

公司治理和资本女性化^{*}

[美] 萨拉·C. 哈恩^{**} 著

* Sarah C. Haan, *Corporate Governance and the Feminization of Capital*, 74 Stan. L. Rev. 515 (2022). 本文翻译已获得作者授权。本文翻译工作得到 2024 年度中国青少年研究会研究课题立项课题“算法时代青少年数字权益的保障与发展研究”(2024A03), 中央民族大学 2024 年度“学术团队引领计划”项目“数智时代企业合规智能化法律规制研究”(2024XSYL23), 中央民族大学 2024 年度“道中华研究生课程建设专项”项目“‘道中华’内容融入研究生经济法课程建设研究”(GRSCP202418), 中央民族大学 2024 年度“一流本科课程”建设项目“经济法”(KC2402)的经费支持。

** 华盛顿与李大学法学院法学教授。作者感谢以下人士慷慨而周到的评论: 阿夫拉·阿夫沙里普尔(Afra Afsharipour)、亚历山德拉·安德霍夫(Alexandra Andhov)、玛格丽特·M. 布莱尔(Margaret M. Blair)、娜奥米·卡恩(Naomi Cahn)、琼·卡彭(June Carbone)、克里斯汀·斯加拉拉塔·钟(Christine Sgarlata Chung)、理查德·丘塞德(Richard Chused)、亚伦·A. 迪尔(Aaron A. Dhir)、吉尔·E. 菲施(Jill E. Fisch)、卡罗拉·弗莱德曼(Carola Frydman)、杰弗里·N. 戈登(Jeffrey N. Gordon)、琼·麦克劳德·海明威(Joan MacLeod Heminway)、詹妮弗·希尔(Jennifer Hill)、埃里克·希尔特(Eric Hilt)、安德鲁·詹宁斯(Andrew Jennings)、克里斯汀·N. 约翰逊(Kristin N. Johnson)、南希·莱维特(Nancy Levit)、安·M. 利普顿(Ann M. Lipton)、格雷戈里·A. 马克(Gregory A. Mark)、维罗妮卡·鲁特·马丁内斯(Veronica Root Martinez)、玛莎·T. 麦克卢斯基(Martha T. McCluskey)、本杰明·米恩斯(Benjamin Means)、比尔·纳尔逊(Bill Nelson)、I. S. 纳尔逊(I. S. Nelson)、查克·奥凯利(Chuck O'Kelley)、詹

薛前强*** 万超**** 译

摘要:20 世纪初,美国上市公司中女性股东的比例非常小。到 1956 年,女性已经在个人股东中占据多数。本文综合一系列历史信息,揭示一个被忽视的公司历史维度——资本的女性化,或者说是美国上市公司股东从男性多数到女性多数的转变。文章记录了 20 世纪上半叶女性股东的比例,描述了商业领域对这一趋势的反应,并探讨了通过机构投资者的中介持股机制兴起对公司控制权性别政治的影响。文章认为,20 世纪早期的性别政治帮助形成了公司治理理论的基本思想,特别是关于股东角色的认识。

关键词:公司治理 股东权益 资本女性化

一、引言

1951 年,美国国际电话电报公司(AT&T)成为美国第一家拥有 100 万名股东的公司。^[1]公司以一场宣传活动来庆祝这一里程碑,他们让第 100 万名股东——一对共同购买股票的密歇根夫妇——坐飞机前往

姆斯·帕克(James Park)、伊丽莎白·波尔曼(Elizabeth Pollman)、马克·罗(Mark Roe)、达伦·罗森布卢姆(Daren Rosenblum)、诺亚·A. 罗森布卢姆(Noah A. Rosenblum)、劳拉·A. 罗森伯里(Laura A. Rosenbury)、丹尼尔·索科尔(Daniel Sokol)、费思·斯蒂维尔曼(Faith Stevelman)、珍妮丝·M. 特拉夫莱特(Janice M. Traflet)、安德鲁·弗斯坦(Andrew Verstein)、哈韦尔·威尔斯(Harwell Wells)、鲍勃·赖特(Bob Wright)、拉里·扎卡arias(Lary Zacharias)。本文作者感谢弗朗西斯·路易斯法律中心(Frances Lewis Law Center)的资助,以及富兰克林·L. 伦格(Franklin L. Runge)、亚历克斯·张(Alex Zhang)和法律系学生萨沙·霍伊特(Sasha Hoyt)出色的研究协助。最后,作者感谢《斯坦福法律评论》(Stanford Law Review)的编辑们,尤其是梅根·R. 伊佐(Megan R. Izzo)、泰勒·尼古拉斯(Taylor Nicolas)和丹妮尔·泰勒·罗伊巴尔(Danielle Tyler Roybal),感谢他们为本文的发表所付出的非凡努力。

*** 中央民族大学法学院讲师,法学博士。

**** 中央民族大学民商法学研究生。

[1] See AT&T Fetes 1,000,000th Stockholder, L. A. TIMES, May 16, 1951, at A9; see also Thomas P. Swift, *Million Mark Near in A. T. & T. Holders*; 75 - Year - Old Company Will Be First to Boast that Number of Owners of Its Shares, N. Y. TIMES, Apr. 22, 1951, at F1.

纽约进行宣传之旅。^[2] 宣传活动照片显示,该公司总裁勒罗伊·威尔逊(Leroy Wilson)向年轻的汽车推销员布雷迪·丹顿(Brady Denton)出示了股权证,这对夫妇的学龄儿子们在一旁观看。在他们身后,股票的共同所有人多萝西·丹顿(Dorothy Denton)站在那里,被威尔逊伸过去的手臂遮住了部分视线,她面带微笑地注视着摄像机镜头。^[3] 这张照片庆祝了一对年轻夫妇进入股东阶层,但它也描绘了多萝西在交易中被边缘化的形象。全国各地的报纸都在纪念这一事件,并宣布美国国际电话电报公司股东阶层的民主化:它已经成为“美国的缩影,包括农民、商人、职员、机械师、牧师、商户(merchants)、教师、家庭主妇、医生、律师、公务员、退休人员、遗孀、乡亲邻里”^[4]。

但这幅图景——摆拍的照片,强调“农民”和“商人”的股东职业列表,甚至美国国际电话电报公司选择已婚夫妇作为第100万名股东都具有误导性。到1951年,美国国际电话电报公司的大多数个人股东是女性。^[5] 她们的人数几乎以2:1的比例超过了男性个人股东。^[6] 事实上,至少

[2] See AT&T Fetes 1,000,000th Stockholder, 同前注[1]。

[3] See Million Now Own Telephone Stock; Couple Buys 7 Shares at \$1078 and Company Gives Gala Tour of New York, N. Y. TIMES, May 16, 1951, at 42. 在美国国际电话电报公司为庆祝这一时刻而举办的晚宴上,美国国际电话电报公司的董事亚瑟·佩吉(Arthur Page)对丹顿说,就好像他是这对夫妇股票的唯一所有者一样。See Arthur W. Page, Director, Am. Tel. & Tel., Speech Presented at the Millionth Stockholder Celebration of the American Telephone and Telegraph Company: Trusteeship in Business (May 15, 1951)(作者存档)(“丹顿先生,您将自己的积蓄托付给了美国国际电话电报公司,美国国际电话电报公司与世界上其他地方的公司有哪些不同?”)。

[4] Harold Walsh, *March of Finance: AT&T Milestone Points Up Democracy of Ownership*, L. A. TIMES, May 17, 1951, at A10; see also *One in a Million!*, CHI. TRIB., May 16, 1951, at 49; *Bell System Has Millionth Stockholder*, POST (Big Stone Gap, Va.), May 17, 1951, at 4.

[5] See Walsh, 同前注[4]; AM. TEL. & TEL. CO., ANNUAL REPORT 1950, at 15 (1951)(以下简称AT&T 1950 ANNUAL REPORT); Lewis H. Kimmel, BROOKINGS INST., Share Ownership in the United States: A Study Prepared at The Request of the New York Stock Exchange 15 & n. 13 (1952)。

[6] See Wayne Oliver, AT&T To Make History with Millionth Holder, DAYTON DAILY NEWS, Apr. 10, 1951, at 27(报告称美国国际电话电报公司股东有24.42万名男性和48.37万名女性); Walsh, 同前注[4]。这些数据不包括夫妻联名账户,而夫妻联名账户约占美国国际电话电报公司股东的23%。

从 1910 年起,美国国际电话电报公司的女性股东数量就超过了男性股东。^[7]早在 1948 年,美国国际电话电报公司就披露其 43% 的股票由女性持有,大大超过了男性持有的 26%。^[8]1951 年,女性个人股东持有 1200 万股股票,^[9]约占美国国际电话电报公司的 41%——如果算上共同持有的股票,则更多。无论按人头还是按股份计算,女性都是美国国际电话电报公司最大的股东群体。^[10]

同年,《纽约时报》(The New York Times)将美国国际电话电报公司

[7] See AM. TEL. & TEL. CO., ANNUAL REPORT OF THE DIRECTORS OF AMERICAN TELEPHONE & TELEGRAPH COMPANY TO THE STOCKHOLDERS FOR THE YEAR ENDING DECEMBER 31, 1910, at 17 (1911) (以下简称 AT&T 1910 ANNUAL REPORT); AT&T 1950 ANNUAL REPORT, 同前注[5], p. 15; *Women Stockholders: Feminine Army of 310,000 Holds Stock in 252 Corporations*, BROOKLYN DAILY EAGLE, Feb. 1, 1914, at 21; see also Julia C. Ott, *When Wall Street Met Main Street: The Quest for an Investors' Democracy* 154 (2011) (描述了 20 世纪 20 年代美国国际电话电报公司股东女性化)。

[8] See AM. TEL. & TEL. CO., ANNUAL REPORT FOR THE YEAR 1948, at 9 (1949) (以下简称 AT&T 1948 ANNUAL REPORT) (注意到还有 12% 的资金由联名账户持有); see also *Purely Gossip—ATT Shareholders*, WALL ST. J., Mar. 17, 1941, at 15 (报告称,截至 1940 年底,美国国际电话电报公司 42% 的股票由女性持有,30% 由男性持有,5% 为联名账户,21% 由受托人和机构持有,其余股票以券商的名义持有)。

[9] 这一关于女性持股的统计数据在 1951 年 5 月被广泛报道,可能源于美国国际电话电报公司关于其第一百万名股东的宣传材料。See, e. g., *Bell Telephone Fetes Millionth Stockholder*, ARLINGTON HEIGHTS HERALD, May 18, 1951, at 2; *Private Ownership*, DAILY REPUBLICAN (Kane & Mt. Jewett, Pa.), May 21, 1951, at 4; see also AM. TEL. & TEL. CO., ANNUAL REPORT 1951, at 35 (1952) (以下简称 AT&T 1951 ANNUAL REPORT)。共同持有的股票通常是指由已婚夫妇持有的股票,在 20 世纪 50 年代指的是一男一女。See Wayne Oliver, *AT&T Shortly Expects Its Millionth Stockholder*, AUSTIN STATESMAN, Apr. 10, 1951, at A-8 (将共同持股描述为“男人和女人”之间的共同持股)。

[10] 正如下文所详述的,美国国际电话电报公司是 20 世纪 50 年代初庆祝具有里程碑意义的股东的几家大型上市公司之一。在每一次庆祝活动中,公司都会围绕具有里程碑意义的股东(一位年轻、白人、男性、已婚、中产阶级劳动者)组织一场公共关系活动。同后注[405]及其附属说明。事实上,在 1952 年,美国股东中男女比例持平,而且大多数在 50 岁或以上。KIMMEL, 同前注[5], p. 89 - 92 (提供股东统计数据)。这些庆祝活动展示的是理想化的股东形象,而不是准确的形象。

4月在曼哈顿总部举行的股东大会描述为“女士日”^{〔11〕}。出席会议的股东中至少有一半是女性。^{〔12〕}在会上,著名的股东积极主义者(shareholder activist)、美国商界女性股东联合会(Federation of Women Stockholders in American Business)的创始人威尔玛·索斯(Wilma Soss)做了简短的发言。^{〔13〕}她指出,女性不仅占美国国际电话电报公司股东的48%,而且在其近65万名员工中占60%以上。^{〔14〕}索斯认为,美国国际电话电报公司董事会中应该有女性代表,公司也将从中受益。她提名了一位内华达州的女商人进入董事会,这位女商人拥有的美国国际电话电报公司股份是公司所有17位董事股份总和的一半。^{〔15〕}索斯的提名是一种抗议姿态,因为出席会议的代表股份不足,无法赢得投票,所以现场提名不可能成功。

当索斯结束对她的提名人的陈述时,另一名女性凯瑟琳·柯蒂斯

〔11〕 See Women Enliven Meeting of A. T. & T. But Their Move to Make One of Them a Member of Board of Directors Loses, N. Y. TIMES, Apr. 19, 1951, at 58(以下简称 Women Enliven Meeting)(“昨天是市值120亿美元的美国国际电话电报公司股东年会的‘女士日’,但她们却屈居第二”).

〔12〕 同上注;See Charles F. Speare, *Stock Market Shows Vitality in Face of Unsettled News*, MUNCIE STAR, Apr. 22, 1951, at 31(注意到“女性的出席是会议的一个显著特点”).在前一年的会议上,一些报纸报道称,女性股东的人数“远远超过”男性股东。See, e. g., *Pride of Ownership*, KNOXVILLE NEWS - SENTINEL, Apr. 30, 1950, at 36.

〔13〕 See *Nomination of Grandmother to AT&T Board Defeated*, DAYTON DAILY NEWS, Apr. 20, 1951, at 40; *Broadway Revue*, COUNCIL COMPASS (Council of W. Elec. Tech. Emps., Newark, N. J.), May 1951, at 1. 想了解更多关于索斯的情况,see Janice Traflet, *Queen of the Corporate Gadflies: The Unstoppable Wilma Soss*, 119 FIN. HIST. 20, 21-23 (2016).

〔14〕 See Women Enliven Meeting, 同前注〔11〕; *Nomination of Grandmother to AT&T Board Defeated*, 同前注〔13〕; J. R. Nevarez, *A Few “Firsts” That Russia Won’t Claim*, L. A. TIMES, July 17, 1951, at A5(注意到美国国际电话电报公司有65万名员工,大约25万名员工拥有超过20%的美国国际电话电报公司股票).

〔15〕 See *Nomination of Grandmother to AT&T Board Defeated*, 同前注〔13〕。被提名人特雷莎·诺贝尔(Theresa Noble)曾担任美国丝纺公司(American Silk Spinning)董事会主席;see also *Women Stockholders Want Board Member*, MIA. DAILY NEWS, Apr. 5, 1952, at 12-B(将诺贝尔描述为“一家纺织公司的财务主管”).

(Cathrine Curtis)——她领导着另一个女性投资者组织——站起来发言。^[16] 柯蒂斯向董事会提名了第二位女性候选人。^[17] 和索斯一样,柯蒂斯明白她的候选人没有机会当选。当公司总裁转向其他话题时,选票被分发了出去,随后女性候选人的落选和 17 名男性候选人的成功当选得到了确认。^[18]

但是会议还没有结束。威尔逊总裁邀请另一位投资者艾拉·阿隆斯塔姆(Ella Aronstam)介绍她提交的提案,供股东们审议。^[19] 阿隆斯塔姆援引美国证券交易委员会(SEC)在 9 年前颁布的一项规则,要求美国国际电话电报公司将她的决议添加到公司在会议召开前要发送给上百万名股东的材料中。^[20] 该公司已将阿隆斯塔姆的提案写入委托投票书中,同时指示股东投票反对她的提案。^[21]

阿隆斯塔姆身材瘦小、头发花白,是一位来自布鲁克林的退休教师,拥有 100 股股票。^[22] 她的提案要求公司增加一名董事会成员,并由一

[16] See Broadway Revue, 同前注[13]; *Women Guard Funds: Investors Learn Finance*, S. F. EXAM'R, Oct. 25, 1938, at 16(将柯蒂斯确定为美国女性投资者公司的创始人和全美总监); Charles F. Speare, *Rail Stocks Reach New High Average; Market Trading Up*, MUNCIE STAR, May 25, 1952, at 30(将柯蒂斯确定为该组织的“首脑”).

[17] See Broadway Revue, 同前注[13], p. 1.

[18] See *Increase Earnings and Reduce Debt; AT&T Fiat*, S. F. EXAM'R, Apr. 19, 1951, at 26; Broadway Revue, 同前注[13] (“威尔逊指示工作人员向股东分发选票。在投票过程中,总裁宣读了他关于公司状况的说明”).

[19] See Fred Klann, *Off the Beaten Path: From 2 Employees to 602,466*, MOLINE DAILY DISPATCH, Mar. 22, 1951, at 19; Broadway Revue, 同前注[13], p. 3-4[暗示作家范妮·赫斯特(Fannie Hurst)代表阿隆斯塔姆发言].

[20] See SEC Rule X-14A-7, Exchange Act Release No. 3347 (Dec. 18, 1942), 7 Fed. Reg. 10,655, 10,656 (要求提交报告的公司委托投票说明书中印制股东提案).

[21] See *A. T. & T. Shies from Women as Directors*, CHI. TRIB., Mar. 17, 1951, at 29; see also *New Fight Planned to Seat Woman on AT&T Directorate*, S. F. EXAM'R, Mar. 14, 1951, at 30.

[22] See Robert H. Prall, *Ella Girds for the Second Round: Little Woman vs. Big Business*, N. Y. WORLD-TEL. & SUN, Apr. 17, 1951, at 22(报道称,阿隆斯塔姆身高四英尺九英寸,体重 103 磅). 文章指出,阿隆斯塔姆的提议在委托投票说明书上发表后,一位“康涅狄格州的农民”给她寄了一封信,让她继续回家纺织,因为美国国际电话电报公司的管理层干得不错,“没有女人来捣乱”。

名女性来填补该空缺。^[23]她在会议前告诉记者,“我不指望这次能通过决议,但我们会好好争取的”^[24]。计票结果显示,有100多万股美国国际电话电报公司股票被投支持阿隆斯塔姆的提案——仅占投票股份总数的5%多一点。^[25]管理层将其收集到的所有委托投票对该提案投了反对票。^[26]

美国国际电话电报公司1951年的年会充满活力——包括女性,占主导地位的股东群体,踊跃发言,提出决议,并要求获得代表权——在许多方面都是当时的典型表现,尽管这有悖于我们今天对公司历史的理解。^[27]

在20世纪上半叶,女性在美国上市公司个人股东中的比例持续增

[23] 同上注;See A. T. & T. *Meeting Told Company Is Striving to Increase Earnings*, WALL ST. J., Apr. 19, 1951, at 18.

[24] Prall, 同前注[22]。

[25] See *Increase Earnings and Reduce Debt: AT&T Fiat*, 同前注[18]。超过1800万股投了反对票。

[26] See *AT&T Shies from Women as Directors*, 同前注[21]。

[27] See, e. g., Saw Dawson, *Influence of Women in Business Increasing*, L. A. TIMES, Mar. 14, 1950, at 25(“女同胞们最近发现,只要提出问题,就能在股东大会上找到乐趣”)。在此期间,女性一直积极参与股东管理。例如,1943年首批利用美国证券交易委员会(SEC)的股东提案规则的13人中就包括哈里特·斯奇普韦思(Harriett Skipwith),她拥有白缝纫机公司(White Sewing Machine)3700股普通股,并提交了6份与公司治理相关的提案。See Rolf Enno Wubbels, *Regulation of Stockholder Proxies* 106 tbl. 4 (1949) (Ph. D. thesis, New York University) (作者存档)。大约在这个时候,美国无线电公司、通用汽车公司和美国钢铁公司等几家公司的年会现场提名了女性董事会候选人。See Andy Logan, *Hoboken Must Go!*, NEW YORKER, Mar. 17, 1951, at 34, 48; *U. S. Steel Annual Meeting Covers Girth, Mirth, Women—and Upturn in Business*, WALL ST. J., May 4, 1954, at 11。在其他公司,股东在股东大会上提出了女性董事的要求。See, e. g., STANDARD OIL CO. (N. J.), *Stenographic Report of the Annual Meeting of the Stockholders* 25-26 (1947); 950 *at Its Stockholders' Meeting, A Record in History of A. T. & T.*, N. Y. TIMES, Apr. 20, 1950, at 45。股东们要求女性在公司董事会中占有一席之地之提案已在以下委托投票说明书中公布:Alex Smith & Sons Carpet Co. (1950), the American Radiator & Standard Sanitary Corp. (1950 and 1951), Bayuck Cigar, Inc. (1950 and 1951), Borden Co. (1951), and AT&T (1951)。See Frank D. Emerson & Franklin C. Latham, *The SEC Proxy Proposal Rule: The Corporate Gadfly*, 19 U. CHI. L. REV. 807, 817 (1952) (建议概述)。1966年,索斯在国际商业机器公司(IBM)年会上“顽固地继续尝试提名一位女性董事”,结果被强行赶出会场。Traflet, 同前注[13], p. 21-22。

长,直到 1952 年至 1956 年的某个时候,女性成为多数股东。^[28] 政府机构、记者、投资公司以及纽约证券交易所(NYSE)在过去 60 年间进行的特别研究都记录了这一趋势。1956 年,纽约证券交易所发布了第一份综合研究报告,发现在美国公共资本市场上,女性股东占多数。^[29] 但是这一趋势在学术文献中几乎没有得到认可——包括经济学、公司法和商业管理文献,学者研究并发表了关于不断扩大的股东阶层和股东在公司组织中的作用的三个学科。这种沉默与 20 世纪 50 年代以来对机构持有者崛起所给予的关注形成了强烈的反差,当时女性持股达到了一个高峰。^[30]

女性在整个市场中的多数地位可能没有个别公司持股女性化(feminization of shareholding)那么重要。在 1929 年股市崩盘之前,在美国规模最大、最具影响力的一些上市公司中,女性股东人数超过男性股东人数,包括美国国际电话电报公司、美国通用电气公司(General Electric)和宾夕法尼亚铁路公司(Pennsylvania Railroad)——这些“蓝筹股”公司的首席执行官和董事组成了公司领导层的精英骨干。^[31] 随着公司股东性别的变化——这一过程在股灾前就已开始,并在股灾后仍在继续——这些男性看着他们的管理领导层对越来越多的女性(股东)负责。这种变化不仅在股东名单上表现得很明显,在现实世界的股东大会上也表现得很明显,女性的参与越来越多,女性的声音也越来越清晰。但是,持股女性化发生在美国历史上的一个时期,由于当时普遍存在的性别偏见,女性被普遍认为不适合参与商业经营。

在整个 20 世纪上半叶,几家大型上市公司追踪并披露了自己股东的性别,金融媒体也撰写了大量文章,宣称女性投资者的数量和普通股持股能力(common stockholding power)不断增长。商业专家对女性角色的扩张表示担忧,但他们有时也认为女性股东的涌入对公司组织具有重

[28] 同后注[222]—[224]及相关说明。

[29] N. Y. STOCK EXCH., Who Owns American Business? 1956 Census of Shareowners 6 (1957) (以下简称 N. Y. STOCK EXCH., WHO OWNS AMERICAN BUSINESS?)。

[30] 见后文第二部分第五、第八节。

[31] 同前注[7](AT&T);同后注[145](General Electric);同后注[189](Pennsylvania Railroad)。

要意义。公司法学术界从未承认,在这一早期阶段,广泛持股公司的控制权从股东转移到了管理者手中,恰逢股东阶层的性别也发生了变化。本文讲述了一个被遗忘的资本女性化的故事^[32]——上市公司股东从男性占多数转变为女性占多数——并认为20世纪早期的性别政治在塑造公司治理理论中发挥了作用。^[33] 本文列出的证据表明,除此之外,持股女性化还促使公司法专家将股东视为“被动”的行为者,并证明了将权力从股东转向公司管理者的合理的法律和做法。

