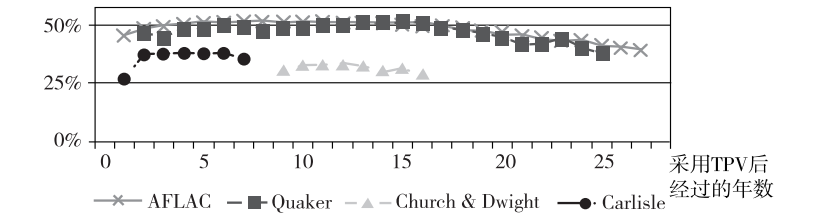


图 9 长期股份的投票权与现金流权之间的差异

所有公司年度(所有数据点)的平均差异为 45%,中位数为 47%。^[389] 正如预期的那样,该图表显示 TPV 极大促进了长期股份的投票权。较之于 Church & Dwight 和 Carlisle,Aflac 和 Quaker 的偏离更大,部分原因是它们给予长期股份每股更多的票数。

[387] Aflac,Carlisle,Church & Dwight 和 Quaker 的长期股份平均(中位数)投票权率分别为 68%(68%)、72%(71%)、63%(67%)和 72%(81%)。
[388] Aflac 和 Quaker 都给予长期股份 10 票,而 Carlisle 给 5 票,Church & Dwight 给 4 票。
[389] Aflac,Carlisle,Church & Dwight 和 Quaker 的长期投票权与长期股权之间差异的平均值(中位数)分别为 48%(50%)、36%(38%)、32%(32%)和 47%(48%)。

从长期股东的投票权与其现金流权的比例来看,各公司情况相当。在所有公司年度(所有数据点)中,长期股份的投票权与长期股份的平均比率为 3.35,中位数为 2.85。^[390] 股份对应的投票权成比例的增加,并且不断增长,而长期股份占发行在外股份的比例在变小。^[391]

(2)有 TPV 的上司公司中内部人员的投票权与偏离

①内部人员的投票权

图 10 展示了我们拥有数据的 4 家 TPV 公司内部人员的投票比例。TPV 制度与内部人员惯于持有长期股份的倾向相结合,为内部人员提供了极大的投票权。在所有公司年度(所有数据点)中,内部人员的平均投票比例均为 22%,中位数是 19%。^[392] 虽然规模很大,但我们注意到,这个数字低于内部人员在双层股权结构公司中的比例(通常投票比例为 60%)。^[393]

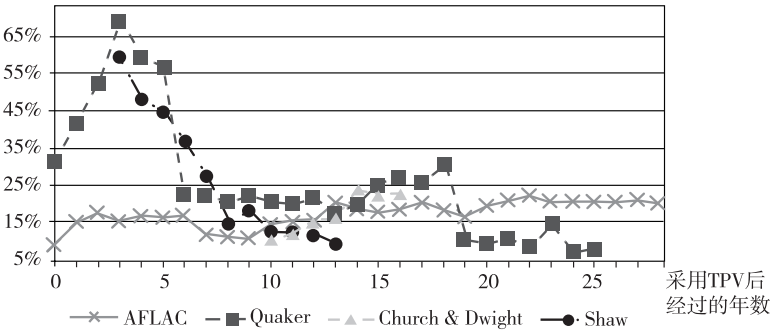


图 10 内部人员的投票权比例

[390] Aflac, Carlisle, Church & Dwight 和 Quaker 的长期投票与长期股份比率的平均值(中位数)分别为 3.91(3.89)、2.13(2.16)、2.11(2.00)和 3.49(2.75)。

[391] 采用 TPV 后的头 5 年,长期股东的投票权往往是其现金流权的 2~3 倍。但对于保持 TPV 20 年或更长时间的公司来说,这个比例会增加到 5:1~6:1。如果长期股权低于既定门槛,这可能会触发该计划的自动终止事项。参见 Milacron Proxy, 前注[216], 第 10 页(如果连续两次年度会议的长期股份都少于 15%,则自动终止 TPV)。

[392] Aflac, Church & Dwight, Quaker 和 Shaw 的平均(中位数)内部人投票比例分别为 18%(18%)、18%(16%)、27%(22%)和 27%(19%)。