在20世纪早期的几十年里,美国规模最大的公司的所有权变得“非常分散”。^[34] 在传统的叙事中,股权分散导致“被动”股东失去了控制权,而新的和日益壮大的技术官僚管理者队伍则获得了控制权。^[35] 所

[32] 本文关于20世纪初资本“女性化”的论点,隐含着对“资本”(capital)含义的争论。尽管经济学家可能认为资本仅仅是一种投入——一种用于生产的资产,但本文将资本视为一群人类行为者,就像我们有时用“劳动”(labor)来指公司中的工人,用“管理”(management)来指管理公司的人一样。用“资本”来指代公司组织中的人类行为者是有用的,因为它使法律理论家能够专注于通过公司形式塑造集体企业的社会关系。本文描述了对女性的性别歧视普遍存在的时期,一个主要类别的公司行为者的“女性化”。为了弄清公司法和理论是如何应对这一变化的,本文探讨了资本范畴背后的人类身份。事实上,法律学术界将自然人股东(风险承担者)转化为非人格化利益的手法掩盖了权力如何通过公司组织表达出来。Cf. Martin J. Sklar, *The Corporate Reconstruction of American Capitalism, 1890–1916*, at 7 (1988) (“资本主义形式的财产……是一种复杂的社会关系……涉及与法律和政治秩序以及更广泛的合法性体系、普遍的争强好胜的道德和行为准则以及权力等级密不可分的权力体系”)。

[33] 20世纪末,《哥伦比亚法律评论》(Columbia Law Review)上的一篇重要文章研究了“社会规范与《公司法》的相互关系”,包括“文化态度”,并得出结论:“公司行为者信仰体系的变化导致规范的转变。这些转变反过来又转化为公司制度和公司法的结构。”Melvin A. Eisenberg, *Corporate Law and Social Norms*, 99 COLUM. L. REV. 1253, 1254, 1292 (1999)。虽然艾森伯格(Eisenberg)的研究并未将性别视为社会规范的来源,但本文表明,关于性别差异的文化态度与现代公司法的演变息息相关。See generally Patricia Yancey Martin, *Gender as Social Institution*, 82 SOC. FORCES 1249, 1266 (2004) (“认为用性别来构建社会关系是有用的,“主要是因为性别广泛存在并与其他社会领域交织在一起”)。

[34] See Alfred D. Chandler, JR., *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business* 9–10 (1977); see also Frederick H. Wood, *The Small Investor and Railroad Ownership and Management*, 11 PROC. ACAD. POL. SCI. CITY N. Y. 433, 433 (1926) (“在过去的20年中,18家公司的股东人数每年都增加约一倍”)。

[35] See, e. g., Adolf A. Berle, JR. & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* 59 (1932) (说明所有权和控制权的分离)。

有权和控制权的分离反映了集中化的公司管理战胜了分散的小股东。^[36] 这种分离框架为公司治理理论引入了“独立领域”的二分法,不仅沿用至今,而且成为现代公司法的基础。近年来,一些学者对所有权与控制权分离的时间提出了质疑。^[37] 然而,几乎每个人都同意,所有权最终确实与控制权分离了——而降低由此产生的“代理成本”已经成为现代公司法的单一焦点。^[38] 事实上,将所有权与控制权的分离视为自然发生和不可避免的选择,导致公司法在“强管理者”和“弱所有者”阵营长期交战的框架下运行了近百年。^[39] 本文是公司法学术界第一篇试图用股东性别研究揭示这些叙事的文献。

阿道夫·伯利(Adolf Berle, Jr.)和加德纳·米恩斯(Gardiner Means)在1932年出版的《现代公司与私有财产》(*The Modern Corporation and Private Property*)一书中提出了被动股东的概念。^[40] 该书认为,除其他外,股东被动论依赖于性别刻板印象,可能歪曲了包括许多女性在内的

[36] 同上注。

[37] See, e. g., Eric Hilt, *The Berle and Means Corporation in Historical Perspective*, 42 SEATTLE U. L. REV. 417, 420 (2019) (指出“与19世纪70年代甚至19世纪20年代的上市公司相比,伯利和米恩斯所研究的20世纪30年代公司中所有权与控制权的分离程度较低”); Brian Cheffins & Steven Bank, *Is Berle and Means Really a Myth?*, 83 BUS. HIST. REV. 443, 445–58 (2009) (文献综述)。

[38] See, e. g., Jan Fichtner, Eelke M. Heemskerk & Javier Garcia – Bernardo, *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re – concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, 19 BUS. & POL. 298, 301 (2017) (描述了一个压倒性的共识,即自20世纪下半叶以来,美国的公司所有权基本上是分散的); Michael Klausner, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, 65 STAN. L. REV. 1325, 1326 (2013) (将代理成本分析描述为“当今公司法和公司治理的主要分析框架”); Lyman Johnson & David Millon, *Corporate Law After Hobby Lobby*, 70 BUS. LAW. 1, 14 (2014/2015) (断言“对代理成本的固执已在公司法学术界生根发芽”)。为代理成本流派作出了早期的重要贡献,see Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 357 (1976)。

[39] See generally Mark J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners; The Political Roots of American Corporate Finance* (1994) (讨论这一框架的起源)。

[40] See Berle & Means, 同前注[35], p. 347–48. 如下文第三部分第二节进一步详细描述的那样,伯利和米恩斯并未提出股东被动性的概念,但他们在很大程度上负责在美国公司理论家中普及这一概念。

小股东积极参与股东治理的愿望。在 20 世纪上半叶,典型的股东只持有几家公司的股票。^[41] 由于只在少数几家公司拥有治理权,股东有时和资源关注公司治理事项。有证据表明,股东也存在兴趣。^[42] 然而,在此期间,公司法朝着不再强调股东集体行动机制的方向发展。将股东的被动性视为自然和不可避免的选择帮助公司法放弃了以控制权为基础的改革,而这种改革本可以赋予股东权力。然而,股东的被动性将公司法推向了以市场为基础的解决方案,新政(New Deal)证券立法正式确定了这一趋势。^[43] 被动性理论帮助证明了公司权力备受瞩目地从股东(包括许多女性在内的群体)向公司管理层(完全由男性组成的群体)转移的合理性。

尽管如今大多数股票由大型机构(如资产管理公司和保险公司)持

[41] See, e. g., TEMP. NAT' L ECON. COMM., 76TH CONG., *Investigation of Concentration of Economic Power: The Distribution of Ownership in the 200 Largest Nonfinancial Corporations*, at xvii (Comm. Print 1940)(指出,平均每位股东持有“约 2.5 家公司”的股票)。将近 20 年后,纽约证券交易所发现,平均每位股东只持有 3.5 家公司的股票,少于 1956 年的平均水平,当时平均每位股东持有 4.25 家公司的股票。N. Y. STOCK EXCH., *Share Ownership in America*; 1959, at 5 (1959). But see Harold S. Sutton, *Who Are a Company's Stockholders? Utility Company Survey Discloses Wide Ownership in All Classes*, 87 TRS. & ESTS. 9, 9 (1948)[表明 1948 年对纽约联合爱迪生公司(Consolidated Edison Company of New York)股东的调查发现,5% 的人不拥有其他股票;12% 的人拥有两到三只其他股票;37% 的人拥有三到十只其他股票;51% 的人拥有十只以上其他股票]。

[42] 同后注[362]—[368]及相关说明。

[43] 莫顿·霍维茨(Morton Horwitz)将“股东作为‘最终所有者,相当于公司合伙人和业主’的‘传统观点’开始转变”的时间定为世纪之交。Morton J. Horwitz, *The Transformation of American Law, 1870 - 1960: The Crisis of Legal Orthodoxy* 95 (1992) [quoting A. A. Friedrich, *Stocks and Stock Ownership*, in 14 ENCYCLOPEDIA OF SOCIAL SCIENCES 403, 403 (E. Seligman ed., 1934)]; 同上注, p. 100(“现代决策倾向于强调大公司事务管理中的董事绝对主义……”) [quoting Howard Hilton Spellman, *A Treatise on the Principles of Law Governing Corporate Directors* 5 (1931)]. 阿里拉·杜布勒(Ariela Dubler)认为,纽约立法机构于 1933 年废除了普通法婚姻,部分原因是该原则所依据的“女性依附的社会法律惯例”已经与女性在经济中不断变化的地位“脱节”。Ariela R. Dubler, *Wifely Behavior: A Legal History of Acting Married*, 100 COLUM. L. REV. 957, 997 - 98 (2000)。杜布勒的研究表明,在 20 世纪二三十年代,女性不断演变的社会和经济角色是如何重塑家庭法的——这一过程与本文所讨论的公司法转变过程相似,并且是同时发生的。

有,但在 20 世纪上半叶却并非如此,当时大多数股票由个人持有。^[44]在这几十年里,自然人股东——男女个人以及夫妻联名账户——占股东的绝大多数。^[45]例如,在 1951 年,美国国际电话电报公司的上百万名股东中有 96% 是个人。^[46]当时股东被视为公司的成员或“所有者”,而股东的自然人身份对于股东在公司组织中的权利和利益具有重要意义。因此,尽管在此期间整个市场上所有女性拥有的股票从未多于男性,但包括性别在内的股东身份,对公司组织而言非常重要。^[47]直到 20 世纪 50 年代,一些公司仍在按比例(股份)和按人头(股东)报告股东投票结果,这反映出他们继续坚持股东被视为自然人的传统观点。^[48]大多数专家认为,向机构持股的转变发生在 20 世纪 70 年代或更晚的时期,尽

[44] See Iman Anabtawi & Lynn Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 STAN. L. REV. 1255, 1275 (2008) (解释说,在 1932 年,“大多数股东是个人”); Janette Rutterford, *The Shareholder Voice: British and American Accents, 1890–1965*, 13 ENTER. & SOC. 120, 121 (2012) (“直到 20 世纪六七十年代,个人股东的数量远远超过机构投资者,并且在许多公司中,个人股东拥有绝大多数股份”); Roe, 同前注[39], p. 6 (指出“在伯利-米恩斯时代,股东大多是个人”); Edwin Burk Cox, *Trends in the Distribution of Stock Ownership* 1 (1963) (“1957 年底,个人直接拥有 70% 的公司流通股,且未被其他公司拥有”).

[45] 例如,1948 年对大型制造公司的调查发现,91% 的普通股股东是个人,这些个人(男性、女性和联名账户)平均持有 59% 的已发行股票。Who Owns “Big Business”? *Analysis of Stockholdings in Largest Corporations: Part 1—Manufacturing*, 87 TRS. & ESTS. 5, 6 (1948) (分析 62 家公司的数据)。

[46] See AT&T 1951 ANNUAL REPORT, 同前注[9], p. 21.

[47] 不过,在个别公司中,女性持有的股票确实多于男性。同后注[270]—[272]及相关说明(描述了在美国国际电话电报公司和美国钢铁公司,女性持股比例如何超过男性)。

[48] See, e.g., Standard Oil CO. (N. J.), *Stenographic Report of the Annual Meeting of the Stockholders* 45 n. *, 46 (1948) (提供按比例和人均计算的选票总数)。此外,一些公司继续采用口头表决来决定股东大会上提出的实质性提案,实际上是给每个股东一票。例如,1946 年,当新泽西标准石油公司(Standard Oil New Jersey)的一名股东提出将半年期分红改为季度分红的表决提案时,股东现场投票表决解决了这一问题。See Standard Oil CO. (N. J.), *Stenographic Report of the Annual Meeting of the Stockholders* 24 (1946)。提案未获通过。同上注, p. 25.

管这在早期就被认为是一种趋势。^[49] 20 世纪中叶后的中介持股本身就带有性别色彩。由于中介持有人是由男性管理的^[50], 因此通过他们持有散户股票一定程度上恢复了男性对女性股票的投票控制。

如何解释 20 世纪上半叶女性持股的兴起?^[51] 尽管可能有许多因素发挥了作用——包括女性在参与政治治理受到限制的时候, 她们可以而且确实参与了大公司的股东治理——但本文强调的是经济学解释。虽然女性在劳动力市场上受到性别歧视, 但股票的股息支付并不因股票所有者的身份而变化。^[52] 也就是说, 女性的资本回报并不因其性别而打折扣。女性将资本投资于股票可以期待获得公平的回报, 而将资本投资于劳动却不能, 这一事实可能鼓励女性在可能的情况下储蓄和投资于股票。^[53] 劳动力和资本市场上性别歧视的动态影响可能有助于解释为什么在 20 世纪上半叶美国女性作为普通股股东的数量超过了男性。^[54]

股东的种族也与这个历史有关。在 20 世纪上半叶, 绝大多数美国

[49] See, e. g., David M. Kotz, *The Significance of Bank Control over Large Corporations*, 13 J. ECON. ISSUES 407, 409 (1979) (“1929 年, 金融机构持有的美国公司流通股不到 1/10, 而到 1974 年, 金融机构持有的美国公司流通股已超过 1/3”); Cox, 同前注[44], p. 2 (注意到“在 19 世纪 50 年代, 机构投资者在市场中的重要性不断增加”, 但也注意到“在 1960 年, 个人投资者仍然是最重要的股票持有者群体”); J. A. Livingston, *The American Stockholder* 246–47 (1958) (认识到机构投资者的重要性)。

[50] 同后注[282]—[286]及相关说明。

[51] 本文只是回答这一重要问题的初步尝试, 这个问题值得我们用较长的篇幅来探讨。一部更长的著作将有助于解释 20 世纪美国女性从何处获得财富(例如, 通过继承、雇佣劳动或其他方式), 以及女性如何和为何储蓄或投资这些财富, 尤其是考虑到当时存在的性别规范、对女性财产所有权的法律限制、男女预期寿命的差异以及女性被排除在政治之外等因素。

[52] See generally Alice Kessler-Harris, *Out To Work: A History of Wage-Earning Women in the United States* (2003) (描述美国劳动力市场中的性别歧视)。

[53] 同后注[173] [描述了 1929 年《好管家》(Good Housekeeping) 杂志上的一篇理财建议文章, 文章揭示了 20 年代女性的经济现实与女性的投资风险承受能力之间的关系]。当然, 股票的回报率要高于债券。由于女性基本上被排除在高薪工作之外, 因此女性在终身创收方面的选择比男性少, 这可能促使一些女性依赖股票的高回报作为财富增长的主要手段。

[54] See, e. g., *Women Outrank Men Stockholders: Corporation Canvass Shows They Predominate in Many of the Largest*, N. Y. TIMES, Aug. 12, 1927, at 26 (以下简称 *Women Outrank Men Stockholders*); *Woman's Investment Invasion: Overtopping Facts and Figures* (pt. 2), WALL ST. J., Aug. 12, 1927, at 15.

股东可能是中等收入和富有的白人男女。一些女性股东是继承财富的受益人,而另一些女性股东则是在劳动力市场上赚取收入的投资者,劳动力市场不仅存在性别隔离,还存在种族隔离。^[55] 遗憾的是,有关这一时期股东种族和民族的数据并不多。不过,可以合理地推断,持股女性化是由种族歧视和偏见造成的。

本文第一部分综合了一系列历史资料中的信息,呈现出一部关注性别的 20 世纪持股史。它为商业史、女性史、公司法、社会经济学和资本主义研究等领域都作出了原创性的重要贡献,同时也是一部引人入胜但可能会让读者感到惊讶的“失落的历史”^[56],因为直到现在,人们还很少认识到女性在 20 世纪早期的公司资本主义中扮演了任何重要角色。

第二部分探讨了这段历史对公司法理论中一些基本理念的影响。其中包括所有权和控制权分离、“被动”股东、利益相关者主义、法律对“平均”或“合理”投资者原型的依赖以及董事会的组成。正如本文所述,女性成为美国上市公司股东的主体,不仅是在公司理论发展的关键时期,而且也是美国文化认为女性“不适合”在商业管理中发挥作用的时候。^[57] 综合来看,这些事实为现代公司法的知识基础提出了新的解释。

二、资本女性化

一位华尔街律师在 1929 年写道:“我们正处于一个股票广泛发行的

[55] 当然,白人家庭的财富代代相传反映了美国几个世纪的种族歧视和奴隶制所带来的经济优势。See, e. g., Stephanie E. Jones – Rogers, *They Were Her Property: White Women as Slave Owners in the American South*, at xvii (2019) (探讨“奴隶主女性如何投资于美国奴隶制及其市场并从中获利”)。

[56] Debora L. Threedy, *Feminists & Contract Doctrine*, 32 IND. L. REV. 1247, 1252 n. 28 (1999) (“女权主义的项目之一就是恢复女性‘失去的’历史”)。

[57] See William Z. Ripley, *Main Street and Wall Street* 129 (1927) (断言女性“接受的培训不适合管理公司——撇开性别这一点不谈”)。

时期。”^[58]“成千上万的新持有者都是中等收入的人。”^[59]如今,人们对持股量增长的记忆大多是这样的:作为一种社会经济转型,它将持股从最富有的阶层扩展到中等收入的美国人。^[60]但这也与调动女性的财富息息相关。虽然商业历史学家并没有这样的表述,但持股的扩大反映了持股性别长达数十年的转变——资本的女性化,而在此之前数十年,上市公司的劳动者或管理层中女性所占比例就已经很大。^[61]

本部分依靠一系列历史资料,包括公司报告、政府报告、报刊文章以及股东大会的记录和照片,勾勒出从20世纪初到20世纪中叶机构投资兴起之前,美国上市公司股东的性别分布情况。女性作为公司股东的历史可以追溯到更早。早在1900年之前的历史记录中就有女性持股的记载。^[62]例如,1791年纽约银行特许成立时,194名股东中至少有12名是女性。^[63]她们总共只持有该银行总股份的6.7%,但一位名叫坦伯兰斯·格林(Temperance Green)的女性是该银行的第二大股东。^[64]一本早期的美国公司法专著指出,一个公司“可以同时由男性和女性组成,前

[58] John H. Sears, *The New Place of the Stockholder* 215 (1929).

[59] 同上注。

[60] 茱莉亚·奥特(Julia Ott)记录了20世纪最初几十年的大规模投资运动。See Julia Ott, *What Was the Great Bull Market? Value, Valuation, and Financial History*, in *American Capitalism: New Histories* 63, 71 (Sven Beckert & Christine Desan eds. 2018)(描述第一次世界大战后“关于大规模投资承诺”的新说法);Ott, 同前注[7], p.7(探讨“大众投资现象”及其政治意义)。

[61] 事实上,在美国上市公司的公司管理层中,女性从未占到很大比例。See Deloitte Glob. Ctr. for Corp. Governance, *Progress at a Snail's Pace: Women in the Boardroom—A Global Perspective* 38–39 (7th ed. 2022)(报告称2021年,美国女性占董事会席位的23.9%,占首席执行官的5.7%)。

[62] 18世纪和19世纪的证据汇总。see Robert E. Wright, *Financial Exclusion: How Competition can Fix a Broken System* 233–46 (2019)。

[63] Allan Nevins, *History of the Bank of New York and Trust Company: 1784 to 1934* app. at xi–xiii (1934)。该资料列出了1791年纽约银行成立时的女性股东名单:Julia Bunyan (2.5股);Jane Byrne (1.5股);Mary Daubney (3股);Temperance Green (25股);Maxwell & Berry, Attorneys for Ann Robertson (5股);Unus McIvers (1股);Ann Mullen (3股);Mary Phillips (1股);Sarah Robinson (3股);Helena Scott (1.5股);Ann Van Horne (1股);Cornelia Van Horne (1股)。Id. app. at xiii。

[64] See id. app. at xi, xiii。格林持有25股;只有一位股东“亚历克斯·罗伯逊(Alex. Robertson)”持有更多股份——34股。(注意,这里假设“罗伯逊”是一名男子)。

提是它的制度不与女性的条件和谦逊相抵触”^[65]。1849年宾夕法尼亚州的一项法令禁止居住在会议地点10英里内的股东委托他人投票,女性除外。^[66]1877年,《银行家杂志和统计登记册》(The Bankers' Magazine and Statistical Register)发表了一份关于纽约市中心10家国家银行股东性别的小型调查,报告称女性约占股东的41%,持有31%的股份。^[67]到1878年,宾夕法尼亚铁路公司已经有很多的女性股东了,因此该公司按性别分配股息;女性股东可以比男性早一天收到付款。^[68]

读者可能会惊讶地发现,一些上市公司追踪了自己股东的性别,并在年度报告中披露。20世纪初,一些政府机构也追踪和报告了股东的性别,特别是对制造业和国家银行。知名财经记者也对股东性别进行了报道,甚至进行了调查性报道。这些做法表明,公司及政府领导们认为股东的性别很重要——有关股东性别的信息有助于了解公司本身。

(一) 新世纪女性股东

20世纪初,一些政府机构开始追踪和报告公司股东的性别情况。

[65] Joseph K. Angell & Samuel Ames, *A Treatise on the Law of Private Corporations Aggregate* 51 n.1 (Morton J. Horwitz & Stanley N. Katz eds. Arno Press 1972) (1832); see also A. B. Johnson, *Advantages and Disadvantages of Private Corporations*, 23 MERCHS. ' MAG. 626, 630 (1850) (注意到“一些”股东“是女性”).

[66] Act of Apr. 7, 1849, ch. 909, § 4, 1849 Pa. Laws 1173, 1174.

[67] 这是作者在本文研究时发现的最早发表的股东性别研究报告。See *Females as Stockholders in National Banks*, BANKER'S MAG. & STAT. REG., June 1877, at 987, 987. 到19世纪70年代,女性在股票投机者中已经非常普遍,以至于可以用她们自己的名字来认购。See John T. Flynn, *How to Make Money in Wall Street*, WOMAN'S HOME COMPANION, Jan. 1930, at 25, 26 [将女性投机者称为“瓢虫”(ladybulls)]; “Mudhens”: *How the Brokers' Clerks Designate the Female Stock - Operators*, CHI. DAILY TRIB., Nov. 15, 1876, at 2 [“泥人”(Mudhens)是券商职员对从事股票投机这种迷人但不确定的游戏的女性的一种委婉而奇特的称谓]。

[68] See *Giving Women Stockholders Precedence*, N. Y. TIMES, Dec. 1, 1878, at 2; see also Little Schuylkill Navigation R. R. & Coal Co., Advertisement, N. AM. (Phila.), Jan. 8, 1884, at 3 (为公司在即将到来的日期“亲自支付给女性股东”的股息做广告)。

马萨诸塞州和新泽西州都追踪了州内制造业公司的股东性别。^[69] 在马萨诸塞州,女性股东的比例接近 1/3。^[70] 而在新泽西州,女性股东的比例较低,1900 年为 16.2%,到 1906 年增长到 21.4%。^[71]

至少从 1897 年到 1921 年,美国货币监理署(OCC)定期报告国家银行股东的性别情况。^[72] 例如,1904 年,美国货币监理署报告国家银行约

[69] See, e. g., Mass. Bureau of Stat. of Lab., *The Annual Statistics of Manufactures* 1898, At 5, 9 (1899); Bureau of Stat. of Lab. and Indus. of N. J., *Twenty – Fifth Annual Report of the Bureau of Statistics of Labor and Industries of New Jersey for the Year Ending October 31ST, 1902*, at 18 tbl. 1 (1903) (以下简称 NEW JERSEY TWENTY – FIFTH ANNUAL REPORT).

[70] 女性所占的比例不是个人股东的 1/3,而是所有股东(包括信托公司和其他机构投资者)的 1/3。从 1898 年到 1905 年,女性股东的比例从 31.65% 到 33.35% 不等。See Mass. Bureau of Stat. of Lab., 同前注[69], p. 7; Mass. Bureau of Stat. of Lab., *The Annual Statistics of Manufactures* 1899, at 81 (1900); Mass. Bureau of Stat. of Lab., *The Annual Statistics of Manufactures* 1900, at 75 (1901); Mass. Bureau of Stat. of Lab., *The Annual Statistics of Manufactures* 1901, at 53 (1902); Mass. Bureau of Stat. of Lab., *The Annual Statistics of Manufactures* 1902, at 54 (1903). 这些统计数据包括在马萨诸塞州注册的私人控股和上市交易的制造公司。

[71] NEW JERSEY TWENTY – FIFTH ANNUAL REPORT, 同前注[69], p. 16 tbl. 1; Bureau of Stat. of Lab. And Indus. of N. J., *Twenty – Ninth Annual Report of The Bureau of Statistics of Labor and Industries of New Jersey for the Year Ending October 31ST, 1906*, at 17 (1906).

[72] See Off. of the Comptroller of the Currency, *Report of the Comptroller of the Currency*, Dec. 5, 1904, BANKERS' MAG., Jan. 1905, at 62, 63 (以下简称 Comptroller Report of Dec. 5, 1904); Ellen M. Henrotin, *Women in Finance*, NAT'L MAG., October 1897, at 51, 53 – 54 (表明财政部早在 1897 年就开始追踪国家银行股东的性别)。1921 年后,财政部办公室发布的国家银行报告不再对男女股东进行分类。这些报告可在网上查阅。See *Annual Report of the Comptroller of the Currency: 1863 – 1980*, FRASER, <https://perma.cc/5TWU-BPEQ> (archived Feb. 12, 2022). 比较 1904 年和 1921 年的报告可以发现,1904 年 7 月,女性占全国银行股东的 32.80%,而到 1920 年底,这一比例仅为 30.58%。See Comptroller Report of Dec. 5, 1904, 同前注[63]; OFF. of the Comptroller of the Currency, *Annual Report of the Comptroller of the Currency to the Second Session of the Sixty – Seventh Congress of the United States* 62 (1921) (以下简称 COMPTROLLER ANNUAL REPORT 1921)。但女性的持股比例有所增长:1904 年,女性拥有 21.04% 的股份,1920 年为 22.15%。See Comptroller Report of Dec. 5, 1904, 同前注[63]; COMPTROLLER ANNUAL REPORT 1921, 同前注[62]。

有 1/3 的股东是女性。^[73]

1909 年 11 月,当糖业托拉斯调查成为头条新闻时,有报道称美国制糖公司(American Sugar Refining Company)的股东中有一半是女性。^[74]几个月后,当铁路费率受到抨击时,报纸也发表了类似的报道,称纽黑文铁路公司(New York, New Haven & Hartford railroad company)的女性股东人数众多。^[75] 有一篇报道称,该铁路公司的高管“据说对上一份报告

[73] See Annual Report of the Comptroller of the Currency to the Third Session of the Fifty – Eighth Congress of the United States 17 (1904). 1904 年的数据表明,在一些地区,女性在国家银行股东中所占的比例远远高于其他地区。例如,在新英格兰各州(康涅狄格州、缅因州、马萨诸塞州、新罕布什尔州、罗德岛州和佛蒙特州),女性占有所有股东的近 43%。同上注[86] tbl. 11.

[74] See American Sugar Refining Co. : Women Make Up About Half the Stockholders as Shown at the First of the Year, WALL ST. J., Nov. 20, 1909, at 5(注意到女性股东占 50.20%); Congress May Probe the Sugar Scandal: Revelations Give Cannon a Chance to Square Accounts with Parsons, It Is Said, N. Y. TIMES, Nov. 17, 1909, at 2(描述了即将于 1909 年 11 月 29 日在曼哈顿联邦法院对美国制糖公司高管进行的审判)。两年后,美国制糖公司代理总裁埃德温·阿特金斯(Edwin Atkins)告诉 Hardwick 委员会,公司在新英格兰地区的 1.8 万名股东中,有 1 万名是女性,其中许多是“女学生”。Sugar Trust Good Now: Committee Also Told Women Are Principal Owners, BALT. SUN, June 13, 1911, at 11. 据乔治·罗伯(George Robb)估计,1910 年“20%—25%”的美国股东是女性。George Robb, *Ladies of the Ticker: Women and Wall Street From the Gilded Age to The Great Depression* 8 (2017).

[75] See, e. g., *More Women than Men: Interesting Statistics About the New Haven Stockholders*, BOS. GLOBE, June 21, 1910, at 13(“根据 1910 年 5 月 1 日的官方统计,纽黑文铁路公司的女性股东多于男性股东”); *Women Holding New Haven Stock: Females Number 7087 and the Male Shareholders 5746*, BRIDGEPORT EVENING FARMER, June 16, 1910, at 5(报道相同)。铁路公司的管理者发布这些数据可能是为了影响 6 月 18 日颁布的《曼恩—埃尔金斯法案》(Mann – Elkins Act),该法案影响了铁路公司提高费率的能力。See Mann – Elkins Act, ch. 309, 36 Stat. 539 (1910). 有关纽黑文铁路公司女性股东的后期数据,see N. Y., New Haven & Hartford R. R. Co., *General Statement of the Affairs of The New York, New Haven, and Hartford Railroad Company, for the Year Ending June 30, 1914*, at 33 (1914)(载有可追溯到 1912 年的数据); *New Haven Shows Broad Distribution of Its Shares: Average Holdings on January 1, 1914 Were 59.9 Shares Against 69 Shares in 1913*, WALL ST. J., Apr. 13, 1914, at 2(说明 1914 年女性股东的人数仍多于男性股东); *Women as Shareholders. With Guardians and Trusts Have 60 Per Cent. of the New Haven Stock.*, N. Y. TIMES, Mar. 22, 1912, at 11(纽黑文铁路公司的 22106 名股东中有 60% 是“女性、信托人和监护人”)。

感到相当震惊,该报告显示女性股东的数量比男性多出 5%”^[76]。编辑指出,“在这个时候,该铁路公司只希望头脑最灵活的商界男性参与其事,而高管们私下也承认,女性持有者的比例过高构成了威胁”^[77]。

第一次关于女性持股的主要调查报道出现在 1913 年,当时《纽约时报》和《华尔街日报》(The Wall Street Journal)都公布了来自主要公司股东名单调查的性别数据。^[78]《纽约时报》的研究发现,在 193 家公司中,

[76] *Railroads Fears Women*, MONTGOMERY TIMES, June 30, 1910, at 2.

[77] 同上注。另一家报纸在报道同一事件时写道,纽黑文铁路公司的官员们“很有理由感到兴奋”,“因为如果女性们要求在董事会议上占有一席之地,可能会发生什么事情”。Announcements, MT. CARMEL MORNING REG., July 1, 1910, at 4.

[78] See How American Stocks Are Owned.: Corporations Representing Eight Billion in Capital Give Details About the Holdings of Investors, the Speculative Supply of Stocks, and Amounts Held Here and Abroad., in N. Y. TIMES, ANN. FIN. REV. AFR4, AFR4 (1913) (以下简称 How American Stocks Are Owned) (断言,从 1900 年到 1912 年,193 家大公司中“以女性名义持有的股票数量”“翻了两番”); Owners in Six Companies Increased 12.3% This Year; In Twelve Years Capitalization Increased 81.5 Per Cent and Number of Stockholders 204.7 Per Cent, WALL ST. J., Oct. 4, 1913, at 1 [提供美国制糖公司、新泽西标准石油公司、宾夕法尼亚铁路公司、美国国际电话电报公司和美国橡胶公司 (United States Rubber) 的数据]; In 63 Corporations Women Own Nearly 166,000 Shares; The Hand That Rocks the Cradle Already Has the Suffrage at the Corporation Polls, WALL ST. J., Oct. 25, 1913, at 2 (以下简称 In 63 Corporations Women Own Nearly 166,000 Shares)。两家报纸此前都发表过关于女性股东的文章,但这些文章只提供了临时性的数字。See, e. g., *Giving Women Stockholders Precedence*, N. Y. TIMES, Dec. 1, 1878, at 2 (报道称,根据宾夕法尼亚铁路公司助理财务主管的说法,“可能有 50 万美元”的股息是在一个专门为女性支付股息的日子支付给女性股东的); Many Holders of Stocks: Shares of Various Corporations Very Widely Distributed, N. Y. TIMES, July 14, 1899, at 1 (以下简称 Many Holders of Stocks) [报告称,国际汇款公司“约二分之一的股东”是女性;纽约联合天然气公司 (Consolidated Gas Company of New York) “约 30% 的股东”是“女性和儿童”;“哈莱姆铁路公司 (Harlem Railroad) 相当一部分股东”是“女性、储蓄银行和遗产受托人”]; Many New Holders of Railroad Stock: Recent Depression in Prices Brought Many Buyers of Railway Securities, N. Y. TIMES, Sept. 23, 1907, at 12 (报告称宾夕法尼亚铁路公司有 2.51 万名男性股东和 2.24 万名女性股东); 28,000 Women Stockholders: They Own \$148,000,000 of Pennsylvania Road Shares—6117 Since Last Year, N. Y. TIMES, Nov. 28, 1908, at 1 (以下简称 28,000 Women Stockholders) (报告称宾夕法尼亚铁路公司的女性股东“约有 2.8 万”); *Women in Wall Street*, N. Y. TIMES, Dec. 12, 1909, at SM2 (报道宾夕法尼亚铁路公司近 2.5 万名女性股东和国家银行 10.4 万名女性股东); Country's Shareholders Show Heavy

超过 40% 的个人股东是女性;女性几乎持有了公司 1/6 的股票。〔79〕一些投资者对女性大量涌入持股的情况持怀疑态度。正如其中一人解释的那样,“女性,众所周知的贫穷投资者,现在在公司的股票账簿上的人数比以往任何时候都多”,这意味着这些公司的股票“脱离了过去在市场上保护它们的手”〔80〕。

第二年,《华尔街日报》发表了一项针对美国公司股东的大型研究结果。〔81〕在 199 家有性别分类数据的工业和公用事业公司中,女性股东占 40%。〔82〕在 55 家铁路公司(和 1 家航空公司)中,女性股东

Increase in 10 Years; Since 1901, Shareholders of Railroad and Industrial Corporations Have Been Trebled, WALL ST. J., July 29, 1911, at 2(声称“大公司的 30%—50% 的股东是女性”); Heavy Gains in Shareholders Are Reported by Corporations: Great Northern Shows Remarkable Increase and Has 6,263 Women Share - Holders As on List, WALL ST. J., Aug. 3, 1911, at 1[报道称,大北方铁路公司(Great Northern Railway)的女性股东。自 1901 年以来增长了超过 1000%]; Shareholders of Corporations Continue to Show Increases, WALL ST. J., Aug. 4, 1911, at 1[声明在 1901 年,波士顿码头公司(Boston Wharf)的 5 万股股票中,“大部分由受托人和女性持有”]; Corporation Shareholders Now Nearing the One Million Mark; Feature of To - Day's Installment is Report of Erie Railroad, Revealing 10,000 Shareholders, WALL ST. J., Aug. 11, 1911, at 2(“据估计,女性拥有主要公司 35% 的已发行股份”); Railroad and Industrial Corporations with \$9,000,000,000 Capitalization Owned by 873,000 Shareholders, WALL ST. J., Aug. 31, 1911, at 6(注意到,在其他统计数据中,“美国制糖公司约 50% 的股东是所谓的较弱性别”。

〔79〕 See How American Stocks Are Owned, 同前注〔78〕, at AFR4.

〔80〕 *Of Interest to Investors*, 8 INVESTMENT 231, 278 (1913).

〔81〕 See In 252 Corporations Women Shareholders Number 310,000, of Whom 130,000 Are Railroad Shareholders and 180,000 Are Industrial Investors, WALL ST. J., Jan. 31, 1914, at 8; Tabulation of Corporation Stockholders; Table No. 1—Railroad Corporations, WALL ST. J., Feb. 28, 1914, at 8(以下简称 Tabulation of Corporation Stockholders; Table No. 1); Tabulation of Corporation Shareholders; Table No. 2—Industrial, Public Utility and Miscellaneous Corporations, WALL ST. J., Apr. 4, 1914, at 6(以下简称 Tabulation of Corporation Shareholders; Table No. 2).

〔82〕 See Tabulation of Corporation Shareholders; Table No. 2, 同前注〔81〕。1913 年的数据显示,女性在 16 家公司中占多数,占报告股东性别数据的公司的近 8%: Adams Express (55.0%), American Bank Note (51.1%), American Express (51.1%), American Sugar Refining (52.9%), AT&T (52.5%), Cambridge Gas Light (55.2%), D. L. & W. Coal (50.7%), Eastman Kodak (65.2%), Kings Co. Electric Light & Power (50.5%), Mergenthaler Linotype (53.8%), National Biscuit (51.9%), Newark Consolidated Gas (50.7%), Otis Elevator (52.0%), Pennsylvania Salt Manufacturing (60.0%), Union Natural Gas Corp. (51.5%), and United Fruit (50.2%)。同上注。

占 39.5%。^[83]《华尔街日报》的数据显示,在股东人数众多的公司中,女性股东所占比例更高:在股东人数少于 500 人的工业公司中,女性股东所占比例为 29.7%,而在股东人数超过 2000 人的公司中,42.2% 的股东是女性。^[84]《华尔街日报》1914 年发布的最新数据显示(涵盖 200 家工业、公用事业和铁路公司,这些公司基本上是重叠的),女性股东的比例为 41%。^[85]

尤其是铁路行业,女性投资者的人数相对较多。^[86]宾夕法尼亚铁路公司是美国规模最大、最具影响力的铁路公司,^[87]1896 年该公司有

[83] See Tabulation of Corporation Stockholders: Table No. 1, 同前注[81]。Women were a majority of stockholders at the Cleveland, Cincinnati, Chicago & St. Louis Railway. 同上注。1912 年有一组较小的 40 家公司的按性别分类的数据;在这组数据中,女性股东占 40.1%。同上注。

[84] See Tabulation of Corporation Shareholders: Table No. 2, 同前注[81]。铁路公司也有类似的情况,但不太明显。在股东人数少于 500 人的铁路公司中,女性股东占 33.5%,但在股东人数超过 2000 人的铁路公司中,女性股东占 40%。Tabulation of Corporation Stockholders: Table No. 1, 同前注[81]。

[85] See *European Holdings of American Securities*, WALL ST. J., Nov. 9, 1914, at 7(提供截至 1914 年 6 月 30 日的女性股东数据)。除了前注[82]中提到的公司之外,1914 年的数据还确定了 10 家女性占多数股东的公司:American Book (56%), American Telephone & Cable (56.5%), Massachusetts Electric Company (52%), National Carbon (53%), Northwest Yeast (55%), Standard Oil California (65%), Standard Oil Indiana (65%), Standard Screw (55%), Union Oil of California (53%), and Western Union (51%)。同上注。

[86] 据报道,最早的女性股东数量超过男性的铁路公司之一是乔治亚州铁路和银行公司(Georgia Railroad and Banking Company),在 1908 年,该公司拥有 494 名女性股东和 345 名男性股东。See Frank Fayant, *The Real Owners of America*, 12 APPLETON'S MAG. 664, 667-68 (1908); Frank M. Fayant, *Real Owners of America Shown in Stock Holdings: Banks, Railroads, Industrials and Other Corporations Largely in Hands of the Small Investors*, WALL ST. J., Nov. 21, 1908, at 6。在 19 世纪末,巴尔的摩和俄亥俄铁路公司(Baltimore and Ohio Railroad)最有影响力的股东是一位女性。See Editorial Notes, 29 WOMAN'S J. 417, 417 (1898)。1926 年,《纽约时报》确定艾玛·肯尼迪(Emma Kennedy)为北太平洋铁路公司(Northern Pacific Railroad)和大北方铁路公司的最大个人股东。James Chief Owner of Northern Roads: His Corporations Head Lists of Stockholders—Three Women Among Leading Twenty., N. Y. TIMES, June 12, 1927, at E11。

[87] See George Brooke Roberts, *Ten Pages*, PHILA. TIMES, Feb. 1, 1897, at 4(将宾夕法尼亚铁路公司描述为“欧洲大陆最大的公司”);see also Gardiner C. Means, *The Diffusion of Stock Ownership in the United States*, 44 Q. J. ECON. 561, 563 (1930)(认定宾夕法尼亚铁路公司是美国最大的 3 家公司之一,也是前三名中唯一一家铁路公司)。

40% 的女性股东,^[88] 在 1913 年和 1927 年, 女性股东暂时成为多数一方。^[89] 20 世纪 20 年代, 南太平洋铁路公司 (Southern Pacific Railway) 女性股东的人数也超过了男性,^[90] 联合太平洋铁路公司 (Union Pacific)、南部铁路公司 (Southern)、诺福克西部铁路公司 (Norfolk and

[88] See Solomon Huebner, *The Distribution of Stockholdings in American Railways*, 22 ANNALS AM. ACAD. POL. & SOC. SCI. 475, 486 (1903) (“宾夕法尼亚铁路公司报告称, 其 40% 的股东是女性”)。到 1900 年, 艾奇逊、托皮卡和圣塔菲铁路公司 (Atchison, Topeka and Santa Fe Railroad) 1/4 的股东是女性。See *Women as Stockholders*, MINERS' J. (Pottsville, Pa.), June 18, 1900, at 2. 这些比例与同期英国铁路公司最近的一项研究结果大致一致。See Graeme G. Acheson, Gareth Campbell, Áine Gallagher & John D. Turner, *Independent Women: Shareholders in the Age of the Suffragettes* 3 (Queen's Univ. Ctr. for Econ. Hist., Working Paper No. 2018-09, 2018) (发现在英国女性参政运动期间, “女性代表了我们样本中每个铁路公司约 30% 至 40% 的股东”)。

[89] 宾夕法尼亚铁路公司女性股东的兴衰可以通过报纸和其他出版物的报道来追溯。See *Pennsylvania Dividends. How Widely the Distribution of Profits This Month Will Spread—Many Women Stockholders.*, WALL ST. J., May 17, 1907, at 6 (报告 1907 年 46.20% 的股东是女性); 28,000 Women Stockholders, 同前注 [78] (1908 年 47.70% 为女性); *Wide Distribution of Pennsylvania Railroad Stock*, 71 INDEPENDENT 616, 667 (1911) (1911 年 47.02% 为女性); In 63 Corporations Women Own Nearly 166,000 Shares, 同前注 [78] (1913 年超过 50% 的女性); *Woman's Ownership of Corporations*, CURRENT OP., Apr. 1914, at 304, 304 (1914 年 48% 为女性); *Foreign Liquidation in Railroad Securities: Statistics So Far Indicate Small Selling Abroad, but Later Returns May Show a Change*, WALL ST. J., Jan. 28, 1916, at 2 (1916 年女性占 48.60%); *Pennsylvania Railroad Shareholders 105,630: Increase of 8635 from November a Year Ago*, WALL ST. J., Dec. 2, 1918, at 2 (1918 年女性占 49.30%); H. W. Schotter, *The Growth and Development of the Pennsylvania Railroad Company: A Review of the Charter and Annual Reports of the Pennsylvania Railroad Company 1846 to 1926*, INCLUSIVE 441 (1927) (1926 年年底女性占 49.85%); *Woman's Investment Invasion: Overtopping Facts and Figures* (pt. 2), 同前注 [54] (1927 年女性占 50.38%); A. K. Darby, *Influence of Women Gains in Corporations*, EVENING SUN (Balt.), Dec. 16, 1927, at 50 (1927 年年底女性占 50.68%); WRIGHT, 同前注 [62], p. 239 [指出宾夕法尼亚铁路公司“被称为‘衬裙线’ (Petticoat Line), 因为它超过一半的股东是女性”。The percentage of women shareholders fell again in 1929. See *Women Hold Less Stock in Pennsylvania Road*, OLEAN EVENING TIMES, Nov. 25, 1929, at 8 (将下跌归因于“最近雇员的股票分配”)。

[90] See *Women Outrank Men Stockholders*, 同前注 [54] [指出南太平洋铁路 (Southern Pacific Railway) 股东 45.53% 为女性, 44.99% 为男性]。

Western railroads) 女性股东接近半数。^[91] 女性在铁路股东中的高比例很早就被认为对铁路公司的公司治理有影响。这被视为增加了管理者的“信托负担”,因为女性被认为依赖男性来经营公司。^[92] 《铁路时代公报》(Railway Age – Gazette)认为女性是铁路公司股东中“一个庞大的依附阶级”^[93]。它断言,女性是“两个意义上的依附阶层——经济上的和精神上的”^[94]。

路易斯·布兰代斯(Louis Brandeis)在1914年出版的《别人的钱》(Other People's Money)一书中三次提到女性股东。^[95] 布兰代斯写道,投资者对银行专家的依赖与日俱增,“因为女性和其他不参与管理的人,已经成为大型公司股票和债券所有者的很大一部分”^[96]。后来,布兰代斯强调了女性股东的激增与小投资者普遍缺乏能力之间的联系。他写道:

小投资者,特别是女性投资者,持有我们公司证券的比例越来越高,通常会根据银行的推荐买入。小投资者没有,而且在大多数情况下也无法自行查明事实,并据此对所提供证券的稳健性作出适当判断。即

[91] See, e. g., *Union Pacific Stockholders; Women 43% of 51,016 Stockholders*, WALL ST. J., Apr. 25, 1924, at 4 (注意到女性占股东总数的43%); S. Ry. Sys., Advertisement, *Woman Becomes a Partner in American Business*, ATLANTA CONST., Feb. 21, 1929, at 6 (强调几乎一半的股东是女性); *Women Outrank Men Stockholders*, 同前注[54] [报告诺福克西部铁路公司(Norfolk and Western Railway)48.66%的股东是女性]。

[92] See *Broadening Basis of Confidence*, WALL ST. J., Nov. 30, 1908, at 1 (这表明,在宾夕法尼亚铁路公司,“信托负担更大了,因为它的持有者……是女性”)。多年来,公司管理者一直在表达这一观点。See, e. g., *Traction Control Plan to Be Revised: McAneny Heeds Expert Views on the Need of Changes in Placing Responsibility*, N. Y. TIMES, Dec. 13, 1921, at 5 [引用布鲁克林城市铁路(Brooklyn City Railroad)副总裁H. 霍巴特·波特(H. Hobart Porter)的话:“大约有一半的股东是女性,因此,我们董事和高级管理人员负有不同寻常的责任”]。

[93] *Half the Stockholders Are Women*, ST. LOUIS DAILY GLOBE – DEMOCRAT, Feb. 26, 1912, at 7 [概述《铁路时代公报》上未注明日期的声明]。

[94] 同上注。

[95] See Louis D. Brandeis, *Other People's Money: And How the Bankers Use It* 8, 133, 199 (1914)。

[96] 同上注, p. 8。

使这些投资者掌握了事实,他们也缺乏形成正确判断所必需的商业经验。^[97]

大约在同一时间,著名的法律专著《库克谈公司》(Cook on Corporations)^[98](第7版)作者威廉·库克(William Cook)也给出了类似的评价。多年前,库克曾宣称,“公司问题”是“那个时代最大的社会问题之一”,并认为解决方案在于重振股东在公司治理中的作用。^[99]在20世纪初,商业专家们普遍认为股东赋权是解决公司问题的关键。1905年,《华尔街日报》在其头版宣称,“任何能增加股东对公司积极管理的兴趣的措施”,都值得尝试。^[100]

然而,到了20世纪10年代,库克和其他专家正在改变他们对股东赋权价值的看法。1914年,就在布兰代斯出版了《别人的钱》之后,库克认为,公司的改革者不应该依赖于股东更积极的参与。他不屑一顾地写道:“你还不如让空中的云来推动铁路机车呢。”^[101]“股东人数众多,分布广泛,其中许多是女性和庄园主。他们盲目地、自动地将自己的代理权交给任何有控制权的人。即使他们的信任被滥用,他们也束手无策,只能自认倒霉。”^[102]布兰代斯和库克的著作将20世纪10年代女

[97] 同上注, p. 199-200. 布兰代斯还指出,女性在美国制糖公司的股东中占多数,在两大铁路公司的股东中占近一半。同上注, p. 8.