[393] 见上文第二部分(三)。

②内部人员的偏离

接下来,我们将研究内部人员对 TPV 公司的投票控制权与其受益股权之间的关系。图 11 显示了内部人员投票百分比与其股权比例随时间变动的差异。

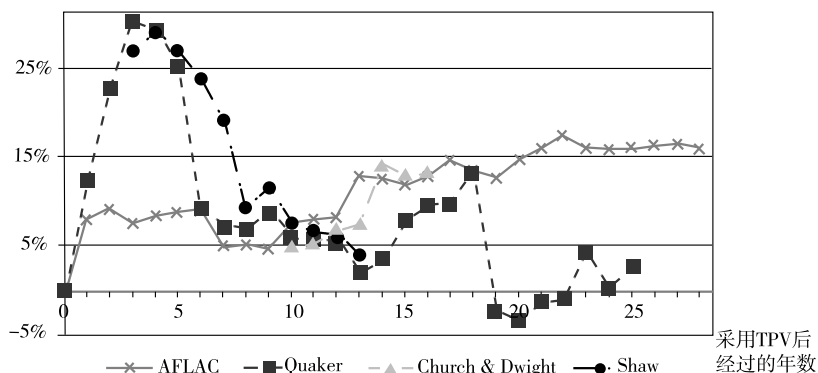


图 11 内部人员的投票权与现金流权之间的差异

这些结果表明,总的来说,TPV 在内部人员的投票权与股权之间产生了重大影响。内部人员在所有公司年份(所有数据点)的平均投票权比例为 22%,是他们平均股份所有权(11%)的 2 倍。^[394] 同样,在所有公司年度(所有数据点),内部人员投票权所占的百分比与他们的平均比例受益所有权之间的比率为 2.33,中位数为 2.02。^[395] 我们还注意到,这里内部人员投票权和所有权之间的偏离大小约为在双层股权结构公司中内部人员投票权和所有权之间偏离程度的一半。^[396]

最后,我们注意到 TPV 并不是唯一能够在内部人员投票权和现金流权利之间形成偏离的安排。3 家 TPV 公司的委托投票说明书披露了一些安排,使内部人员拥有对其他人实益拥有的股票的投票产

[394] 内部人投票比例的中位数为 19%;内部人所有权百分比的中位数为 8%;这些数据的比率是 2.39。内部人投票控制与所有权之间差异的中位数为 8.95%。至于特定的公司,Aflac,Church & Dwight,Quaker 和 Shaw 的平均(中位数)差异指标分别为 12%(13%)、9%(7%)、9%(7%)和 16%(12%)。

[395] 在 Aflac,Church & Dwight,Quaker 和 Shaw 中,内部人所拥有的股票的平均(中位数)比率分别为 3.14(3.10)、2.07(1.87)、1.41(1.46)和 2.43(2.51)。

[396] 见前注[165]。

生影响。^[397] 例如,几年来,一个 Church & Dwight 的大股东负有合同义务,去依照 Church & Dwight 董事会的建议行使其长期股份的投票权。^[398]

在某些年份,这些“受内部人员影响”的股票,相比于内部人员在这三家公司中公开实益拥有的股份百分比来说,是相当可观的。^[399] 因此,此类强化控制的机制显著增加了内部人员的投票权和现金流权利之间的偏离。然而,我们注意到,在采用 TPV 后,TPV 公司内部人员控制的股份百分比一般呈下降趋势。^[400]

4. 多元化与新股发行

由于 TPV 将内部人员控制权提高到其受益所有权之上,使他们在持有较少发行在外股份的同时,还能保持对公司的一定的投票控制权。这可以促进内部人的多元化和新股发行。我们将依次讨论这两点。

[397] 参见 Villalonga & Amit, 前注[134](凭经验研究增加家族控制的不同机制)。我们注意到可能有额外股票的投票是由内部人控制,但未包括在 TPV 公司的委托投票说明书中。如果存在的话,我们无法囊括这些股票。我们还注意到,如前所述,受益所有权包括内部人并不持有但实际控制的股份(如配偶拥有的股份)。

[398] 在实施 TPV 的几个月后,Church & Dwight 与 Occidental Petroleum Company(以下简称“Occidental”)建立了合作伙伴关系,该协议涉及一项停止协议,自 1986 年 10 月 1 日生效。该协议为 Occidental 提供了约 5% 的 Church & Dwight 已发行股份。如果 Occidental 希望出售其股票,Church & Dwight 可以选择以 1991 年的市场价格购买它们。参见 *Church & Dwight Co. Inc. Agrees to Repurchase Certain Common from Occidental Petroleum Corp.*, STANDARD & POOR'S DAILY NEWS, Jan. 30, 1991。图 11 还包括 Synovus 子公司以信托或代理身份持有的股份。这些股票占 Synovus 在特定年份的已发行股票的 6%~27%。最后,图 11 还包括 Milacron 员工福利计划受托人持有的股份,这些股票占选定年份(第 0 年、1 年、5 年)Milacron 已发行股份的 10%~13%。图 11 中没有包含 Smucker,因为其在施行 TPV 的几年中还同时实施了双层股权结构。