[98] See William W. Cook, *A Treatise on the Law of Corporations Having a Capital Stock* (Little, Brown & Co. 7th ed. 1913) (1887).

[99] See William W. Cook, *The Corporation Problem: The Public Phases of Corporations, Their Uses, Abuses, Benefits, Dangers, Wealth, and Power, With a Discussion of the Social, Industrial, Economic, and Political Questions to Which They Have Given Rise* 87-91, 118 (New York, G. P. Putnam's Sons 1891); see also Walter Werner, *Management, Stock Market and Corporate Reform: Berle and Means Reconsidered*, 77 COLUM. L. REV. 388, 391 (1977) (阐明了库克的理念,即股东“需要在选择董事会和监督其行动时发出更有效的声音”,并描述了库克支持累积投票权的主张、股东随意罢免董事的权力、股东对股息的批准以及股东获取更多信息的权利)。

[100] See *The Old Colony Way*, WALL ST. J., June 3, 1905, at 1 (建议股东选择地区代表参加年度股东大会,或者“股东可以通过邮寄方式对重要的政策问题投票”)。

[101] William W. Cook, *A Plan for the Nationalization of Railroads*, 24 YALE L. J. 370, 374 (1915).

[102] 同上注。

性持股的兴起与股东的从属地位和无助感联系在了一起。^[103]两人都建议,公司法不应该努力赋予股东权力,而是应将权力转移到其他地方。^[104]

大约在这个时候,报纸还流行一种“性别战争”的持股隐喻,暗指女性对政治公民身份的要求。《华尔街日报》在其头版写道:“如果将美国制糖公司的股票持有者召集在一起,女性聚集在一边,男性聚集在另一边,后者会发现自己显然寡不敌众。”^[105]这句话将女性和男性股东想象成战场上的对手,捕捉到了那个时代性别政治的某些特征。^[106]当时,女性在巨大的反对声中为争取作为公民在政治选举中的投票权而斗争。^[107]直到1920年,女性才赢得这一权利——而且只是基于关键一票。^[108]然而,在1968年之

[103] 之前和之后的其他著作也有类似的联想。Johnson, 同前注[65], p. 630(指出当一个公司有许多“法人团体成员”时,“其中有些是女性,有些是婴儿,还有不少是年迈的富人,他们希望从财产管理中解脱出来”)。Natl. Conduit Shareholders Missed Opportunity: Failure to Take Action Jeopardizes the Remaining Equity, WALL ST. J., Oct. 27, 1922, at 8(声称股东“由于未能采取一致行动保护自己的利益而逐渐失去他们的权益”,“在所有股东中,略低于50%的女性持有少量股份”).

[104] See BRANDEIS, 同前注[95], p. 92, 188(主张“公共性”和“非集中性”,而不是增强股东权能);Cook, 同前注[101], p. 374(提议将铁路国有化,而不是赋予股东权力)。在至少两起有记录的实例中,据称公司已采取措施清除女性股东,其中一家公司的清除对象包括亚洲股东。See Adams Express Company Wants Its Own Stock. Sends Letters to Stockholders Offering to Pay 190 a Share for Holdings, N. Y. TIMES, Dec. 12, 1901, at 1[描述亚当斯快递(Adams Express)只针对女性股东的股票回购计划];“Freeze Out” Charged Against Big Oil Co.: Minority Stockholders Make Serious Allegations About Officers of Hercules Oil Refining Co., L. A. REC., Jan. 16, 1904, at 3(以下简称“Freeze Out” Charged Against Big Oil Co.)[描述了一起股东诉讼,指控大力神炼油公司(Hercules Oil Refining)的管理层和董事发起了一项“摆脱所有女性和华人股东”的计划]。

[105] Million and a Quarter Owners in 327 Companies, WALL ST. J., Apr. 4, 1914, at 1.

[106] See Robb, 同前注[74], p. 59(描述了女性投资者如何被视为“入侵男性空间”)。《纽约时报》在讨论1913年女性持股情况时预测,“增长速度之快,表明女性很快就会出现公司董事会中”,并指出这种增长“表明最近在对待女雇员方面制定更慷慨政策的原因”。How American Stocks Are Owned, 同前注[78], at AFR4.

[107] See generally Olivia Coolidge, *Women's Rights: The Suffrage Movement in America, 1848-1920* (1966)(描述了1920年之前的选举权运动的历史)。

[108] See Sandra Day O'Connor, Essay, *The History of the Women's Suffrage Movement*, 49 VAND. L. REV. 657, 668 (1996)[描述了24岁的田纳西州代表哈利·伯恩(Harry Burn)所投的一票如何导致了第19条修正案的通过]。

前,在一些州,她们继续被排除在陪审团之外,这反映出女性在公共领域的权力继续受到限制。^[109]

在 20 世纪 10 年代,商业作家们已经在考虑大量女性股东对管理控制的影响。《华尔街日报》指出,女性股东参加股东大会“并不常见”,但报道称,“许多女性出席”了某家“知名公司”的 1912 年年会,并指出这些女性“对公司表现出不同寻常的兴趣”^[110]。1914 年,《华盛顿先驱报》(Washington Herald)头条新闻宣称,“女性可以控制资本的公共事业”^[111]。文章指出,女性拥有“足够多的华盛顿铁路(Washington Railway)和电力公司(Electric Company)、资本牵引公司(Capital Traction Company)和华盛顿天然气公司(Washington Gas Company)股份,足以推翻当前的管理层”^[112]。

从 1916 年初开始,《华尔街日报》在九篇系列报道中再次关注股东的

[109] 第 19 条修正案没有规定女性有资格担任陪审团,一些司法管辖区继续将她们排除在外。例如,1921 年,女性有资格成为新泽西州法院的陪审员,直到 1936 年年底才被排除在该州的联邦陪审团之外。See Comment, *Women Jurors*, 71 U. S. L. REV. 61, 76-77 (1937). 当伯利和米恩斯于 1932 年出版《现代公司与私有财产》一书时,在马萨诸塞州、佛罗里达州、马里兰州、弗吉尼亚州、佐治亚州、得克萨斯州以及其他许多州,女性仍被排除在州法院陪审团之外。William B. Aycock, *Courts—Jury—Exclusion of Women from the Jury List*, 25 N. C. L. REV. 334, 336 n. 11 (1947) (列出了直到 1947 年还不允许女性担任陪审团成员的 16 个州)。直到 1968 年,女性才有资格在密西西比州法院担任陪审员。See *Women on Mississippi Juries*, N. Y. TIMES, June 15, 1968, at 33. 直到 1994 年,美国联邦最高法院才明确指出,仅以性别为由剔除陪审员违反了《平等保护条款》(Equal Protection Clause)。See *J. E. B. v. Alabama ex rel. T. B.*, 511 U. S. 127, 129 (1994) (裁定在一宗有关将男性排除在陪审团之外的案件中,仅以性别为由强制罢免陪审员违反了平等保护条款)。

[110] *Women Stockholders*, WALL ST. J., Apr. 26, 1912, at 3. 在 1917 年杜邦公司 (DuPont Company) 的一次股东大会上,由于“女性股东在场”,禁止吸烟。See *Seventy-One Per Cent. of Du Pont Stock Voted Against Purchase by Company of Disputed Shares; Great Victory for Defendants*, EVENINGJ. (Wilmington, Del.), Oct. 10, 1917, at 1.

[111] *Women Could Control Public Utilities of Capital; Own Sufficient Stock to Overturn the Present Managements*, WASH. HERALD, Mar. 1, 1914, at 20 (资本变化)。

[112] 同上注。

性别,这些文章共同构成了另一项关于股东统计的大型研究。^[113] 在这些文章中,《华尔街日报》报道称,1916年初,女性股东人数占大型铜公司^[114]和大型石油公司的35%^[115]工业和杂项(miscellaneous)公司的37%^[116]、烟草公司的40%^[117]、有线(wire)公司的55%。^[118] 女性股东占美国通用电气公司股东的48%^[119]和国际汇款公司(Western Union)股东的59%。^[120] 她们还占美国运通公司(American Express)股东的51%^[121]和伊士曼柯达公司(Eastman Kodak)股东的62%。^[122] 虽然自1914年《华尔街日报》股权研究仅过去了两年,^[123]但这些数据显示女性股东的比例有

[113] 前一年,《华尔街日报》还公布了纯净石油公司(Pure Oil Company)、国际橡胶和造纸公司(International Rubber and Paper)以及富国银行(Wells Fargo & Company)等公司股东的性别数据。See, e. g., *European Holdings of American Securities: Various Companies Report Small Holdings of Their Stock Abroad*, WALL ST. J., Jan. 18, 1915, at 5; *European Holdings of American Securities*, WALL ST. J., Jan. 23, 1915, at 7.

[114] See *Stock Ownership of the Copper Companies: On January 1 Six Had 14,765 Share – Owners, Against 15,642 Last June*, WALL ST. J., Feb. 5, 1916, at 2. 数据的列报有点混乱,因为有些公司将普通股股东和优先股股东分开列报,并增加了第三类“女性股东”。因此,不清楚女性股东持有的是优先股还是普通股,抑或两者都持有。尽管如此,《华尔街日报》还是将这些公司的股东总数纳入了女性股东比例的计算,因此报告的比例低于报告股东性别数据的公司的真实比例。在上文中,作者使用的是期刊报告的百分比。有些公司根本没有报告1916年的女性股东人数。

[115] See *Oil Companies Stock Ownership Off 6%: Total of 38,733 Shareowners on Jan. 1 Compared with 41,055 June 30*, WALL ST. J., Feb. 8, 1916, at 6.

[116] See *Stock Ownership in Industrial Companies: Twenty – Two Corporations Show an Increase of 6.6% in 18 Months*, WALL ST. J., Mar. 20, 1916, at 7 (以下简称 *Stock Ownership in Industrial Companies*)。

[117] See *Stock Ownership of the Tobacco Companies: Small Foreign Holdings*, WALL ST. J., Feb. 7, 1916, at 3.

[118] See *Stock Ownership in the Wire Companies: Four Telephone and Telegraph Corporations, Stock 209,060,700, Had 27,757 Stockholders Jan. 1, an Increase of 33% in Eighteen Months*, WALL ST. J., Feb. 9, 1916, at 5 (以下简称 *Stock Ownership in the Wire Companies*)。

[119] See *Stock Ownership in Industrial Companies*, 同前注[116]。

[120] See *Stock Ownership in the Wire Companies*, 同前注[118]。

[121] See *Stockownership Figures for 12 Industrials: Corporations Named Including Miscellaneous Show a Gain of 4% for Eighteen Months*, WALL ST. J., Mar. 6, 1916, at 2.

[122] See *Stock Ownership in Industrial Companies*, 同前注[116] (似乎同时包括普通股股东和优先股股东)。

[123] 同前注[81]—[85]及相关说明。

了显著增长,并证实了《华尔街日报》读者对股东性别的持续兴趣。

(二)作为股东积极主义者的女性

路易丝·德·科文·鲍文(Louise de Koven Bowen)是一位芝加哥银行家的女儿,她利用自己在几家大公司持有的大量股份来改善公司的劳工政策,从而成为股东积极主义的早期先驱。^[124] 鲍文是一名社会改革家和伊利诺伊州女性选举权运动的领导者,大约在1911年,她开始代表普尔曼公司(Pullman Company)的工人提出要求,她也是该公司的股东。^[125] 鲍文的回忆录出版于1926年,提供了有关她的股东积极主义的独特的第一手资料。^[126] 在听说工人安全条件极差后,鲍文组织了其他普尔曼公司的股东,收集了他们的不满,并多次写信给公司的总裁,威胁要“反对……分享利润,因为工人的工作条件很差”^[127]。普尔曼公司的管理层作出了回应,花费巨资为工人建造了一所医院并聘请了医生;鲍文报告称,工人的健康状况有所改善,她发现自己的积极主义的结果“最令人满意”。^[128]

正如她所说的那样,“我的胜利让我感到兴奋”,鲍文在国际收割机公司(International Harvester Company)开始了一场新的积极主义运动。该公司的女员工在公司的麻绳厂彻夜工作,^[129] 鲍文在给公司总裁的信中抗议了这一做法,她被告知,总裁“认为他们不应该在夜间雇用女性,但所有其他董事都不这么认为,既然有股东反对,他将向董事会提出此事”^[130]。之后,国际收割机公司结束了这种做法,于是鲍文提出了另一个要求:“约定女性的最低工资。”^[131] 国际收割机公司落实了这个要求。鲍文接着参

[124] 今天,我们将鲍文的积极主义定义为环境、社会和公司治理(ESG)积极主义,因为它与社会目标相关。有关鲍文积极主义的信息有三个来源:Alice Hamilton, *What a Pullman Stockholder Did: Made Managers Look Out for Men's Health*, MERIDEN MORNING REC., June 3, 1912, at 7; *What One Woman Stockholder Did*, INTER OCEAN (Chi.), Nov. 24, 1912, at 6; and Louise Dekoven Bowen, *Growing Up With a City* 166-67 (1926).

[125] See Bowen, 同前注[124], p. 166.

[126] 事实上,鲍文在书中描述其股东积极主义的一章名为“女性参政论者和股东”,明确地将政治选举权和公司选举权联系在一起。同上注, p. 157-70.

[127] 同上注, p. 166-67.

[128] 同上注, p. 167.

[129] 同上注。

[130] 同上注, p. 167-68.

[131] 同上注, p. 168.

加了美国钢铁公司(U. S. Steel)的股东运动,该运动旨在取消12小时工作制,但据报道,该运动因美国参加第一次世界大战而失败。^[132]在她的回忆录中,鲍文描述了她的股东积极主义哲学:

股东是他们所持股的公司的合伙人;如果他们对雇员的工作条件漠不关心,他们就会像实际雇主一样负有责任。虽然很难了解自己所持股的公司的详细情况,但总是有可能获得这种知识,并在所有股东都被邀请参加的公司年度会议上提出抗议或予以批准。^[133]

鲍文自己的积极行动是在幕后而非股东大会上进行的。媒体报道称,普尔曼公司的管理层曾问她:“如果你对公司的看法如此糟糕,为什么不卖掉股票,让你的良心得到解脱?”^[134]鲍文拒绝接受华尔街规则的这一早期表述——不满的投资者应该干脆地离开——她回答说,她将“保留她的股票,并做一些事情来改善为她工作的人的条件”^[135]。

(三) 股权分散与大牛市

20世纪20年代的牛市刺激了投资者,并将华尔街置于大众想象的中心。^[136]从各方面来看,女性作为投资者踊跃参与,^[137]包括广场酒店(Plaza Hotel)和华尔道夫酒店(Waldorf - Astoria)在内的著名的纽约

[132] 同上注, p. 169 - 70.

[133] 同上注, p. 170; 同上注, p. 165 - 66 (“我不禁感到,作为一名股东,我的收入来自这些公司的利润,我至少要对我经常意识到的不满负部分责任,而且在我看来,作为一名股东,我应该为劳动人民创造更好的条件”).

[134] What One Woman Stockholder Did, 同前注[124], p. 124.

[135] 同上注。

[136] 20世纪20年代,股票持有量大幅增长;奥特写道,“在这十年间,拥有股票的美国家庭数量可能增长了16倍之多”。Ott, 同前注[60], p. 63 - 64. 第一次世界大战后,拥有上市公司股票的美国人数量急剧上升,其中有几个因素,包括:自由债券(Liberty Bond)运动,该运动让数百万美国人开始接触证券投资;投机商(bucket shop)行业的终结,这让资金可以在全国性证券交易所进行投资;员工股票购买计划的普及。Robb, 同前注[74], p. 67 - 70; Ott, 同前注[60], p. 82 (“在大牛市期间,公司股票分销商推出了营销、广告和公关活动,借鉴战争贷款的先例,将股票所有权与政治和经济自由联系在一起”);Harwell Wells, *The Modernization of Corporation Law, 1920 - 1940*, 11 U. PA. J. BUS. L. 573, 586 - 88 (2009) (讨论了20世纪20年代股票投资的兴起)。此外,1913年颁布的联邦所得税也有助于鼓励美国人购买股票和债券。Robb, 同前注[74], p. 69.

[137] See Robb, 同前注[74], p. 67 (指出,在第一次世界大战期间和随后的十年中,“女性作为投资者的重要性继续快速增长”,股东人数也在增长)。

酒店都为女性投资者预留了套房。^[138]“女性入市”的说法开始流行,券商开始雇佣女性向女性客户销售股票、债券并提供投资建议。^[139]正如历史学家茱莉亚·奥特(Julia Ott)所解释的那样,女性投资者的理念“凸显了大牛市的现代性和包容性”^[140]。但她指出,那些使用“女性入市”比喻的人“试图化解”它可能带来的“激进影响”,这大概是因为女性作为股东的角色仍存在争议。^[141]亨利·克利斯(Henry Clews)在19世纪创建了华尔街券商亨利·克利斯(Henry Clews & Co),他一直“激进地反对女性参与商业世界”,直到接近他生命的尽头,他才承认自己犯了错误。^[142]“女性投资者不仅成为现实,”他在1922年左右断言,“而且……我希望不久能看到她在国家公司的管理中发挥作用。”^[143]

1923年,欧文·杨(Owen Young)和美国通用电气公司总裁杰拉德·斯沃普(Gerard Swope)一起访问了该公司总部,并向该公司的一群工头发表了讲话。^[144]一名记者后来讲述了杨如何谈到美国通用电气公司一半以上的股东是女性这一显然众所周知的事实。^[145]杨指出,“公司

[138] See Gordon Thomas & Max Morgan - Witts, *The Day the Bubble Burst: A Social History of the Wall Street Crash of 1929*, at 71 - 73, 204 - 05 (1979); see also Eunice Fuller Barnard, *Ladies of the Ticker*, 227 N. AM. REV. 405, 406 (1929) (将女性投资者描述为“速记员、女继承人、商业女性、家庭主妇”); Robb, 同前注[74], p. 74 - 75 (提供女性交易室的详细描述)。

[139] See Ott, 同前注[7], p. 186 - 88; see Robb, 同前注[74], p. 71.

[140] Ott, 同前注[7], p. 187.

[141] 同上注, p. 187 - 88.

[142] See Henry Clews, *65 Years Notable in Wall Street: Among Recognized Factors Before Arrival of Vanderbilt, Gould, Fisk, Sage or Rockefeller*, WALL ST. J., Feb. 2, 1923, at 9 (这表明克利斯的转变发生在1920年到1922年)。

[143] 同上注。

[144] See Herman Bernstein, *Owen D. Young: The New Type of America's Industrial Genius, An Interview*, 2 MCCLURE'S MAG. 384, 385 (1926)。

[145] 同上注。美国通用电气公司在这一时期的年度报告中披露了按性别分类的股东数据。根据这些数据,1921年女性股东的人数首次超过男性股东,但到1923年底,女性股东的比例已降至43%。Compare Gen. Elec. Co., *Thirtieth Annual Report of the General Electric Company* 8 (1922) (以下简称 GEN. ELEC. CO. THIRTIETH ANNUAL REPORT), with Gen. Elec. CO., *Thirty - Second Annual Report of the General Electric Company* 10 (1924)。1921年是美国通用电气公司在其年度报告中披露女性股东确切人数的最后一年;此后它只报告了百分比或大致估计数字。See, e. g.,

里所有的男人都在为女人工作,无论是在车间里还是在家里”。这引起了人们的笑声。〔146〕这则轶事很有启发性,不仅因为它证明了美国通用电气公司内部普遍知道女性是公司股票的主要持有者,还因为它表明男性公司领导有时会公开拿女性持股开玩笑,认为这颠覆了传统的性别角色。当然,这句玩笑话的意思是,女性应该在家庭中表达权威,而不是在公司中。

其他公司领导人则暗示,女性股东是公司资本主义面临的一个问题。《巴伦》(Barron's)杂志创始人克拉伦斯·巴伦(Clarence Barron)认为,“作为股东,遗孀和孤儿是公司的诅咒”〔147〕。同年,通用汽车公司掌门人阿尔弗雷德·斯隆(Alfred Sloan, Jr.)写道,他担心在某些时候,“股权的分散必然会削弱公司的实力,因为它剥夺了某个人(man)或某一群人(group of men)在管理方面的重大利益,对这些人或群体来说,公司的成功事关个人和重大利益”〔148〕。尽管斯隆没有直接提到女性,但他的用词暗示了一种性别含义。在1926年,他就知道女性股东正在涌入自己的公司。在更早的几年前,《华尔街日报》曾报道称,通用汽车公司的股东中大约有1/4是女性。〔149〕到1928年,通用汽车公司38%的

Gen. Elec. CO., *Forty - Second Annual Report: General Electric Company* 14 (1934) [1933年12月29日,共有188,316人持有普通股和特殊股,其中女性约占一半(不包括公司、机构等)]。

〔146〕 See Bernstein, 同前注〔144〕, p. 385.

〔147〕 C. W. Barron, *Wall Street Sermons: Orphanitis, or the Disease that Kills Big Corporations*, WALL ST. J., Aug. 18, 1926, at 1. 巴伦认为,股权分散将公司送进了“孤儿寡母的停尸房”。“正是这个停尸房吞噬了新英格兰的铁路”,他争辩道。“如果商人(business men)拥有纽黑文铁路公司和哈特福德铁路公司(Hartford Railroad),他们会为自己的财产和利润而战”。同前注。

〔148〕 Alfred Pritchard Sloan, Jr., *Modern Ideals of Big Business: An Article on the New Leadership—As Described to French Strother*, 52 WORLD'S WORK 694, 697 (1926).

〔149〕 See *General Motors Stockholders*, WALL ST. J., Nov. 30, 1921, at 8 (提供这个统计数据,并注意截至1921年10月,女性占所有普通股股东的21%,拥有“全部已发行股票”的6%)。不久之后,《纽约时报》报道称,1920年10月5日至1921年4月15日,通用汽车公司的股东人数大幅增加。据《时代》周刊(Time)报道,在此期间,女性普通股股东的人数增加了一倍多,从3459人增加到8110人——增加了4651人。Gen. Motors Common Now Owned by 37,787; Number of Shares Held by 8,110 Women on April 15 was 1,467,368, Average 180 Each., N. Y. TIMES, June 29, 1921, at 24. 随后,在1921年4月至10月,又有2114名女性股东成为通用汽车公司普通股、优先股和债券的所有者,使女性股东的总人数增加到17,230人。Many Women in General Motors; At Last Statement 17,230 Women Were Holders of Stock, EVERY EVENING (Wilmington, Del.), Nov. 30, 1921, at 12. From October 1920 to October 1921, then, the increase in women shareholders for General Motors exceeded 6000.

股东都是女性。到 20 世纪 40 年代末,女性已经成为该公司个人股东的绝大多数。^[150]

《华尔街日报》称,女性会投资于提供女性使用的产品和服务的公司“很好理解”,如国家饼干(National Biscuit)、美国制糖、美国国际电话电报等公司。^[151]“但是,女士们为什么投资空气制动器、钢铁厂、铅制造的公司呢?”^[152]一个反复出现的主题是,只有当公司提供女性使用的产品和服务时,女性才有作为股东的合理性。一位早期写过关于股东的书的作者写道:“在某些类别公司中,尤其是那些经营家居产品、食品和服装的公司,女性股东应占据重要地位,因为这些公司希望发展‘股东—客户’理念。”^[153]然而,在美国许多主要行业中,女性作为股票投资者仍然十分普遍,这从根本上挑战了人们对性别、商业和金融经济的刻板印象。^[154]

颇有影响力的哈佛大学经济学家威廉·雷普利(William Ripley)对

[150] See *Women Hold Stock*, L. A. TIMES, Apr. 22, 1928, at 8(指出女性持有通用汽车公司全部流通资本的 13% 以上); *Big Concerns' Stockholders All Over U. S.*, CHI. SUNDAY TRIB., May 1, 1932, at A7(表明 1930 年底通用汽车公司 40% 的普通股股东是女性); *Many Women Holders of Stocks in Big Business*, L. A. TIMES, Mar. 26, 1936, at 14(指出在 1935 年底,女性占通用汽车公司所有股东的 47%); Gen. Motors Corp., Fortieth Annual Report 1948, at 22(1949)(注意到在 1948 年底,83% 的通用汽车公司的股东是个人,其中 56% 是女性)。

[151] See *Woman's Investment Invasion: Quality Preferences* (pt. 5), WALL ST. J., Sept. 9, 1927, at 14.

[152] 同上注。

[153] Sears, 同前注[58], p. 61. 同样的想法也出现在对女性董事的呼吁中。1931 年,《旧金山检查官》(San Francisco Examiner)的一篇文章认为,作为这些公司的董事会成员,“符合条件的女性无疑可以为公司盈利做出宝贵贡献”,如“食品和纺织品公司,这些公司生产的产品主要销售给女性”。*Who Owns American Business?*, S. F. EXAM'R, June 16, 1931, at 24. 在新泽西标准石油公司 1950 年的股东大会上,一位股东说:“他们还告诉你,国家乳业公司(National Dairy)已经让一位女性进入董事会。我认为,既然它是一家全国性的牛奶公司,让一位女性进入董事会是件好事。我不认为石油行业需要女性董事……”Standard Oil CO. (N. J.), Annual Meeting: June 7, 1950, at 20(1950)。四年后,美国钢铁公司的一位股东反对提名一位女性进入董事会:“在美国钢铁公司拥有一家尼龙制造子公司之前,钢铁工作不适合穿衬裙的人。”U. S. Steel Annual Meeting Covers Girth, Mirth, Women—and Upturn in Business, 同前注[27]。

[154] 同后注[160]。

女性股东的批评尤其直接。^[155]在他看来,股东治理不如政治治理更适合女性参与,而在第19项修正案赋予女性在政治选举中投票的权利7年后,他才表达了这一观点:

普通股东完全没有资格积极参与管理。令人吃惊的是,在许多大公司中,半数以上的股东是女性——在美国电话公司1926年的36.6万名股东中有20万名是女性。这些人所接受的培训并不适合直接管理公司——抛开性别这种有争议的话题不谈,更别谈在政治领域了。这些商业问题远不像政府领域的问题那么简单,那么道德,也不那么吸引人。^[156]

然而,与雷普利的观点相矛盾的是,在获得政治选举投票权之前,女性就已经赢得了股东选举投票权。^[157]雷普利认为女性只适合“直接管理”“简单”“道德”的事情,反映了那个时代普遍的性别刻板印象。^[158]

[155] 尽管雷普利是一位杰出的公司法学者,但在美国公司法中,他仍然是一个令人不安的人物。他在种族人类学方面的著作与他在经济学方面的研究一样具有影响力;雷普利在1899年出版的《欧洲种族》(The Races of Europe)一书中提出了“头颅指数”,即现代版的“骨相学”。See William Z. Ripley, *The Races of Europe: A Sociological Study* 37–57 (New York, D. Appleton & Co. 1899). 麦迪逊·格兰特(Madison Grant)在其《伟大种族的消逝》(The Passing of the Great Race)一书的参考书目中肯定了雷普利的工作。See Madison Grant, *The Passing of the Great Race: Or, the Racial Basis of European History* 281 (4th Rev. Ed. 1921); see also Allan Chase, *The Legacy of Malthus: The Social Costs of the New Scientific Racism* 96 (1977) (描述了科学种族主义的倡导者如何利用雷普利的“头颅指数”作为“摧毁犹太人、意大利人、斯拉夫人和其他非雅利安人的理由”).

[156] See Ripley, 同前注[57], p. 129–30. “distaff side”指的是女性(现在已不为人知)。See Distaff, OXFORD ENG. DICTIONARY (last updated Dec. 2021), <https://perma.cc/X2Y5-PQQX> (to locate, select “View the live page”) (除其他外,将“distaff”定义为“象征女性性别、女性权威或统治权”); see also, e. g., William Shakespeare, *Richard II* act 3, sc. 2, ll. 117–18 (Paul Yachnin & Anthony B. Dawson eds., 2011), <https://perma.cc/HW99-M9SY> (to locate, select “View the live page”) [“(A) gainst thy state; Yea distaff—women manage rusty bills...”].

[157] 例如,自1851年起,纽约就通过法规赋予已婚女性投票选举股票的权利。See Act of June 30, 1851, ch. 321, 1851 N. Y. Laws 616 (授权“可以是任何成立为法人公司成员或股东的已婚女性在董事及受托人的选举中投票”).

[158] See, e. g., Sara M. Evans, *Born for Liberty: A History of Women in America* 71–72, 179 (Free Press 1997) (1989) (描述了19世纪关于“女性道德优越感”的刻板印象的起源,以及在20世纪20年代,女性如何开始打破“维多利亚时代的道德束缚”).

1927年,《华尔街日报》以“女性投资入侵”(Woman's Investment Invasion)为题,发表了一个由五部分组成的系列报道,延续了其10年前报道中的性别之争隐喻。^[159] 这些报道详细记录了特定公司中女性股东比例不断增长的情况。^[160] 例如,美国钢铁公司向《华尔街日报》报告,从1917年到1927年的10年里,它的男性股东增长了10.6%,而女性股东

[159] 同前注[105] - [106]; See *Woman's Investment Invasion: Pioneering Picturesqueness* (pt. 1), WALL ST. J., Aug. 11, 1927, at 15; *Woman's Investment Invasion: Overtopping Facts and Figures* (pt. 2), 同前注[54]; *Woman's Investment Invasion: Outstanding Personalities* (pt. 3), WALL ST. J., Aug. 27, 1927, at 8; *Woman's Investment Invasion: Ownership Distribution* (pt. 4), WALL ST. J., Aug. 31, 1927, at 11; *Woman's Investment Invasion: Quality Preferences* (pt. 5), 同前注[151]. 在“新政”出台之前的几年里,女性“入侵”商业的观点在有关商业的著作中反复出现。See, e. g., Louis D. Brandeis, *Our New Peonage: Discretionary Pensions*, 73 INDEPENDENT 71, 71 (1912), reprinted in *Business—A Profession* 71 (William S. Hein & Co. 1996) (1914) (描述“女性入侵工业”); Carol Bird, *Women to Rule in the Financial World: Wealth of the Near Future, and with It the Command of Industry, to Be in Hands of Fair Sex if Present Trend Continues*, Says Mrs. Bessie Q. Mott, of the General Federation of Women's Clubs, WASH. POST, Feb. 26, 1928, at SM10 [引述贝西·莫特(Bessie Q. Mott)的话说,“人们总觉得女性……永远不会涉足”金融领域,“然而她已经并正在”]; *Women Invading Every Business: Even Professions Thought Sacred to Males Find Feminine Job Seekers*, TRIBUNE (Scranton, Pa.), July 22, 1924, at 3 (观察到“多年来一直禁止女性入侵的男性商业圣地……如今正被开拓性的女性四处入侵”); Alice E. Cutter, *Bond Houses Aid Women Investors: Entry of Fair Sex into World of Business Compels Special Service to Cater to Needs*, S. F. EXAM'R, Oct. 6, 1924, at 16 (说“今天我们从各行各业都发现女性入侵商界”); *Each Career an Individual Problem*, AUSTIN STATESMAN, Mar. 9, 1924, at 8 (引用一位著名女性的话说:“我不赞成女性入侵商界,除非经济上有必要”).

[160] See *Woman's Investment Invasion: Pioneering Picturesqueness* (pt. 1), 同前注[159] [描述华尔街女性的出现,并详细介绍维多利亚·伍德霍尔(Victoria Woodhull)和坦尼·克拉夫林(Tennie C. Claflin)的情况]; *Woman's Investment Invasion: Overtopping Facts and Figures* (pt. 2), 同前注[54] (总结了许多公司的股东性别数据); *Woman's Investment Invasion: Outstanding Personalities* (pt. 3), 同前注[159] [报道关于早期女性投资者的故事,如凯瑟琳·威尔金森(Catherine Wilkinson)和赫蒂·格林(Hetty Green)]; *Woman's Investment Invasion: Ownership Distribution* (pt. 4), 同前注[159] (例如,指出联合太平洋铁路公司43%的股东是女性); *Woman's Investment Invasion: Quality Preferences* (pt. 5), 同前注[151] [例如,在美国烟草公司(American Tobacco),女性占普通股东的40%,作为优先股股东的数量超过男性]。

的人数则增长了 25.4%。^[161] 在一年的时间里,国家饼干公司的股东名单增加了 3359 人,其中有 2030 名女性。^[162]

联合太平洋铁路公司董事长罗伯特·洛维特(Robert Lovett)告诉《华尔街日报》,他怀疑已发表的报告低估了女性股东的数量。^[163] 他解释说,公司和记者从股东名单中确定股东的性别——他们只是简单地计算了女性股东的数量。^[164] 然而,洛维特指出,在典型的股东名单上,许多名字都用首字母缩写代替了名,而用首字母缩写的名“总是被一致地”认为是一个男性的名字。^[165] 洛维特认为,由于一些女性股东也用首字母缩写代替了她们的名,女性股东在股东名单中所占的比例要高于公布的统计数据。^[166]

[161] See *Women Outrank Men Stockholders*, 同前注[54](引用美国钢铁公司披露的信息,即 10 年间“男性增加了 7921 人,女性增加了 10,950 人”); *Woman's Investment Invasion: Overtopping Facts and Figures* (pt. 2), 同前注[54]. 在通用汽车公司,1920 年 10 月至 1921 年 10 月的一年时间里,有 6000 多名女性成为股东。同前注[149]。

[162] See *Women Outrank Men Stockholders*, 同前注[54]。

[163] See *Woman's Investment Invasion: Quality Preferences* (pt. 5), 同前注[151]。

[164] See, e. g., *id.* On naming practices for the registration of stock, see Frederick A. Wiseman, *Stock Issue Problems—Registering Subscriptions*, CORP. PRAC. REV., Mar. 1929, at 12, 22(注意到女性股东应以“Miss”或“Mrs”为前缀,已婚女性应使用自己的名字,而不是丈夫的名字)。

[165] See *Woman's Investment Invasion: Quality Preferences* (pt. 5), 同前注[151](“当股权证用首字母缩写代替所有者的‘名’时,官方总是一律认为该证书是以男性的名义签发的——因此,就出现了……女性股东的名单必然是一份其中的姓名无可争议地仅为女性的名单,而男性股东的名单则是一份确定的男性加上所有首字母缩写不确定的姓名的名单”)。see also *Women Stockholders Growing in Power*, ST. LOUIS GLOBE-DEMOCRAT, Aug. 12, 1927, at 12[将 1927 年的系列报道描述为“《华尔街日报》的哈里·阿洛韦(Harry Alloway)对大公司进行了一次调查”]。商法教授 J. S. 尼尔森(J. S. Nelson)根据亲身经历证实,这种性别假设在 21 世纪依然存在。See, e. g., Hannah Sparks, *Microsoft Patents New Software That Can Detect When Employees Are Lazy*, N. Y. POST (updated Dec. 3, 2020, 3:04 PM), <https://perma.cc/C56K-F7CM>(错误地假设法学教授尼尔森是男性)。

[166] See *Woman's Investment Invasion: Quality Preferences* (pt. 5), 同前注[151]。此外,女性可能是信托股票的主要受益人。虽然这在当时似乎是一个普遍的假设,但作者并没有找到关于这一时期信托受益人性别的实证研究。由于信托股票由受托人而非受益人投票,公司将其与个人拥有的股票分开分类。See Lillian Doris & Edith J. Friedman, *Corporate Meetings, Minutes, and Resolutions: Containing Forms and Precedents as Well as a Commentary Upon the Legal Principles Involved in Questions*

《沃特伯里共和党人报》(Waterbury Republican)指出,如果这种趋势继续下去,“我们将达到一个地步,即我们最庞大的产业由女性所控制”^[167]。《巴伦》杂志对这种说法嗤之以鼻:“《沃特伯里共和党人报》所假定的那种衬裙(petticoat)式多数派的前景或可能性微乎其微。”《巴伦》写道,并对女性使用了一个常见的贬义词。^[168]女性持股“在这些报纸读者的一生中,都不可能成为决定性的投票因素”^[169]。女性在股东中的代表“就像她们行使选举权一样,”《巴伦》认为,“她们中不足25%的人愿意不厌其烦地去登记”^[170]。

在大崩盘的前夕,女性作为经纪人、投资者和股东都非常活跃。^[171]纽约有22家券商有女性合伙人,洛杉矶有9家,旧金山有3家,费城有2

Requiring Corporate Action 21–22 (rev. ed. 1941) (讨论以信托方式持有的股票如何投票)。即使信托股票的受益人大多是女性,但有权对股票进行投票的受托人很可能是男性。在一些司法管辖区,早在20世纪40年代,法律就要求受托人亲自对股票进行表决——代理人是无效的——这很可能意味着许多以信托方式持有的股票根本就没有进行过表决。同上注[26], p. 142 (收集案件)。

[167] *Stock and Votes for Women*, BARRON'S, Aug. 29, 1927, at 12 (提供《沃特伯里共和党人报》的评论); Darby, 同前注[89], p. 50 (指出女性“如果她们选择汇集不同公司的股份,就可以在董事选举中发挥巨大影响力”)。《独立报》(Independent)认为,《华尔街日报》关于女性股东的调查结果具有“社会意义”,“女性比男性更多愁善感。意识到他们对美国工业的控制,他们可能会在资本和劳动者的关系上产生一些有趣的变化”。Editorial, *The Sexes in Industry*, 119 INDEPENDENT 221, 221 (1927)。相比之下,苏利文·克伦威尔律师事务所(Sullivan & Cromwell)的一位公司律师反对无投票权的普通股,他承认,“承认所有普通股股东的投票权可能会导致员工或客户拥有更大的控制权”,但他认为,“改变法律的社会后果……将是有益的”。Eustace Seligman, *The Relation of Law to the Modern Developments in Property Ownership*, PROC. ACAD. POL. SCI. CITY N. Y. 442, 443 (1926)。

[168] See *Stock and Votes for Women*, 同前注[167]。

[169] 同上注。

[170] 同上注。

[171] 1931年,《纽约晚报》(New York Evening Post)发表了一份关于44家大公司股东性别的原始研究报告,这些公司包括铁路公司、工业公司和公用事业公司,时间跨度为1928年至1931年这四年。研究得出的结论是,在这些公司的股东中,女性约占41%。See Otto W. Helbig, *Women's Holdings Rise in Stock Lists*, N. Y. EVENING POST, June 13, 1931, at 1 (financial section)。

家。^[172] 中等收入的女性正在购买普通股。^[173] 女性还通过参与股东大会,宣称自己在股东治理中发挥了积极作用,特别是在员工保护方面。^[174] 一位作家预测,当牛市的历史被书写时,它将承认“女性第一次在这个国家大规模地成为经济上的人”,也就是成为“庞大的新贸易资

[172] See Flynn, 同前注[67], p. 26; Robb, 同前注[74], p. 76(20世纪20年代,女股票经纪人的人数增加了四倍多)。例如,纽约证券交易所的主要竞争对手纽约联合证券交易所(已于1926年关闭)明确禁止其会员“以任何方式迎合或鼓励”女性进行证券交易。CONSOL. STOCK EXCH. OF N. Y., BY - LAWS art. III, § 15, reprinted in Regulation of the Stock Exchange: Hearings on S. 3895 Before the S. Comm. on Banking & Currency, 63d Cong. app. at 783 (1914)。

[173] 《好管家》为一位年轻的丧偶母亲提供了如何投资其1.5万美元积蓄的建议,为这一趋势提供了一个缩影。See Ruth Boyle, *Your Money's Worth: A Widow's \$15,000*, GOOD HOUSEKEEPING, Jan. 1929, at 96, 209。该杂志咨询了两位投资顾问,一位是男性,另一位是女性。同前注。强调保本的男性顾问只推荐债券;他建议的投资每年将产生775美元的收益。同前注。而那位女性顾问似乎很关心这位遗孀未来的经济前景和独立性,建议她进行风险更大、“有望增值”的投资。同前注。她主张在遗孀的投资组合中加入优先股和普通股,这样的组合每年可获得805美元的收入。同前注。本文揭示了性别政治如何影响给投资者的建议和投资者的选择,以及20世纪20年代女性的经济现实是如何与女性的投资风险承受能力相关联。同前注。

[174] See, e.g., *Fight Is On. Fitchburg Stockholders in Session*, BOS. GLOBE, Mar. 21, 1900, at 5[描述在菲奇堡铁路公司(Fitchburg Railroad)股东的一次特别会议上,300名与会者中有近20名女性,其中一位女性股东弗兰奇(French)女士发言并提出了一项动议,后来又撤回该动议]; *Pay for Jobs Lost Through Merger. Women Stockholders of Steamboat Company Remember Faithful Employes* [sic], NEW - YORK TRIB., Oct. 15, 1904, at 1(描述了两位女性股东坚持将合并收益留给失业工人的情况); *supra* Part I. A(描述鲍文的积极主义); *Make Appeal for Carmen: Mrs. Evans Proposes Arbitration.*, BOS. DAILY GLOBE, June 25, 1912, at 10[描述波士顿高架铁路公司(Boston Elevated Railway)的一位女性股东批评管理层有关劳资关系的决定,并要求公司允许其员工成立工会]; *B. & M. Holds Its Annual Meeting; Mr Bogigian Demands Facts and Figures*, BOS. GLOBE, Oct. 10, 1917, at 11(描述了波士顿高架铁路公司年会上的两位女性股东,其中至少有一位发言); *Am. Tel. & Tel. Develops Along Normal Lines; Increase in Capital Necessary to Take Care of Contingencies Coupled with the Continued Growth*, WALL ST. J., Mar. 29, 1923, at 2(在美国国际电话电报公司的1923年年会上,“有很多女性”); *Stalemate Ends Final Parley. Traction Interests Fail to Reach Compromise.*, CIN. ENQUIRER, Feb. 9, 1924, at 20[描述了一个由4000多名“女性股东”组成的“保护协会”,以“保护”辛辛那提街道铁路公司(Cincinnati Street Railway)的“权利”]。

本家阶级”中公认的一部分。^[175]

(四) 现代公司与私有财产

1932年,法学教授伯利和经济学家米恩斯出版了美国公司法中最有影响力的著作:《现代公司与私有财产》。^[176]两人在1927年到1932年合作写了这本书。^[177]他们著作的一个核心观点是,随着美国的生产性财富向大型上市公司集中,公司的所有权和控制权正在分离。^[178]他们写道,“经济权力”“越来越容易集中在少数公司管理层的手中”^[179]。没有哪家公司比美国国际电话电报公司更能体现所有权和控制权的分离,“这也许是公司制度最先进的发展”^[180]。《现代公司与私有财产》还多次将分散的小股东描述为“被动代理人”、“被动所有者”和“被动财产”的所有者。^[181]

1. 性别与“管理控制”下的公司

伯利和米恩斯在书中用了很大篇幅对1930年年初美国200家规模

[175] See Barnard, 同前注[138], p. 406(着重号后加)。

[176] See Berle & Means, 同前注[35]。In 1991, 彼得·德鲁克(Peter Drucker)称《现代公司与私有财产》是“美国商业史上最具有影响力的著作”。Peter F. Drucker, *Reckoning with the Pension Fund Revolution*, HARV. BUS. REV., Mar. – Apr. 1991, at 106, 114.

[177] See Thomas K. McCraw, *In Retrospect: Berle and Means*, 18 REVS. AM. HIST. 578, 580–81 (1990)(书评)。

[178] See Berle & Means, 同前注[35], p. 3.

[179] 同上注, p. 9.

[180] 同上注, p. 3; 同上注, p. 4–5(“如果连实质性的少数股权都不存在,所有权和控制权就几乎完全分离了,如美国国际电话电报公司,据报道其最大的持有人拥有的公司股票不到1%”)。美国国际电话电报公司是伯利和米恩斯“最喜欢的例子”,他们在书中记录了这一趋势,在1927年至1932年,该公司是女性股东比例最高的美国公司之一。McCraw, 同前注[177], p. 582(将美国国际电话电报公司描述为伯利和米恩斯“最喜欢的例子”); Helbig, 同前注[171]。

[181] Berle & Means, 同前注[35], p. 66(“被动代理”); 同上注, p. 346–48(“被动财产”和“被动财富”); 同上注, p. 354–56(“被动财产所有者”、“被动财产的所有者”和“被动所有者”); cf. Jennifer G. Hill, *Images of the Shareholder—Shareholder Power and Shareholder Powerlessness*, in RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER 53, 57 (Jennifer G. Hill & Randall S. Thomas eds., 2015)(描述“典型的伯利和米恩斯描述的股东无能为力的形象”)。后文第三部分第二节讨论了伯利和米恩斯对“被动”一词的使用、该词的起源和性别意义,以及它对公司法理论的持续影响。

最大的公司的“控制权”进行了分类。^[182] (下文第三部分将详细探讨该书的其他一些重要贡献)作为他们实证分析的一部分,伯利和米恩斯确定了 21 家“已知”处于管理控制下的公司,因为这些公司的股票十分分散。^[183] 表 1 提供了这 21 家公司股东性别的数据。在这 21 家公司中,有 12 家的股东性别数据至少在 1920 年至 1932 年公布过一次。在这 12 家公司中,有 6 家公司女性股东的数量超过了男性股东,另外 6 家公司中女性股东的比例很大,从 37% 到“接近一半”不等。^[184] 在剩下的 9 家公司中,有 7 家公司在 1920 年前至少公布过一次股东性别数据(但在 1920 年之后没有);在上述所有 7 家公司中,1920 年前报告的女性股东比例都很高,从密苏里 - 堪萨斯 - 德克萨斯铁路公司 (Missouri - Kansas - Texas Railroad) 的 25.34% (1913 年)到纽约中央铁路公司 (New York Central Railroad) 的 45.7% (1916 年)。数字均精确到最接近的小数位。

表 1 伯利和米恩斯确定的 21 家处于“管理控制”之下的公司

公司名称	女性股东
美国国际电话电报公司 (AT&T)	1910 年女性人数超过男性 ^[185]
西联电报公司 (Western Union Telegraph)	1914 年女性人数超过男性 ^[186]
美国通用电气公司 (General Electric)	1921 年女性人数超过男性 ^[187]

[182] 他们发现,在所分析的 200 家公司中,有 44% 的公司的管理层拥有“最终控制权”。Berle & Means, 同前注[35], p. 94. 这组公司包括“管理层控制——无单一重要股票权益”(下文表 1 中分析的那组公司)、“大多数股票被认为是广泛分布的,工作控制权要么由大量少数股东持有,要么由管理层持有,想必是后者”,以及从三类公司中抽取的一个子集:“通过拥有重要的少数股权实现少数控制——剩余股权据信分布广泛”、“由两家或两家以上少数利益共同控制——大型公众利益”和“由其他公司共同控制——实际上没有公共利益”。Berle & Means, 同前注[35], p. 90 - 118.