[399] 例如,在采用 TPV 时,内部人拥有的实益股份(实益拥有加上受影响)的平均百分比为家族企业 1 的 19%(26%)和家族企业 2 的 16%(20%)。同样,在 TPV 采用后 10 年和 15 年内,家族企业 1 内部人实益拥有的股份(实益拥有加上受影响)的平均百分比为 13%(16%)。

[400] 如前文第三部分(四)之 1(1)所示,计算内部人拥有和影响的股票的趋势,与内部人拥有的股票的趋势是一致的。事实上,这里的趋势较强。换句话说,随着时间的推移,内部人员的受益所有权下降,他们似乎没有多采用其他增强控制的机制。

(1)内部人的多元化

如前所述,内部人员在公司中的股份所有权^[401]通常占其总财富的很大一部分。因此,比起多元化的公众股东,内部人员可能会更倾向于风险较低的公司战略。多元化可能会鼓励内部人员作出更符合多元化公众股东偏好的商业决策。另外,如果内部人员减少了他们所持股权,他们可能就不太愿意监管公司业绩。^[402]然而,我们注意到,当公司实行TPV时,内部人员保留的所有者权益通常远高于典型上市公司内部人员的权益。

图12显示了TPV公司采用TPV后公司内部股份所有权的变化情况。^[403]该图显示了总内部人员所有权的实质性多元化。采用TPV数年后,TPV公司的内部人员平均所有权下降了36%,中位数下降了42%。^[404]对于家族所有权,也出现了类似的情况。^[405]

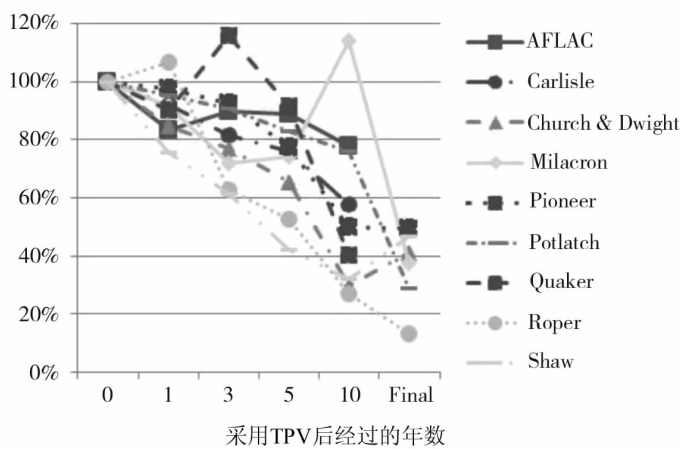


图12 在采用TPV之后的总内部人所有权

[401] 如果内部人同时也是公司的高级职员、董事或其他内部人员,则其对公司财富的获取渠道还包括从公司获得的薪水价值。

[402] 或者,对于公司的雇员来说,会更加努力工作。

[403] 这些图表不包括 Century 和 Smucker,见前注[321]。由于数据问题,Synovus 同样被排除在外,但我们注意到它似乎表现出家族所有权和内部所有权的增加。

[404] 这些数字仅适用于上市时采用TPV的公司。如果将上市时采用TPV的公司计算在内,则所有权的平均下降率为44%,中位数为50%。参见电子表格(存档于作者处)。

[405] 在10年期间,TPV公司的平均(中位数)家族所有权下降了35%(48%)。

我们没找到任何关于 10 年内双层股权结构公司内部人员多元化情况的研究。然而,在双层股权结构公司重组后的 3 年期间,内部人多元化平均为 5.1%。^[406] 在可比期间内,TPV 公司的多元化程度要比双层股权结构公司大得多,平均为 11%。^[407]

令人惊讶的是,TPV 公司的内部人员多元化程度比双层股权结构公司更高:双层股权结构让内部人员更加安全地控制着公司。因此,如果将内部人员多元化归因于内部人员控制公司的安全性,双层股权结构应该比 TPV 更加多元化。一种可能的解释是,鉴于公司是自行选择的 TPV 或双层股权结构,选择双层股权结构的公司中的内部人员可能比那些选择 TPV 的公司中的内部人员更关心保持控制权。^[408] 但无论如何,我们的样本量太小。

(2) 新股发行

控制股东可能不愿意允许受控公司发行新股权,因为这样会削弱其对公司的控制权。而采用 TPV 则可能会鼓励企业增发,因为 TPV 降低了发行新股的投票控制“成本”。同样,当受控公司预计需要发行新股时,它可能会选择实施 TPV,来帮助控股股东保持其控制权。