[183] 同上注, p. 94, 107 - 09 tbl. 7.

[184] 尽管 1921 年美国通用电气公司的女性股东人数超过了男性股东,但后来女性股东的比例有所下降。同前注[145](描述美国通用电气公司年度报告中公布的股东性别数据)。

[185] AT&T 1910 ANNUAL REPORT, 同前注[7], p. 17. 涉及序号,尊重原文,图表中注释仍以脚注形式存在。——译者注

[186] *Stock Ownership in the Wire Companies*, 同前注[118].

[187] Gen. Elec. CO. Thirtieth Annual Report, 同前注[145], p. 8 (报告数据显示女性占所有股东的 50.15%); see also Herman Bernstein, *Owen D. Young: The New Type of America's Industrial Genius*, 2 MCCLURE'S 384, 385 (1926).

续表

公司名称	女性股东
圣塔菲铁路公司 (Atchison, Topeka and Santa Fe Railway)	1926 年女性人数超过男性 [188]
宾夕法尼亚铁路公司 (Pennsylvania Railroad)	1927 年女性人数超过男性 [189]
南太平洋铁路公司 (Southern Pacific Railway)	1927 年女性人数超过男性 [190]
摩与俄亥俄铁路公司 (Baltimore and Ohio Railroad)	1929 年女性占 44% [191]
大北方铁路公司 (Great Northern Railway)	1931 年女性占 44% [192]
北太平洋铁路公司 (Northern Pacific Railway)	1931 年女性占 43% [193]
联合太平洋铁路公司 (Union Pacific Railroad)	1931 年女性占 43% [194]
美国南方铁路公司 (Southern Railway)	1929 年女性“近一半” [195]
美国钢铁公司 (U. S. Steel)	1930 年女性占 37% [196]

[188] *Atchison's Stock Is Widely Held*, WALL ST. J., Sept. 1, 1926, at 3[“在拥有艾奇逊公司 (Atchison) 股票的个人股东中, 25,939 人为男性, 共持有 1,375,984 股; 30,083 人为女性, 共持有 995,357 股。”]。

[189] *Woman's Investment Invasion: Overtopping Facts and Figures* (pt. 2), 同前注 [54]; A. K. Darby, *Union Trust Company Directors to Consider Increasing Capital Stock*, BALT. EVENING SUN, Dec. 16, 1927, at 50. By 1932, the percentage of women stockholders of the Pennsylvania Railroad had dropped to 43%. *P. R. R. Stockholders Up*, WALL ST. J., Feb. 26, 1932, at 1.

[190] *Women Outrank Men Stockholders*, 同前注 [54] (报告称 45.53% 的股东为女性, 44.99% 为男性)。

[191] See *Women Hold 41 Pct. of America's Wealth*, BURLINGTON FREE PRESS & TIMES, Dec. 27, 1929, at 18.

[192] See *James Heads List of Great Northern*, WALL ST. J., May 18, 1931, at 5.

[193] 同上注。

[194] See Helbig, 同前注 [171]。

[195] See S. Ry. Sys., Advertisement, BRISTOL HERALD COURIER, Feb. 20, 1929, at 5; S. Ry. Sys., Advertisement, ATLANTA CONST., Feb. 21, 1929, at 6.

[196] See Flynn, 同前注 [67], p. 25; see also William H. Crow, *Some Aspects of Extensive Stock Distributions*, 4 CORP. PRAC. REV. 46, 54 (1932) (指出 1931 年女性股东占美国钢铁公司股东的 36%)。

续表

公司名称	女性股东
纽约中央铁路公司(New York Central Railroad)	1916 年女性占 45.70% [197]
特拉华 - 哈德逊铁路公司 (Delaware & Hudson)	1913 年女性占 45.65% [198]
波士顿高架铁路公司(Boston Elevated Railway)	1901 年女性占 40.48% [199]
芝加哥和西北铁路公司 (Chicago and North Western Railway)	1913 年女性占 39.18% [200]
芝加哥、密尔沃基、圣保罗和太平洋铁路公司 (Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific Railroad)	1914 年女性占 39% [201]
纽约联合煤气公司 (Consolidated Gas Co. of New York)	1913 年女性占 37.80% [202]
密苏里 - 堪萨斯 - 得克萨斯铁路公司 (Missouri - Kansas - Texas Railroad)	1913 年女性占 25.34% [203]
电力债券与股份公司(Electric Bond and Share)	数据不足
圣路易斯 - 旧金山铁路公司 (St. Louis - San Francisco Railway)	数据不足

数据显示,受管理层控制的公司与女性股东比例较高的公司之间存在相关性,但伯利和米恩斯并未注意到这一现象。事实上,尽管当时有关女性股东角色日益重要的数据已广为流传,但他们的书中完全没有提及女

[197] See *Stock Ownership in Forty - Five Railroads*, WALL ST. J. , Feb. 11, 1916, at 7; see also C. M. Keys, *People Have Faith in American Stocks Despite Conflict*, ELMIRA STAR - GAZETTE, Oct. 10, 1914, at 10(估计 1914 年女性股东占 37.5%)。

[198] See *Tabulation of Corporation Stockholders*, Table No. 1—Railroad Corporations, WALL ST. J. , Feb. 28, 1914, at 8.

[199] See *Stock List's Increase*, BUFF. EVENING NEWS, Apr. 19, 1901, at 4.

[200] See *Tabulation of Corporation Stockholders*, Table No. 1, 同前注[81]。

[201] See *European Holdings of St. Paul Stocks Over 7%*, WALL ST. J. , Oct. 8, 1914, at 5. At the time, this was the Chicago, Milwaukee and St. Paul Railroad.

[202] See *Tabulation of Corporation Shareholders*, Table No. 2, 同前注[81]。

[203] See *Tabulation of Corporation Shareholders*, Table No. 1, 同前注[81]。

性持股这一主题。^[204] 女性的缺席尤其值得注意,因为伯利和米恩斯曾告诫人们:“所有权从少数管理者手中转移到多数投资者手中,这就产生了一个问题:这些众多的投资者可能是谁,他们来自哪些收入阶层——换句话说,现在国家产业的所有者是谁。”^[205] 伯利和米恩斯没有回答他们自己提出的问题。^[206] 这些“众多投资者”是谁? 女性所占比例越来越大。

2. 客户股东

伯利和米恩斯确实简要地认为,“两个相对较新的发展”“在很大程

[204] 伯利和米恩斯确实在宾夕法尼亚铁路公司的二十大股东中发现了两位女性。See Berle & Means, 同前注[35], p. 85 tbl. 10. 他们肯定知道女性股东的比例在不断增长。例如,在《现代公司与私有财产》出版的那年4月,《公司实践评论》(Corporate Practice Review)断言,“在大多数上市公司的股东总数中,女性占30%至50%”。Crow, 同前注[196], p. 54. 前一年,《华尔街日报》发表文章披露,IBM的大多数股东是女性,通用食品公司48%的股东是女性(包括个人和共同持股),宾夕法尼亚铁路公司超过10万名女性股东拥有该公司1/3的股票。See *I. B. M. Holders Gain: Increase 20% During 1930*, WALL ST. J., Jan. 30, 1931, at 7; *General Foods Holders: About 48% of 44,400 Owners of Company Shares Are Women*, WALL ST. J., June 19, 1931, at 17; *Pennsylvania Average Holdings*, WALL ST. J., Oct. 27, 1931, at 9. 伯利和米恩斯指出,他们依靠报纸作为所研究公司股票持有情况的信息来源,这表明他们会看到有关女性化趋势的新闻报道。See Berle & Means, 同前注[35], p. 91.

[205] Berle & Means, 同前注[35], at 59.

[206] 人们可能会认为,20世纪二三十年代的法律现实主义者——伯利和米恩斯有时被归为这一群体——会注意到女性成为股东的“社会现实”。然而,正如威廉·布拉顿(William Bratton)所指出的,学者对于伯利和米恩斯是否真的是法律现实主义者存在分歧。See William W. Bratton, *Berle and Means Reconsidered at the Century's Turn*, 26 J. CORP. L. 737, 740-41 (2001). 在很大程度上,公司法文献对20世纪20年代股权分散的描述——完全忽略了女性——可以追溯到一些经济学家的研究成果,其中包括米恩斯,他在20世纪10年代和20年代研究了股权分散。See, e. g., Gardiner C. Means, *The Diffusion of Stock Ownership in the United States*, 44 Q. J. ECON. 561, 591 (1930) (发现“在战争期间和战后不久,股权的大量分配,增加了股东的数量和中等收入者在公司产业中所占的比例”。米恩斯则从社会经济阶层的角度阐述了股权分散,从未直接讨论过女性股东。See, e. g., 同上注, p. 571 (将“富人”与“穷人”的持股进行对比)。米恩斯的研究扩展了H. T. 沃肖(H. T. Warshaw)于1924年发表的分析报告,该报告仅简要讨论了女性股东问题。See H. T. Warshaw, *The Distribution of Corporate Ownership in the United States*, 39 Q. J. ECON. 15, 33 n. 2 (1924) (描述了作者与国家饼干公司之间的通信,其中该公司提出了女性股东的问题)。

度上促进了股东数量的增加——客户持股和雇员持股”^[207]。他们对客户持股的讨论可能仅仅是暗指女性股东。^[208] 20 世纪 10 年代和 20 年代的证据表明,一些商业专家把女性股东归为“客户股东”一类,或者用这个词委婉地指代女性。毕竟,女性作为客户而非股东参与商业活动才符合性别刻板印象。^[209] 女性股东对公司的价值往往体现在她们的消费购买方面,而不是股东管理或商业监督。例如,1918 年,沃德麦基饼干公司(Ward & Mackey Biscuit)发布了一则广告,宣称“我们需要女性股东”,因为女性“购买了 90% 的商品”。广告解释道:

是女性在决定家里应该买什么,不应该买什么。我们希望女性和男性一样成为我们的股东,因为女性选择和购买家庭面包——如果她们拥有本公司的股份,她们自然会一直要求本公司提供优质面包产品。^[210]

10 年后,美国国家饼干公司也持类似观点。该公司的秘书声称,“只有一个类别的股东,我们真正需要跟踪,那就是女性股东,因为她们是公司产品的真正购买者”^[211]。10 年后,一位学者写道,鉴于约 85% 的零售采购是由女性完成的,公司高管“很快意识到”女性持股的重要性。^[212] 伯利和米恩斯用几段文字讨论了“客户持股”,但没有提及女性,声称客户持股“似乎可能会影响相当大比例的股权”。^[213]

(五) 女性成为多数

在《现代公司与私有财产》出版后,股东阶层的女性化仍在继续,且有增无减。20 世纪 30 年代和 40 年代的研究发现,女性在股东中所占的

[207] Berle & Means, 同前注[35], at 56.

[208] 同前注[59](但也讨论了“如何在收入较少、雇员和当地男性客户中寻找新的公司证券市场”)。

[209] See Ott, 同前注[7], at 166(客户所有权计划“将股票所有权与消费及其传统上的女性内涵联系在一起”)。

[210] See Ward & Mackey Biscuit Co., Advertisement, We Want Women Stockholders— We Need Them More Than We Need Their Money, PITT. PRESS, Mar. 12, 1918, at 12.

[211] Warshow, 同前注[206], at 33 n. 2; SEARS, 同前注[58], at 61(“对于一些公司,特别是经营家居用品、食品和服装的公司,在分类时应突出女性股东,因为这些公司希望发展股东—客户理念”)。

[212] See Crow, 同前注[196], at 54.

[213] Berle & Means, 同前注[35], at 56.

比例越来越大。^[214] 1939 年,孟山都化学公司(Monsanto Chemical Corporation)发表了一份关于“典型的美国城市”俄亥俄州辛辛那提市股东的详细研究报告,该报告指出该市有 60 名女性股东和 43 名男性股东。^[215] 这些女性股东包括教师、秘书、退休人员、家庭主妇、医生、音乐家、摄影师和当地公司的财务主管。^[216] 虽然女性股东的数量超过了男性股东,但报告中出现了更多的男性股东,甚至还用一位股东的丈夫的照片代替该女性股东。^[217]

《华尔街日报》1949 年报道,“女士们”“在许多公司会议上成为人

[214] 例如,弗雷泽·杰尔科公司(Frazier Jelke & Co.)1936 年的一项研究发现,在 27 家“代表性”公司中,48% 的股东是女性。*Half of Stockholders of 27 Companies Women*, BOS. GLOBE, Mar. 24, 1936, at 15; see also Mary Sydney Branch, *Women and Wealth: A Study of the Economic Status of American Women* 53 (1934) (指出“女性平均占股东的 43%”)。1948 年对主要制造公司的研究报告显示,在 31 家有普通股股东性别数据的公司中,有 23 家公司的女性股东人数超过了男性股东。根据这些数据推断,调查报告的作者估计,在 120 家公司的调查样本中,“女性占有普通股股东的 51%”。*Who Owns “Big Business”? Analysis of Stockholdings in Largest Corporations: Part 1—Manufacturing*, 同前注[45], at 7。次年发表的一项研究发现,各大银行的情况与此类似。在 66 家有按性别分类的持股数据的银行中,有 31 家银行的女性股东超过了男性股东;在 62 家有按性别按比例分类的持股数据的银行中,有 11 家银行的女性股东超过了男性股东。*Who Owns Big Business? Analysis of Stockholdings in Largest Corporations: Part 2—Banking*, 88 TRS. & ESTS. 208, 209–10 (1949)。1949 年对公用事业公司的另一项研究发现,“大多数”公司报告称,女性拥有“已发行普通股的 40% 至 50%”,并估计女性占公用事业公司个人股东的 44%。*Who Owns Big Business? Analysis of Stockholdings in Largest Corporations: Part 3—Utilities; Transportation*, 88 TRS. & ESTS. 600, 600 (1949)。1939 年和 1940 年初对美林证券公司(Merrill Lynch)洛杉矶分部的一项研究发现,在其 2828 个客户账户中,有 25% 属于女性。Edwin J. Perkins, *Wall Street to Main Street: Charles Merrill and Middle-Class Investors* 153 (1999)。

[215] See *Who Owns Monsanto in Cincinnati? A Typical American City—The Middletown of Monsanto*, MONSANTO MAG., Jan. 1939, at 18, 18–20 (以下简称 *Who Owns Monsanto in Cincinnati?*); Howard A. Marple, *Who Owns Monsanto*, MONSANTO MAG., Jan. 1939, at 4, 4–5 (指出孟山都化学公司有 4300 名男性股东、4084 名女性股东和 2708 名“其他股东”,其中包括 387 个共同持股)。

[216] See *Who Owns Monsanto in Cincinnati?*, 同前注[215], at 20–30。照片中显示的所有股东似乎都是白人;从描述来看,他们都是中产阶级或富人。

[217] 路易丝·甘布尔(Louise Gamble)的丈夫塞西尔·甘布尔(Cecil Gamble)代替她出现在一张照片上。照片的说明清楚地表明,拥有孟山都化学公司股票的是路易丝·甘布尔,而不是塞西尔·甘布尔。同上注, p. 29。

们关注的焦点”。^[218] 纵观这个时代,公司管理者们参加年会,与公司的“老板们”——越来越多的女性——面对面交流。^[219] 同时期的大公司年会照片——美国国际电话电报公司、通用汽车公司、美国钢铁公司——显示有大量女性出席,成为将女性描述为积极参与者的第一手资料,女性不仅是董事会代表,而且是所有商业事务的积极参与者。^[220]

1954年,美国证券交易委员会主席将投资速度及其社会影响比作“西部大开发的热潮”。^[221] 当基思·丰斯顿(G. Keith Funston)于1951

[218] See *Owners Arise! Annual Meetings Draw Record Attendance and Pointed Questioning*, WALL ST. J., Apr. 27, 1949, at 1. 1948年一项关于制造业公司股东的调查显示,“不仅在淑女型公司中,而且在铜矿开采、炼油、钢铁、烟草和飞机制造等崎岖的、有时变化多端的公司中”,女性股东的比例之高均令人吃惊。*Who Owns “Big Business”? Analysis of Stockholdings in Largest Corporations: Part I—Manufacturing*, 同前注[45], at 7.

[219] 这一时期的一些报道称,参加年会的女性人数与男性持平或超过男性。See, e. g., *Also Rationed: Gen. Foods Head Cites Policy on Dividends*, WASH. POST, Apr. 15, 1943, at 16 (报道通用食品公司1943年的年会“出席的女性人数与男性人数相当”); *Women of Steel Give Top Brass a Hard Time*, LIFE, Mar. 13, 1950, at 46, 46 (指出在1950年美国钢铁公司的股东大会上,女性占与会者的一半以上); see also George Koether, *GM’s Fifty Years of Men*, Money and Motors, LOOK, Jan. 7, 1958, at 14, 23 (将股东描述为董事的“老板”)。

[220] See *Stockholders Have Share in Management Policy*, N. Y. DAILY NEWS, May 21, 1950, at 14 [载有十张照片,展示了许多女性出席美国无线电公司的1950年年会的情况]。See, e. g., *Salaries of Rail Heads Attacked: Usually Passive Stockholders of Pennsylvania Heckle Management at Meeting*, OAKLAND TRIB., Apr. 13, 1933, at 21 (描述宾夕法尼亚铁路公司的女性股东就高管薪酬问题“嘲笑”管理者); *Feminine Delegation Turns Borden Meeting into Labor Forum but Stockholder’s Request Brings News of Big Gain in Earnings*, WALL ST. J., Apr. 16, 1936, at 8; Gifford Assails A. T. & T. Report: Telephone Firm President Hits Rate Cut Study as “Misleading,” EVENING STAR (D. C.), Apr. 20, 1938, at A17 (描述了一位女性股东在美国国际电话电报公司年会上的发言,其中提到美国国际电话电报公司的“40万名女性股东”); *Woman Investor, A. T. & T. at Odds on Equipment Sale*, WASH. POST, Mar. 15, 1945, at 14; Koether, 同前注[219], at 23 (载有一张通用汽车公司1957年年会上女性观众的照片)。

[221] See Ralph H. Demmler, Chairman, SEC, Address Before the Pittsburgh Chapter of the American Society of Corporate Secretaries, Pittsburgh, Pennsylvania 2 (Jan. 13, 1954) (作者存档)。

年掌握纽约证券交易所,他所做的第一件事就是委托进行股东普查。^[222]这一举措发展成为一个系列,记录了持股的性别和社会经济人口结构变化。第一次股东普查报告称,1952年,在美国各市场上拥有上市公司股份的男性和女性数量大致相同。^[223]而在1956年、1959年、1962年和1965年的历次后续普查中,女性股东的数量都超过了男性股东。^[224]在第一次股东普查结果公布后,加州大学的经济学家威廉·克拉姆(William Crum)在《哈佛商业评论》(Harvard Business Review)上建议公司将股东性别数据的公开披露标准化。^[225]克拉姆没有对该建议作出解释,在文章中也并没有对该建议进行讨论。^[226]显然,对于《哈佛商业评论》的读者来说,股东性别信息的作用是不言而喻的。

学者倾向于认为,女性主要是通过继承获得股票所有权,或者男性

[222] See Jonathan A. Brown & Howard C. Bronson, *New York Stock Exchange Research Program on Share Ownership*, 8 J. FIN. 129, 129–30 (1953).

[223] See Kimmel, 同前注[5], at 90(说明美国有323万名女性股东和326万名男性股东);同上注, p. 75(“在估计的2740万股普通股中,约有1030万股或37.5%是以女性名义持有的。相比之下男性的相关数据为1020万股和37%”);Wubbels, 同前注[27], at 3(讨论了一项不明的“近期调查”,该调查发现51%的股票持有者为女性)。

[224] See N. Y. STOCK EXCH., WHO OWNS AMERICAN BUSINESS?, 同前注[29], at 6(显示1956年女性占个人股东的51.6%);N. Y. Stock Exch., *Share Ownership in America*;1959, at 9 (1960)(以下简称N. Y. STOCK EXCH., SHARE OWNERSHIP IN AMERICA;1959)(显示1959年女性占个人股东的52.5%);N. Y. Stock Exch., *The 17 Million;1962 Census of Shareowners in America* 6 (1963)(以下简称N. Y. STOCK EXCH., THE 17 MILLION)(显示1962年女性占个人股东的51%);N. Y. Stock Exch., *Shareownership U. S. A. ;1965 Census of Shareowners* 6 (1966)(显示1965年女性占个人股东的51%)。从1954年开始,纽约证券交易所发起了一场广告运动,“经常刊登丈夫和妻子在一起谈论股票的画面,妻子们明确希望她们看似更有知识的配偶做出投资决定”。Janice M. Traflet, *A Nation of Small Shareowners; Marketing Wall Street After Worldwar II*, at 153 (2013)。

[225] See Editorial, *A Proposal to American Business*, HARV. BUS. REV., May – June 1953, at 33, 34 – 35; W. L. Crum, *Analysis of Stock Ownership*, HARV. BUS. REV., May – June 1953, at 36, 37.

[226] See Crum, 同上注, at 36(笼统地建议有关“公司个人股东的其他特征”的数据可能有用)。

基于税收原因将股票放在妻子名下。^[227] 在1978年,美国国际电话电报公司股票和债券部的负责人就对《纽约时报》说:“这些女性股东就像一群遗孀。”^[228]言下之意,女性不是“真正的”股东,没有参与公司事务的能力和兴趣。^[229]但这些观点依赖于性别刻板印象,而忽视了女性作为经济参与者不断变化的角色。^[230]除其他因素外,“用自己的收入购买投

[227] See *Who Owns American Business?*, 同前注[153](由于继承和赠与,如今女性在股东名单上的比例如此之大)。米恩斯在早期的一项关于股权分散的研究中,考虑了男性富豪出于纳税目的将股票登记在妻子名下的问题。Means, 同前注[206], at 582. 米恩斯的研究以所得税申报表为基础,宣称从1916年到1921年,股票所有权发生了“近乎革命性的转变”:他发现,在1916年,非常富有的人拥有57.2%的公司股票,而到了1921年,这一比例仅为36.8%,而同期“中小收入个人”的持股比例则从21%上升到44%。同上注, p. 573-74. 在进行分析时,米恩斯考虑了所得税数据是否被扭曲的问题,因为男性为了节税而在家庭成员(包括妻子)之间分配股票。同上注, p. 582. 他的结论是,不到1/8——“可能”不超过1/20——的所有权转移归因于已婚夫妇将收入分开并分别报税。同上注, p. 584. 米恩斯将第一次世界大战期间和战后中低收入美国人的股票持有率上升归因于几个因素:对收入最高的纳税人征收附加税、低收入工人获得更多收入以及自由债券(Liberty Bond)运动。同上注, p. 585.

[228] N. R. Kleinfeld, A. T. & T. *Stockholders: Valuing Stability and Yield*, N. Y. TIMES, Apr. 17, 1978, at D1.

[229] See For an example, see J. A. Livingston, *Funston Abets Myth That Women Control Wealth*, WASH. POST, June 26, 1959, at B8(承认“统计数据的一面”,但认为“许多女性只是名义上拥有股票”,因为“我们社会中的女性有足够多的工作——养育子女和操持家务”)。学术统计学家埃德温·伯克·考克斯(Edwin Burk Cox)利用1960年的数据发表了一份重要的股东统计研究报告,公开拒绝承认已婚女性为合法股东。考克斯写道:“女性成为股票的合法所有者,往往只是因为她们的丈夫选择以这种方式登记股票。从任何实际意义上推断这些女性是股票持有人都是一种误导。”Cox, 同前注[44], at 13. 考克斯认为,对于夫妻共同持有的股票,“也许只应该根据丈夫的特征来将持有的股票归入一个类别”。同前注。考克斯继续将女性和性别从他的统计分析中删除;他只提供了公司关于股东年龄、收入和职业的数据。考克斯在设计自己的调查时,要求的是“户主”的年龄、收入和职业数据,而不是股东本人的数据。同上注, p. 171-72. 如果有男户主的话,家庭中女性持有的股票将被归为男户主所有。

[230] 例如,历史学家指出,在第一次世界大战期间,储蓄债券将数百万美国人引入证券市场,通过“将投资与公民的义务和权利等同起来”,鼓励女性和男子投资大公司。Ott, 同前注[7], at 76; 同上注, p. 76-99(描述了第一次世界大战期间美国的战争贷款计划,并指出“女性、劳工、非裔美国人和种族的协会”“对后方的金融动员尤为重要”)。

资证券的独立商业女性的崛起”，也促使女性越来越多地以股东身份参与商业活动。^[231]

在股东普查中，纽约证券交易所对股东进行了调查，以了解他们最初是如何获得股票的。1952年，该调查发现，只有不到1/3的女性股东主要通过继承或赠与获得股票；大多数女性是受利益驱动而购买股票，和大多数男性一样。^[232] 1959年的股东普查调查了新股东——1956年以来首次购买股票的人——发现只有17%的新女性股东的股票是继承而来，^[233]有整整1/4的新女性股东通过雇主获得了股票；^[234]而通过经纪人购买股票的新女性股东是最大一部分。^[235] 有一个原因可能有助于解释为什么大量女性投资普通股。由于性别歧视，与男性相比，女性的工资劳动报酬很低。^[236] 但是，无论性别如何，所有股东的股息都是一样的。女性对普通股的投资可以期待公平的回报，这一事实可能鼓励女性在可能的情况下储蓄和投资。因此，性别歧视本身可能在资本女性化过程中发挥了作用。虽然目前还没有多少历史研究来了解女性为何在这一时期大量购买股票，但这一趋势的很大一部分可能归因于这一时期美

[231] See *Who Owns American Business?*, 同前注[153].

[232] See Kimmel, 同前注[5], at 121–22.

[233] See N. Y. STOCK EXCH., *SHARE OWNERSHIP IN AMERICA: 1959*, 同前注[224], at 9.

[234] 同上注。新的女性股东中有很大一部分是通过其雇主获得股票的，这一点并不奇怪；女性正快速加入劳动者大军。See Barbara R. Bergmann, *The Economics of Women's Liberation*, CHALLENGE, May 1, 1973, at 11, 12 (“1950年至1970年，男性工作人数增加了15%，而女性工作人数增加了70%”）。

[235] See N. Y. STOCK EXCH., *SHARE OWNERSHIP IN AMERICA: 1959*, 同前注[224], at 9.

[236] 关于美国女性雇佣劳动的历史，see generally Alice Kessler-Harris, *Out to Work: A History of Wage-Earning Women in the United States* (1982)（提供了全面概述）；Shennette Garrett-Scott, *Banking on Freedom: Black Women in U. S. Finance Before the New Deal* 79 (2019) [圣卢克银行(St. Luke Bank)是美国第一家也是唯一一家由黑人女性经营的银行]；Bergmann, 同前注[234], at 14（认为“对女性的歧视是导致女性遭受职业隔离、收入低的一个重要因素”）。

国女性的工作、储蓄和投资习惯。^[237]

第二次世界大战后,女性股东开始宣传资本女性化,试图利用资本的力量。让女性进入董事会的股东运动始于20世纪40年代末,并持续了多年,但1954年因美国证券交易委员会缩小了股东提案规则的范围而遭受挫折。^[238] 威尔玛·索斯(Wilma Soss)自称是“女性经济投票权运动”的领导者,^[239]并谈到女性“有权进入大公司的董事会”,因为她们在股东名册中占主导地位。^[240]然而,女性将其持有的大量股份转化为管理权力的努力却遇到了阻力。

新泽西标准石油公司(Standard Oil New Jersey)股东大会会场上的一场交流揭示了这个时代公司权力的性别动态。从1947年到1952年的每一次年会上,股东都纷纷要求公司增加一名女性董事。^[241]每年,新泽西标准石油公司的高级管理人员都给出同样的答复:公司并不歧视女性,但从未有合格的女性自荐。

当这个问题在1953年的会议上再次被提出时,一位恼怒的股东指出,这家公司有“10.9万名女性股东和9万名男性股东”。她说,“这看起来很荒谬,居然没有一个女性有足够的理智进入董事会”^[242]。新泽西

[237] See Cf. Christine Sgarlata Chung, *From Lily Bart to the Boom – Boom Room: How Wall Street's Social and Cultural Response to Women Has Shaped Securities Regulation*, 33 HARV. J. L. & GENDER 175, 204 (2010) (指出,20世纪30年代的“有限统计数据”“让人怀疑遗孀/孤儿的故事情节是否反映了所有女性的股市经历”)。另一个可能的因素是世纪之交女性俱乐部运动的兴起。一位作家认为,通过让女性负责女性俱乐部的投资,这一趋势“教育许多女性以更广泛的视角看待财务状况和涉及的伦理问题,使她们了解如何处理他人的钱”。Henrotin, 同前注[72], at 54.

[238] See *Adoption of Amendments to Proxy Rules*, Exchange Act Release No. 34-4979, 19 Fed. Reg. 246, 246 (Jan. 14, 1954). 有关股东提案机制的更多讨论, see Sarah C. Haan, *Shareholder Proposal Settlements and the Private Ordering of Public Elections*, 126 YALE L. J. 262, 272-74 (2016).

[239] See Michael Norman, *Wilma Porter Soss*, 86, *A Gadfly at Stock Meetings of Companies*, N. Y. TIMES, Oct. 16, 1986, at B20.

[240] See Logan, 同前注[27], at 34.

[241] 除了文中引用并在下文中引用的1953年文字记录外,作者还查阅了新泽西标准石油公司1945年至1952年股东年会的简要速记记录。

[242] 这次交流的文字记录发表在该公司寄给股东的1953年年度会议简要速记记录中。Standard Oil CO. (N. J.), Annual Meeting; May 28, 1952, at 19-20 (1953).

标准石油公司董事长弗兰克·艾布拉姆斯(Frank Abrams)重申了公司一贯的回答:“当我们找到一位女性,她可以为我们在董事会面临的问题做出贡献,并帮助我们解决问题,我们将很高兴得到她的帮助。”然后他说:

我知道有很多事情我们看不到,女人却不会错过。我想说的是,她们首先会从我们的室内装潢开始,这可能不太好,但我知道她们在很多方面都会有所帮助。但总的来说,我认为,平心而论,我们还没有发现一个女人能做出男人那样的贡献。^[243]

他的话不仅暴露了公然的性别歧视,而且还透露出一位公司领导者的自信,他知道自己对公司权力杠杆的控制——公司法赋予他的控制权——允许他肆无忌惮地侮辱主要股东群体。

事实上,在这一时期人们一直认为女性是低质量的股东。1949年,一位男性作家指出,“许多”美国投资者是“不谙金融的女性……对工业及其问题知之甚少。如果她们要真正成为公司大家庭的一员,就必须接受‘教育’”^[244]。1948年,通用食品公司(General Foods)的董事会主席克拉伦斯·弗朗西斯(Clarance Francis)在公司的《股东新闻》(Stockholder News)上斥责公司的女性股东。弗朗西斯承认,“从记录上看”,女性是该公司的“所有者”^[245]。“但是”他问女性股东:“你对你自己的成功到底有多大兴趣?”^[246]弗朗西斯说,他“感到不安和震惊”的是,“最近在你们这些女性股东中”进行的一项调查显示,女性股东平均只能说出三种通用食品公司的产品。^[247]弗朗西斯显然忽略了调查的隐

[243] 同上注, p. 20.

[244] John Beachy Slocum, *The Use of Public Relations Activities by Management as a Means of Securing Stockholders' Cooperation* 10 (Aug. 1949) (M. B. A. thesis, University of Southern California) (ProQuest). 另一个例子是,美联社(Associated Press)1948年的一篇文章描述了女股民“权衡各种小道消息”以形成对公司的看法,并引用了一位女性的话:“年度报告中的图片和颜色‘很不错,但对我来说不同的数字太多了’。”*Women Stockholders Ignore Annual Reports*, DESERET NEWS (Salt Lake City, Utah), July 8, 1948, at 8A.

[245] See Slocum, 同前注[244], at 67. 在当时,女性股东以3:2在数量上超过了男性股东。同上注, p. 86.

[246] 同上注, p. 67 (引自1948年春季给通用食品公司股东的通讯)。

[247] 同上注。

含发现,即女性股东主要是将公司作为一种投资而非消费品的来源。

财经专栏作家 J. A. 利文斯顿(J. A. Livingston)在他 1958 年的著作《美国股东》(The American Stockholder)中写道:“你会读到,女性是我们公司的多数所有者。”^[248]“因此,我们被告知永远不要低估女性的经济实力。但必须悄悄地说,我们也不应该高估女性的能力。”^[249]利文斯顿是耶鲁大学著名公司法教授贝莱斯·曼宁(Bayless Manning)的“私人朋友”,曼宁在《耶鲁大学法律杂志》(The Yale Law Journal)上发表了一篇关于利文斯顿的书的重要评论。^[250]在评论中,曼宁尖锐地批评了公司民主运动,指出其“几乎所有”的“纲领”——包括董事会中“增加女性在董事会中的代表人数”——“都可以在 1900 年的改革运动中找到相似之处”,比如“女性选举权”。^[251]“如今对第 19 条修正案提出任何质疑都是勇敢之举,”曼宁打趣道;他说,否则,“这些政治改革的成功”,如公投和比例代表,“充其量是有争议的”。^[252]曼宁赞同利文斯顿对女性股东的尖锐言论,并在一旁补充了自己关于女性选举权的观点——同时也是一种学术上的支持——这让女性股东并不重要的观点更加可信。^[253]

女性“经济选举权”运动的先驱威尔玛·索斯(Wilma Soss)持不同的观点。^[254]索斯断言:“女性拥有公司却不能在其中获得高级职位,这

[248] LIVINGSTON, 同前注[49], at 14.

[249] 同上注, p. 33(“家庭主妇股东对蛋奶酥和垃圾处理的兴趣将超过对公司民主运动的兴趣”)。

[250] See Bayless Manning, Review: The American Stockholder, 67 YALE L. J. 1477, 1477 (1958)(书评); Melvin A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis* 26 (1976).

[251] See Manning, 同前注[250], at 1486-87.

[252] 同上注, p. 1487.

[253] 曼宁(Manning)的书评用了数页篇幅详细介绍了 1952 年和 1956 年纽约证券交易所的股东调查结果,但却只字未提女性——这显然是在回避调查结论,即 1952 年大约一半的个人股东是女性,而 1956 年,女性占个人股东的大多数。同上注, p. 1478-81。调查本身将这些结果视为头条新闻。1964 年,曼宁成为斯坦福大学法学院院长。Chronology of SLS Leadership, STAN. L. SCH., <https://perma.cc/T7C3-REC7> (archived Feb. 12, 2022).

[254] See Norman, 同前注[239].

是一个可耻的事实。”^[255]索斯的积极主义强调了女性的经济力量,并试图组织女性股东采取集体行动。^[256]她为自己的组织——美国商界女性股东联合会——招募了杰出的女性担任管理人员和受托人。其中包括露丝·布莱恩·欧文(Ruth Bryan Owen)[前国会女议员威廉·詹宁斯·布莱恩(William Jennings Bryan)的女儿],内莉·泰勒·罗斯(Nellie Tayloe Ross)(前怀俄明州州长,1953年之前一直担任美国铸币局局长)和乔治亚·尼斯·克拉克(Georgia Neese Clark)(美国第一位女财务主管)。^[257]在20世纪50年代初,该联合会的成员估计有1500名男性和女性。^[258]

索斯的女权性质的股东积极主义为百老汇戏剧《纯金凯迪拉克》(The Solid Gold Cadillac)提供了灵感,该剧由普利策奖得主、剧作家乔治·考夫曼(George Kaufman)和霍华德·泰奇曼(Howard Teichmann)共同创作。^[259]该剧以股东大会为开端和结尾,并以一个名叫劳拉·帕特里奇(Laura Partridge)的人物为中心,该人物以索斯为原型,拥有美国通用产品公司(General Products Corporation of America)的10股股票。在该剧的开头,帕特里奇出现在公司的年会上,对公司高级管理人员的高薪提出疑问。董事会宣布休会,并为帕特里奇提供了一个高薪的管理职位。她欣然接受,并成为公司第一位股东关系部主管。该剧的最后片段显示,帕特里奇迷惑了成千上万的女性股东,让她们向她授予了代理

[255] *Pressure Group*, NEW YORKER, June 25, 1949, at 15, 16. 索斯断言,她的目标不仅是让女性进入公司董事会,还要让她们“担任行政和管理职位”。*Mouthpiece for Women! Organization Formed to Promote Interests of Feminine Shareholders in Industry*, CIN. ENQUIRER, June 14, 1947, at 2-B.

[256] See *Federation Leader Wants More Say for American Women in Business*, BILLINGS GAZETTE, June 18, 1950, at 14(“通过在美国工业中的持股,女性现在拥有巨大的经济力量,男性也知道这一点。问题是,女性并不知道这一点,当她们发现时,却害怕使用自己的力量。现在是时候了”).

[257] See Logan, 同前注[27], at 45.

[258] 同上注。

[259] See The play was published as Howard Teichmann & George S. Kaufman, *The Solid Gold Cadillac* (1954). See Robert E. Wright & Janice Traflet, *This Was the Real Life “Fearless Girl”*, HIST. NEWS NETWORK (July 30, 2017), <https://perma.cc/B6NS-CPLF>(断言电影“松散地基于”索斯的生平改编)。

权,从而有效地控制了公司。1956年,哥伦比亚电影公司(Columbia Pictures)发行了电影版《纯金凯迪拉克》,由酷似年轻威尔玛·索斯的朱迪·霍利迪(Judy Holliday)主演,并获得了金球奖(Golden Globe)提名。虽然这部电影标志着对女性作为股东的文化认可达到了一个高潮,但它以帕特里奇与公司高级管理人员结婚为结局,并将一个关于女性持股权力的故事变成了一段幸福的爱情。

(六)按比例持股与资本女性化

已公布的女性持股数据主要披露的是女性股东的比例,而不是女性所持股份的比例。因此,遗憾的是,我们只能部分了解20世纪中叶以前按比例持股的性别差异。从现有的数据来看,在整个市场中,女性持有的股票似乎从未超过男性。然而,有证据表明,在某些公司的某些时期,女性确实比男性拥有更多的股票。

关于女性持股的信息很少,但有些公司却有这方面的信息。例如,1919年宾夕法尼亚铁路公司便独一无二地按性别分类公布了持有量数据,当时公布的是月度数据。^[260]在12个月的时间里,宾夕法尼亚铁路公司的女性股东比例略有下降,而女性持股比例有所上升:到当年年底,女性持有30.15%的股票。^[261]20世纪20年代,至少有一家主流报纸公布了通用汽车公司的一些持股数据;1921年,女性几乎占通用汽车公司普通股股东的22%,但只持有8.70%的普通股。^[262]

1952年以前对女性按比例持股的研究分析了小型、不具有代表性的公司群体的数据。1934年发表的一项研究提供了20多家工业和铁路

[260] See *Women Buy More Stock: Own 30.15 Per Cent of Capital of Pennsylvania Railroad*, PHILA. EVENING PUB. LEDGER, Jan. 7, 1920, at 22.

[261] 同上注;see also *Atchison Stockholders*, PITT. POST, Sept. 11, 1926, at 18(发现在56,022名个人股东中,25,939人为男性,拥有1,375,934股;女性股东人数为30,083人,但在普通股和优先股共3,565,823股中仅拥有995,357股)。

[262] 《华尔街日报》报道的百分比被错误地四舍五入,这表明该刊物试图淡化女性股东的比例。*General Motors Stockholders*, 同前注[149]。女性在优先股中的持股比例更高——女性占持有人的45%,拥有37.6%的优先股。同前注;see also *American Smelting Control Rests with Smaller Owners: Four-Fifths the Stockholders Have Fifty Shares or Less and Have Ten Shares or Under*, WALL ST. J., Aug. 3, 1922, at 7(显示在美国冶炼公司,女性持有的普通股和优先股合计占20%)。

公司的数据。^[263] 女性持股从沃尔格林公司 (Walgreen Co.) 股份的 9.40% 左右到斯威夫特公司 (Swift & Co.) 股份的 35%; 总体而言, 女性拥有 22.50% 的股份。^[264] 1948 年对制造业公司进行的一项调查, 分析了 18 家报告股东性别的公司的普通股持有数据, 发现女性总共持有这些公司 28% 的普通股, 包括个人和共同持股。^[265]

1952 年为纽约证券交易所准备的这项研究发现, 女性股东的平均持股量低于男性股东的平均持股量, 而且作为一个整体, 女性股东的持股量也低于男性股东。^[266] 1954 年通用磨坊公司 (General Mills) 的持股

[263] See Branch, 同前注[214], at 52–53.

[264] 同上注, p. 53.

[265] See *Who Owns “Big Business”? Analysis of Stockholdings in Largest Corporations: Part 1—Manufacturing*, 同前注[45], at 5, 7. 统计学家考克斯报告说, 在 1947 年至 1957 年, 男性持股比例减少了“约 20%”, 女性持股比例“略有下降”, 而联名持有的股票有所增加 (比例未公开), 因此 1957 年个人持有股票的总比例 (男性、女性和联名账户合计) “仅略低于” 1947 年的比例。Cox, 同前注[44], at 92–93. 这一趋势表明, 已婚男性逐渐减少了以个人名义持有的股票, 而增加了与妻子共同持有的股票。考克斯的研究结果来自最多 8 家至少有 5 万名记录在案的股东的单个公司数据。同上注, p. 72–73. 考克斯显然掌握了他所研究的公司中男性和女性所持股票的比较数据, 但他没有披露这些数据。他也没有将自己的数据作为大公司整体代表来呈现。同上注, p. 73–74.

[266] See Kimmel, 同前注[5], at 75 (“男性每持有或拥有 4 股上市公司普通股, 女性就持有不到 3 股”); 同上注, p. 76 (估计男性“每持有普通股的平均股数”若为 167 股, 女性的平均股数就为 121 股)。从 1952 年到 1965 年, 纽约证券交易所的普查提供了一些关于女性与男性相对持股量的数据, 但由于每次普查涉及的公司不同, 使用的方法也不同, 因此无法对这些数据进行有效比较。1952 年纽约证券交易所的研究估计, 记录在案的女性股东拥有 27% 的普通股, 而男性拥有 36.7%。同上注, p. 76. 另有 7.6% 的股份由联名账户持有。同上注。1956 年的普查发现, 女性股东拥有 22.6% 的普通股, 而男性股东拥有 27.8%。N. Y. STOCK EXCH., *WHO OWNS AMERICAN BUSINESS?*, 同前注[29], at 27. 联合账户拥有另外 7% 的股份。同前注。1959 年, 纽约证券交易所普查提供了普通股和优先股的合并数据, 发现性别差距有所缩小: 女性拥有 19.7% 的股份, 男性拥有 22.7% 的股份。N. Y. STOCK EXCH., *SHARE OWNERSHIP IN AMERICA: 1959*, 同前注[224], at 34. 联名账户占总份额的 7.2%。同前注。到 20 世纪 60 年代, 许多富有的美国人开始将股票投资转入共同基金。1966 年对同时投资于共同基金的男性和女性直接持有的公司股票进行的一项研究发现, 对于普通账户持有人而言, 男性持有股票的市值中位数几乎是女性持有股票市值中位数的两倍。See INV. CO. INST., *The Mutual Fund Shareholder: A Comprehensive Study* 46 (1966). 该研究还对“积累计划持有者”进行了性别分类, 结果同样显示, 与女性相比, 男性的持股市值中位数更高。同上注第 47 页 (资本变化)。

可能是那10年间蓝筹上市公司的典型情况:通用磨坊公司的女性股东超过男性股东,但男性股东拥有更多的股票。女性持有的股份占通用磨坊总股份的20.9%,而男性股东持有26.9%,二者相差6个百分点。^[267]

不过,在一些特别大的公司,女性有时确实比男性拥有更多的股票。我们知道,在1948年,女性持有的美国国际电话电报公司的股票超过了男性,因为该公司在其年度报告中公布了这一信息。^[268]在美国钢铁公司,1950年首次报告女性普通股股东人数超过男性,1956年首次报告女性持有的普通股超过男性。^[269]至少在1978年之前,女性在美国钢铁公司持有的普通股一直多于男性。^[270]然而,即使在女性集体持有更多股票的公司,女性也很难将其持有的股票转化为管理权力——下文第三部分第五节将详细讨论这个问题。

(七) 种族与资本女性化

尽管许多组织都在跟踪和公布有关股东性别的数据,但没有一家对股东的种族进行类似的研究。^[271]因此,20世纪上半叶有关种族和持股

[267] See Charles B. Forbes, *Bullis Sees Bright Future*, MIA. DAILY NEWS, Aug. 29, 1954, at 10-D (报道称通用磨坊公司由9963名股东持有,其中42.3%为女性,持有20.9%的股票;男性股东占37.3%,持有26.9%的股票)。银行和公司(占股东的4.7%)拥有36.6%的股份;受托人和监护人(占股东的31.2%)拥有10.5%的股份。同上注。这一数据强调了蓝筹上市公司(如通用磨坊公司)不仅拥有高比例的女性股东,而且还拥有大量的机构投资者。20世纪50年代,这些大公司的持股情况开始发生变化,从“女性股东接管”转变为“机构股东接管”。同前注[49];见后文第二部分第八节。

[268] See AT&T 1948 ANNUAL REPORT, 同前注[8], at 9.

[269] See Compare U. S. STEEL, 1949 ANNUAL REPORT 20 (1950), with U. S. STEEL, 1950 ANNUAL REPORT 19 (1951); U. S. STEEL, 1955 ANNUAL REPORT 21 (1956), with U. S. STEEL, 1956 ANNUAL REPORT 21 (1957).

[270] 为了获得这些数据,作者分析了美国钢铁公司1956年至1978年的年度报告。U. S. STEEL, 1956 ANNUAL REPORT, 同前注[269], at 21; U. S. STEEL, 1978 ANNUAL REPORT 21 (1979)。有理由怀疑,即使到了1978年,女性持有的普通股数量仍然多于男性:美国钢铁公司当年年度报告中的数字几乎与1977年报告的数字相反,而在1979年,女性的持股数量再次超过男性,这表明可能存在转录错误。See U. S. STEEL, 1977 ANNUAL REPORT 9 (1978); U. S. STEEL, 1979 ANNUAL REPORT i (1980)。

[271] See Some of the earliest estimates of stockholders' race were published in the 1960s. See, e. g., 1/4 - *Million Negroes Own Stock Shares*, PITT. COURIER, July 10, 1965, at 12.