表 4 表明,采用 TPV 1 年、3 年和 5 年后,增发不同比例股票的 TPV 公司的比例。对于每个公司和年份,该数字的计算方法是将发行在外的普通股数量(根据股票分割和股票股息进行调整)与公司采用 TPV 时发行在外的普通股数量进行比较。表 4 显示,大约 1/3 的 TPV 公司在采用 TPV 后的 5 年内大幅增发。采用 TPV 的 5 年后,已发行股票的

[406] 参见 Bauguess, Slovin & Sushka, 前注[124], 第 1247 页(3 年后所有权平均减少 5.1%)。

[407] 中位数为 10%。为了便于与双层股权结构资本重组公司(下文讨论)进行更好的比较,此处报告的平均值和中位数是针对上市后采用 TPV 的公司。参见 Bauguess, Slovin & Sushka, 前注[124], 第 1246 页(指由从一股一票结构转变为双层股权结构的上市公司样本)。

[408] 我们还注意到,公司采用不同投票结构的时间段有所不同。这种时间差异会影响这些公司所面临的商业环境,也可能表明公司本身存在潜在的差异。比较 Bauguess, Slovin & Sushka, 前注[124], 第 1247 页表 1(指从 1978 年到 1998 年双层股权结构的样本)与前文第三部分(一)(指在 1985 年至 1987 年我们样本中在上市后采用了 TPV 的公司,这与监管处理的特定窗口期相对应)。

平均(中位数)变动为 +7.6% (+1%)。^[409]

表 4 TPV 公司的新股发行情况

采用 TPV 后的年数	公司最低增发[×]% 的股票		
	10%	25%	50%
1	0%	0%	0%
3	25%	0%	0%
4	33%	25%	0%

此外,TPV 公司的增发率几乎恰好介于单层股权结构公司和双层股权结构公司之间。^[410] 双层股权结构公司比 TPV 发行更多股票。^[411]

5. TPV 与公司业绩

TPV 公司的股价表现喜忧参半。^[412] 总体而言,TPV 公司的整体表现明显优于整个市场。如图 13 所示,如果一名投资者在 1980 年年初向我们的 TPV 公司指数投资 100 美元,到 2013 年年底,他将拥有 10,672 美元。如果他投资的是标普 500 指数,将只有 1748 美元。^[413] 这种业绩

[409] 采用 TPV 的 5 年后,每家公司的流通股在股票分割和股票分红调整后发生的变化: Shaw(+ 46%), Synovus(+ 32%), Century(+ 25%), Milacron(+ 16%), Roper(+ 9%), Aflac(+ 2%), Smucker(+ 0%), Pioneer(- 2%), Church & Dwight(- 5%), Potlatch(- 6%), Quaker(- 9%), Carlisle(- 17%)。参见电子表格(存档于作者处)。

[410] 大约 40% 的公司在双层股权结构重组后的 3 年内会发行新股。相比之下,单一股权公司的这一比例仅为 9%。见前注[208]。采用 TPV 3 年后,TPV 公司的发行率为 25%,几乎是前两者之间范围的确切中点。

[411] 双层股权结构公司股票发行的中位数约为 25%。参见 Dimitrov & Jain,前注[104],第 356 页表 6。对于在采用 TPV 3 年内显著增加其已发行股票的 TPV 公司,平均值与中位数增长率为 18%。参见电子表格(存档于作者处)。

[412] 在本部分的分析中没有涉及 Smucker,因为它在实施 TPV 的大部分时间里也同时采用了双层股权结构。

[413] 我们的 TPV 指数的结构与标普 500 指数的结构大致相同。它假设,在 1980 年年初,投资者购买了每个 TPV 公司的股票(尽管尚未采用 TPV),与该公司的市值成比例。然后,投资者在每个交易日结束时根据每个公司的市值重新平衡其投资组合。当公司被收购或退市时,投资者按其市值按比例兑现并重新投资剩余的 TPV 公司。假设前提是股息再投资。参见业绩数据 2 电子表格(存档于作者处);价格文件表 4(存档于作者处)。

的产生并不是因为公司采取了更高的系统性风险 (TPV 指数的 β 略低于 1)。^[414]

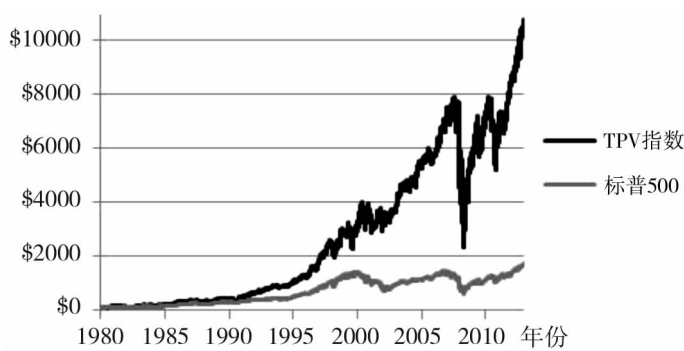


图 13 将 100 美元投资于 TPV 公司与标普 500 指数后的价值

图 14 展现了每个 TPV 公司相对于标普 500 指数在三个时期内的业绩(包括公司实行 TPV 之前、当公司实行 TPV 时和公司取消 TPV 之后^[415]),这表明有 72% 的 TPV 公司在它们实行 TPV 期间的业绩优于标普 500 指数。^[416]

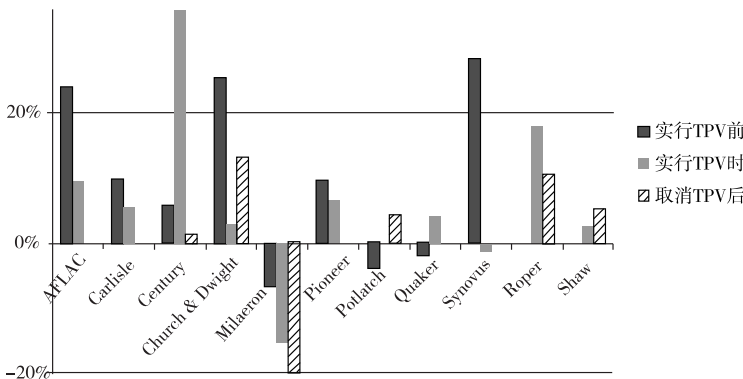


图 14 TPV 公司与标普 500 指数的年收益

[414] 在整个测算期间 TPV 指数的 β 为 0.93,使用标普 500 指数的收益作为市场收益的衡量标准。参见电子表格(存档于作者处)。

[415] 当然,对于那些上市时就使用 TPV 的或从未撤销 TPV 的公司,图 14 并未区分 TPV 前或 TPV 后期的数据。

[416] 请注意,Milacron 在采用 TPV 后的糟糕业绩超出了图表下界限。

然而,与此同时,目前尚不清楚 TPV 对这一优异业绩有多大贡献。相对于标普 500 指数而言,大多数 TPV 公司在采用 TPV 后表现更好。同样,在那些废除 TPV 的公司中,有许多的业绩先是下降但随后又有所改善。我们可以从这个证据中得出的结论是,TPV 公司相对于整个市场表现良好,虽然不清楚实行 TPV 制度在其中的贡献,但至少实行 TPV 不会妨碍这一表现。

四、结论

我们的研究结果既支持了 TPV 支持者的观点,也支持了 TPV 批评者的观点。我们证明 TPV 确实赋予了长期股东更多权力,但我们没有找到 TPV 能增加 TPV 计划意义内的“长期”持股的证据。此外,我们发现 TPV 在短期内赋予内部人员权利,增加了他们的投票权,并使他们对公司的投票控制权高于其股权数额。

我们的研究结果表明,TPV 代表了一股一票和双层股权结构之间的中间步骤。我们发现,与双层股权结构公司相比,TPV 公司的内部所有权和控制水平较低。此外,TPV 公司内部人控制和所有权之间的偏离大约是双层股权结构公司中偏离程度的一半。

虽然我们提醒读者不要试图从有限的数据中得出决定性的结论,但 TPV 表现出的是一种成熟的家族企业向较分散的公众所有结构过渡的过程。我们发现 TPV 可以将控股股东与多元化公众股东联系在一起,从而更好地将控股股东与外部股东各自的动机结合起来。此外,尽管 TPV 在短期内增加了内部人员控制,但从长期来看,我们样本中的 TPV 公司最终表现出内部人员控制水平的降低。这一结果是由 TPV 导致内部人员撤资和多元化后退而撤销 TPV 的公司导致的。这表明 TPV 可以有效促进这种所有权的转变。

我们认为企业可以尝试 TPV 计划。但公司和研究者应特别注意 TPV 计划的关键条款:所需持股时间的长短;长期持股获得的票数;董事会发行新股作为长期股份的裁量权;当长期持股量低于一定水平时,该计划是否终止;该计划是否差别对待某些股东群体(如大股东、隐名股东

和雇员)。美国证券交易委员会应颁布规则,要求 TPV 公司披露董事、高级职员和主要股东的投票权。在其颁布之前,采用 TPV 的公司应自主披露此信息。

(编辑:吴紫君)