的证据记录很少。^[272] 然而,我们知道两件事:(1)种族歧视和相关差异大大减少了非白人美国人投资证券的财力,特别是与美国白人相比;^[273]

[272] 20 世纪 30 年代,至少有一家黑人股票经纪公司在华尔街运营;到 1949 年,纽约证券交易所的成员亚伯拉罕公司(Abraham)在哈莱姆地区开设了办事处。See Juliet E. K. Walker, *The History of Black Business in America: Capitalism, Race, Entrepreneurship* 259 (1998). 1964 年成立了一个全国性的黑人股东组织——美国黑人及同盟股东会(Negro and Allied Shareowners of America)。See *Shareholders' Unit Maps Rights Drive*, ALA. TRIB., Jan. 17, 1964, at 3. 其创始人、纽约人约翰·西维亚(John Silvera)声称,美国黑人拥有数百万股股票。同前注。1965 年末,俄亥俄州克利夫兰市一家由黑人拥有的投资经纪公司进行的调查发现,1952 年约有 2.5 万名美国黑人拥有股票,到 1964 年底,这一数字已增至 25 万多人。See *1/4 - Million Negroes Own Stock Shares*, 同前注[271], at 12. 哈韦尔韦尔斯(Harwell Wells)记录了民权领袖巴亚德·鲁斯汀(Bayard Rustin)如何在 20 世纪 40 年代末拥有美国灰狗巴士公司(Greyhound Bus)的股票。See Harwell Wells, *Shareholder Meetings and Freedom Rides: The Story of Peck v Greyhound 2* (Temp. Univ. Beasley Sch. of L., Leg. Stud. Working Paper No. 2021 - 29, 2021). 此外,新泽西标准石油公司 1951 年公布的照片显示,在参观公司研究中心的股东中有 3 名黑人男子。STANDARD OIL CO. (N.J.), ANNUAL MEETING (1951) (在出版物末尾无编号的光洁页面上展示了这些照片)。一位参加美国国际电话电报公司 1966 年股东大会的《纽约人》(New Yorker)记者写道,他观察到“只有两名”黑人股东出席会议。John Brooks, *A Reporter at Large: Stockholder Season*, NEW YORKER, Oct. 8, 1966, at 159, 162.

[273] See, e. g., Francine D. Blau & John W. Graham, *Black - White Differences in Wealth and Asset Composition*, 105 Q. J. ECON. 321, 332 - 134 (1990) (分析 20 世纪 70 年代的数据并得出结论,继承和“其他种族代际转移”是影响种族贫富差距的最大因素);Victor Perlo, *Economics of Racism* U. S. A.: *Roots of Black Inequality* 52 - 53 (1975) (估计 1945 年黑人家庭收入中位数是白人家庭收入中位数的 55.3%);James D. Smith, *White Wealth and Black People: The Distribution of Wealth in Washington, D. C.*, in 1967, in *THE PERSONAL DISTRIBUTION OF INCOME AND WEALTH* 329, 350 - 51, 353 (James D. Smith ed., 1975) (认为代际转移有助于解释财富方面的种族差异,并指出黑人持有的股票和债券占其财富的比例相对较小);see also Ramona Martin, *One in Every Nine Montgomerians is a Stockholder; Investments Total Estimated \$60 - \$100 Million Annually*, MONTGOMERY ADVERTISER, Jan. 2, 1963, at 2 (“尽管亚拉巴马州蒙哥马利地区黑人人口众多,但这里的黑人股票客户数量却微乎其微”);Angel Kwolek - Folland, *The African American Financial Industries; Issues of Class, Race and Gender in the Early 20th Century*, BUS. & ECON. HIST., Winter 1994, at 85, 91 (“直到 20 世纪 20 年代,都很难区分出一个独立的黑人经济中产阶级”)。

(2)在此期间,一些非白人美国人确实拥有公司股票,包括一些黑人女性。^[274] 基于种族和性别的歧视交织在一起,大多数非白人女性在购买和持有股票方面面临特别大的挑战。^[275] 例如,在美国国际电话电报公司,数以千计的女性股东通过旨在鼓励员工持股的计划获得了股票,但直到20世纪50年代,黑人女性才被聘为电话接线员。^[276] 就业方面的种族歧视塑造了股东的种族构成,进而决定了公司组织的种族构成。

本文认为,股东身份影响了公司理论和公司领导人对股东在公司组织中的适当角色的看法。股东的性别通常可以从股东名单中辨别出来;虽然可能性不大,但对于一些股东来说,种族也可能是可以辨别的。^[277] 我们没有理由认为,股东的种族身份不会影响公司领导人对股东治理的看法,只要公司领导人知道他们的种族身份。^[278] 对这一时期股东种族的进一步研究将揭示公司法中权力的种族化表达。^[279]

[274] 1936年,当美国证券交易委员会以证券欺诈罪起诉经纪人霍华德·罗伯茨(Howard Roberts)时,一位指证他的投资者是“受雇于一家百货公司的有色人种电梯女工”。Charles C. Willson, Exchange Act Release No. 564, 1936 WL 885, at *3 (Apr. 2, 1936). 新泽西标准石油公司1957年出版的小册子上刊登了一张照片,其中包括一名黑人女性股东的形象。Standard Oil CO. (N.J.), 75th Annual Meeting 23 (1957).

[275] 正如申内特·加勒特·斯科特(Shennette Garrett-Scott)所解释的,“在美国资本主义中……种族和性别作为排斥和差异的范畴相互加强”。Garrett-Scott, 同前注[236], at 4.

[276] 关于美国国际电话电报公司中女性和雇员持股的讨论,参见前注[14]及相关说明。PERLO, 同前注[275], at 133-34(指出美国国际电话电报公司在其大部分历史中“蓄意和公开地奉行只接受白人的政策”).

[277] 姓名和个人头衔或尊称可能会提供有关股东种族、民族或宗教的线索。

[278] “Freeze Out” Charged Against Big Oil Co., 同前注[104](描述了20世纪初的一起诉讼,指控一家加州公司的高管和董事试图排斥亚裔股东)。一些股东的种族可能已为公司管理者所知。例如,大公司通常会向自己的员工出售股票,我们可以假设公司掌握了自己员工的种族信息。

[279] 关于种族和公司法交叉领域的学术成果,see generally Veronica Root Martinez, *A More Equitable Corporate Purpose*, in RESEARCH HANDBOOK ON CORPORATE PURPOSE AND PERSONHOOD 47, 47-66 (Elizabeth Pollman & Robert B. Thompson eds., 2021); Richard R. W. Brooks, *Incorporating Race*, 106 COLUM. L. REV. 2023 (2006); Thomas W. Joo, *Race, Corporate Law, and Shareholder Value*, 54 J. LEGAL EDUC. 351 (2004); and Cheryl L. Wade, *Racial Discrimination and the Relationship Between the Directorial Duty of Care and Corporate Disclosure*, 63 U. PITT. L. REV. 389 (2002).

(八) 资本女性化的终结

到了 20 世纪 60 年代,机构投资者的力量日益壮大,成为商业领域一大热点。^[280] 一位同时代的专家质疑,“强调机构投资者的重要性与日俱增”似乎与数据不一致,因为数据显示,到 1957 年,机构持股量的增长幅度相当小。^[281] 但是,当这位专家对机构投资者的说法提出疑问时,他也忽视了女性股东的崛起,只研究了股东的收入、年龄和职业,而没有研究股东的性别。目前还不清楚为什么在 20 世纪 50 年代和 60 年代撰写股东研究文章的学者大多忽视了女性股东的崛起,即使女性股东的比例以及女性在某些公司的持股比例达到了顶峰。

机构投资很早就受到学者的关注,并一直持续至今。中介的性别效应受到的关注较少。随着美国女性像男性一样将股票投资转移到基金中,基金管理者就可以行使对这些女性所持股票的投票控制权,而他们几乎都是男性。^[282] 1950 年后,养老基金的数量有所增加,但在其不断增

[280] 关于机构投资的第一部重要著作于 1965 年出版。See Daniel Jay Baum & Nne B. Stiles, *The Silent Partners: Institutional Investors and Corporate Control* 6 (1965) (“在纽约证券交易所上市的普通股中,机构持股已从 1949 年约占交易所上市股票总数的 12% 上升到 1963 年底的 20% 以上……”)。美国证券交易委员会于 1971 年发布了第一份关于机构投资者的研究报告。See SEC, *Institutional Investor Study Report*, H. R. DOC. NO. 92-64, pt. 8, at v, xii (1971); id. pt. 5, at 2345. 从那时起,机构投资的兴起就成为公司法中的一个重要叙事。记录这一兴起的文章包括 Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863 (2013); Roberta Romano, *Less Is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, 18 YALE J. REG. 174 (2001); and Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 MICH. L. REV. 520 (1990).

[281] See Cox, 同前注[44], at 2. 波士顿大学统计学家考克斯写道:在 1949 年到 1957 年,机构投资者(包括保险公司、投资公司、非营利机构、非保险养老基金和互助储蓄银行)的持股量占纽约证券交易所上市股票价值的比例从 12.4% 上升到 15.3%。这 8 年间,最常被认为提高了机构投资相对重要性的机构——投资公司和养老基金——的增长极为迅速。然而,机构所有权的相对重要性只上升了不到 3 个百分点。同上注。

[282] See Peter H. Huang, *How Do Securities Laws Influence Affect, Happiness, & Trust?*, 3 J. BUS. & TECH. L. 257, 274 (2008) (“美国共同基金业从 1945 年的 73 只基金发展到 2002 年的 8000 只基金”)。基金管理者至今仍以男性为主。See, e. g., Amrutha Alladi & Gabrielle Dibenedetto, *The Percentage of U. S. Female Fund Managers Is Exactly Where It Was in 2000*, MORNINGSTAR (Mar. 15, 2021), <https://perma.cc/87XK-E552>; Jeff Sommer, *Who Runs Mutual Funds? Very Few Women*, N. Y. TIMES (May 4, 2018), <https://perma.cc/QK9B-KRFT>.

长的资产中,投资于公司股票的比例越来越大。^[283] 不过它们的许多受益者是女性,而基金管理者几乎都是男性。^[284]

尽管机构投资的兴起以前从未被理解为按性别重新调整权力,但事实正是如此。除了将女性所持股票的投票控制权交还给男性之外,机构投资的兴起还导致资本女性化逐渐淡出公众的视野,并最终淡出人们的记忆。在很短的时间内,女性占美国上市公司股东的大多数,甚至是上市公司大多数股票的持有者。^[285] 随着中介机构的兴起——一位证券交易委员会官员称之为股市的“去散户化”^[286]——女性在股东中又回到了少数派地位。事实上,纽约证券交易所在1980年进行股东普查时发现,股东的性别已恢复为男性占多数,尽管比例很小。^[287]

公司法文献广泛地记录了机构投资的兴起以及持股重新集中于少

[283] See, e. g., John H. Matheson & Brent A. Olson, *Corporate Law and the Longterm Shareholder Model of Corporate Governance*, 76 MINN. L. REV. 1313, 1355 (1992) (“州和地方养老金系统对普通股的投资从1970年的101亿美元激增到1986年的1502亿美元,到1990年估计达到2400亿美元”); Paul P. Harbrecht, *Pension Funds and Economic Power* 7 (1959) (指出1951年至1954年是养老金“增长最快的时期”,根据美国证券交易委员会的调查,“拥有自我管理计划的公司数量增加了约三分之一”).

[284] See Editorial, *Time for Real Diversity in Asset Management*, PENSIONS & INVS. (Apr. 30, 2018), <https://perma.cc/4MP7-BRLR> (报告称,在参加该组织2017年“最佳理财工作场所”项目的61家公司中,女性仅占行政人员的25%).

[285] 同前注[222]—[224]及相关说明(描述了20世纪50年代和60年代纽约证券交易所的股东普查,证实了这一结论)。

[286] See Donald C. Langevoort, *The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets*, 95 VA. L. REV. 1025, 1026 (2009) [quoting Brian G. Cartwright, Gen. Couns., SEC, *The Future of Securities Regulation*, Speech at the University of Pennsylvania Law School Institute for Law and Economics (Oct. 24, 2007)], <https://perma.cc/EUL9-S3CE>.

[287] See N. Y. Stock Exch., 1 *Report on Direct Shareownership in Sixteen U. S. Oil Companies; A Study of Their Demographic Characteristics* 7 (1981), reprinted in *Legislation Affecting Oil Merger Proposals: Hearing on S. 2362 Before the Subcomm. on Energy & Mineral Res. of the S. Comm. on Energy & Nat. Res.*, 98th Cong. 793 (1984) (指出根据纽约证券交易所1980年的股东普查,51%的个人股东为男性)。

数机构持有人的情况。^[288] 据估计,机构投资者持有美国股市上市公司约 80% 的已发行股票。^[289] 虽然公司法文献对资本“机构化”的权力和控制影响进行了大量探讨,^[290] 但从未描述或探讨过 20 世纪女性持股的兴起,也从未承认这种重新集中具有性别影响。^[291]

机构投资的兴起掩盖了股东的性别,这有助于将资本女性化从记忆中抹去。当个人通过中介机构持有股票时,股东名单上就不能确定股票

[288] See For some examples, see Lucian Bebchuk & Scott Hirst, *The Specter of the Giant Three*, 99 B. U. L. REV. 721, 725–26 (2019); and Edward B. Rock, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE 363, 364–66 (Jeffrey N. Gordon & Wolf – Georg Ringe eds., 2018). 如果我们观察按比例持股情况,趋势就很明显了。1940 年,机构投资者仅持有 5.9% 的上市公司股份。Raymond A. Enstam & Harry P. Kamen, *Control and the Institutional Investor*, 23 BUS. LAW. 289, 297 (1968). 到 1966 年底,这一比例上升到 17%, 同上;到 1990 年底,机构投资者持有 53% 的股票。Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA L. REV. 811, 827 (1992).

[289] See Patrick Jahnke, *Ownership Concentration and Institutional Investors' Governance Through Voice and Exit*, 21 BUS. & POL. 327, 328 (2019); cf. Fiona Scott Morton & Herbert Hovenkamp, *Horizontal Shareholding and Antitrust Policy*, 127 YALE L. J. 2026, 2029 (2018) (将这一数字定为 70%)。

[290] Langevoort, 同前注[286] (将制度化描述为“过去 30 年左右”中“由共同基金、养老基金、保险公司、银行信托部门等进行投资的转变”)。

[291] 例如,美国最大的机构投资者之一——加利福尼亚州教师退休基金系统 (California State Teachers Retirement Fund System) (以下简称 CalSTRS) 为加利福尼亚州近 100 万名公立学校教师的退休储蓄进行投资,其中 70% 为女性。Dana Brakman Reiser & Anne Tucker, *Buyer Beware: Variation and Opacity in ESG and ESG Index Funds*, 41 CARDOZO L. REV. 1921, 1983 (2020) (指出 CalSTRS 是“美国三大公共养老基金”之一); CalSTRS at a Glance, CALSTRS, <https://perma.cc/G49K-L67Y> (archived Feb. 8, 2022) (注意到 CalSTRS 有 97.5 万名成员和受益人); CAL. STATE TCHRS.' RET. SYS., CALSTRS Demographic Study Survey Fact Sheet 1 (2019), <https://perma.cc/D6YT-J79U> (指出 CalSTRS 中 70% 的成员为女性)。但在 2018 年,CalSTRS 非行政投资人员中仅有 36% 为女性。See CALSTRS, *Diversity in the Management of Investments: 2019 Annual Progress Report* 11, <https://perma.cc/LFM7-L67K> (archived Feb. 8, 2022)。有关机构投资的性别影响的罕见提及, see Kristin N. Johnson, *Banking on Diversity: Does Gender Diversity Improve Financial Firms' Risk Oversight?*, 70 SMU L. REV. 327, 363–64 (2017) (指出机构股东代表着“多样化的选民”,并以 CalSTRS 为例,说明女性占主导地位的机构投资者可能会要求增加女性在公司董事会中的代表性)。

的实际持有人,因此无法得知此人的性别。机构投资者不分男女,因此他们日益增长的重要性往往使股东性别问题变得过时。总体而言,机构投资者的重要性(和投票权)不断上升,使得自然人投资者(无论性别)被边缘化。20世纪70年代和80年代,当伯利和米恩斯从法律和经济学的角度重新审视应受指责的被动股东,并将其描述为理性的被动股东时,其性别起源已不复存在。直到现在,公司历史中的这些性别因素一直隐藏在人们的视线之中。

三、资本女性化的影响

第二部分综合了各种来源的证据,重新梳理历史,突出女性在现代公司资本主义发展中作为股东的角色。证据表明,在20世纪,女性最初只是少数股权投资者,但后来成为个人股东的多数,首先是美国国际电话电报公司等领先的上市公司,然后是在20世纪中叶前后的整个股权资本市场。^[292] 女性“入侵”股权成为报纸对美国公司报道的次要情节。^[293] 当时的主要商业思想家,包括路易斯·布兰迪斯(Louis Brandeis)、欧文·杨(Owen Young)、威廉·雷普利(William Ripley)、阿尔弗雷德·斯隆(Alfred Sloan, Jr.)和J. A. 利文斯顿(J. A. Livingston),都认为女性股东比例的增长与她们对美国公司更广泛的看法有关。然而,20世纪最有影响力的公司理论专著《现代公司与私有财产》却只字未提女性。^[294] 部分由于这一重要的遗漏——部分由于资本女性化在机构投资者崛起时期已不再明显——公司法学科从未将性别问题视为与其重要理念演变相关的问题。然而,任何一位公司法专家都知道,公司法的基本理念是在20世纪上半叶——资本女性化时代——形成的。

本部分将第二部分提出的新历史与公司法中的一些基本理念相结合,探讨女性持有大量股份的现实——以及20世纪初关于女性和性别

[292] 参见前文第二部分第一、第五节。

[293] 同前注[159]—[160]及相关说明;同前注[74]—[80]。

[294] 参见前文第二部分第四节。

差异的观点——在形成这些理念的过程中可能发挥了怎样的作用。^[295] 接下来的五节与其说是深入研究,不如说是调查;在一篇文章中,不可能从各个角度探讨所有观点。本部分探讨了公司治理的“独立领域”(所有权和控制权的分离)、股东天生“被动”的观点、利益相关者主义、公司法中的“平均”或“合理”投资者的观点,以及女性在公司控制中的角色。它勾勒出 21 世纪历史、性别和公司法交叉领域研究议程的轮廓。该研究议程为我们指明了一个更准确的过去视角,以及对公司法所体现的权力的久违透视。

(一) 性别与所有权和控制权的分离

公司法的核心问题之一是“所有权和控制权的分离”,这一理念通常被认为是出自《现代公司与私有财产》一书。^[296] 伯利和米恩斯用分离的隐喻来论证公司的“旧财产关系”被打破,私有财产的“原子”正在分裂成两个对立的阵营。^[297] 在大公司的组织结构中,伯利和米恩斯观察到“所有权的放弃与重组”本身。^[298] 公司所有权正在分解为“其组成部分——控制权和实益所有权”。^[299] 一组人代表“控制权”,而另一组人代表“所有权”。

所有权和控制权的分离被称为“美国公司治理的基础性不稳定因

[295] See John C. Coffee, Jr., *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, 111 YALE L. J. 1, 3 (2001) (确定了“路径依赖论”,并将其概括为“历史很重要,因为它制约着机构变革的方式”).

[296] See, e. g., Eric W. Orts, *Corporate Law and Business Theory*, 74 WASH. & LEE L. REV. 1089, 1091 (2017) (“大量公司法学术文章将伯利和米恩斯著名的‘所有权与控制权分离’作为分析的核心出发点”).《现代公司与私有财产》对公司法思想发展的影响概述,Bratton, 同前注[206] (探讨《现代公司与私有财产》中阐述的观点的“持久性”,尤其是所有权与控制权的分离)。

[297] See Berle & Means, 同前注[35], at 2, 8 (描述了“财产原子的解体”).

[298] 同上注, p. 8.

[299] 同上注 (注意到公司所有权此前“囊括了手动处置的全部权力,完全享有实物资产的使用权、孳息权、收益权”).

素”。^[300] 这个概念在法律和经济学领域被广泛接受,并由此形成了代理成本理论,该理论认为“强势”管理者和“弱势”所有者之间产生的代理问题是公司组织效率低下的主要问题。^[301] 在20世纪80年代,尤金·法玛(Eugene Fama)和迈克尔·詹森(Michael Jensen)将这种范式重新定性为“决策和风险承担职能的分离”,即代理问题产生于“决策代理人”和“剩余索取者”之间。^[302] 无论是赞同伯利和米恩斯表述的学者,还是倾向于法玛和詹森契约论方法的学者,都将降低代理成本作为公司法的核心目的。^[303]

伯利和米恩斯并未将分离前提引入公司治理。^[304] 事实上,在伯利和米恩斯出版他们的书之前的几十年里,商业思想家们一直在讨论公司所有

[300] See Mark J. Roe, *The Inevitable Instability of American Corporate Governance*, in 1 *The History of Modern U. S. Corporate Governance* 3, 4 (Brian R. Cheffins ed., 2011); see also Harwell Wells, *The Birth of Corporate Governance*, 33 SEATTLE U. L. REV. 1247, 1252 (2010) (“几乎所有公司治理定义的关键都在于需要建立机制,最大限度地减少所有权和控制权分离所造成的问题”).

[301] See Fichtner et al., 同前注[38], at 301(描述了伯利和米恩斯的研究如何“导致人们认识到作为现代公司治理理论基础的委托代理问题”); Gilson & Gordon, 同前注[282], at 870; Roe, 同前注[39], at 5-6(采用强势管理者—弱势所有者框架).

[302] See Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 J. L. & ECON. 301, 301, 312 (1983)(得出结论,这一范式是“长期困扰公司研究者的所有权与控制权分离问题”).

[303] See, e. g., Bernard Black & Reinier Kraakman, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, 109 HARV. L. REV. 1911, 1920 (1996)(认为公司法“一般被理解为很大程度上具有经济功能……这可被描述为……将通过公司形式使得订立合同的交易成本和代理成本之和最小化”); Faith Stevelman, *Going Private at the Intersection of the Market and the Law*, 62 BUS. L. 775, 896 (2007)(结合“伯利和米恩斯的著名著作”描述了交易成本经济学对公司法的影响,并指出“公司法的作用是建立一种组织制度,从总体上降低代理成本,但同时又不产生新的代理成本”).

[304] See Wells, 同前注[300], at 1255(“大约在1900年,我们首次发现所有权和控制权在现代公司中分离的流行观点”); Wells, 同前注[136], at 588; McCraw, 同前注[177], at 578-79. Indeed, Jerome Frank alluded to this idea in his 1933 review of the book. Jerome Frank, *Book Review*, 42 YALE L. J. 989, 990 (1933).

权与控制权的关系。^[305] 例如,1904年,塔尔科特·威廉姆斯(Talcott Williams)写了一篇关于公司“所有权扩散”的文章,并指出“控制权和所有权不再紧密结合”。^[306] 就像威廉姆斯所使用的那样,关于所有权和控制权的“结婚”和“离婚”的隐喻,将公司控制类比为配偶关系。^[307] 威廉姆斯撰文指出控制权和所有权正在脱钩,近30年之后,伯利和米恩斯通过使用实证数据来显示公司控制权是如何集中在少数人的手中,从而为这一观点注入了新的活力。重要的是,伯利和米恩斯还普及了控制权和所有权分离是因为“被动的”股东“放弃”了对公司的控制,并为他们观察到的变化赋予了道德价值。^[308]

尽管分离前提作为理解公司组织的概念框架在公司法中被广泛接

[305] 有人将所有权与控制权分离的起源追溯到亚当·斯密(Adam Smith)的《国富论》(The Wealth of Nations)。See, e. g., Herbert Hovenkamp, *Neoclassicism and the Separation of Ownership and Control*, 4 VA. L. & BUS. REV. 373, 374 (2009); Wells, 同前注[300], at 1251(“亚当·斯密在《国富论》中指出,在他看来,管理者与所有者之间的利益分歧是公司有效运作所面临的一个无法克服的难题”); David Finn, *The Corporate Oligarch* 13-14 (1969). 亚历山大·布莱恩·约翰逊(Alexander Bryan Johnson)是纽约州尤蒂卡的一位富有的银行家,他是另一位早期的思想家,认为“公司利益与其管理者利益之间的天然对立”是“公司最难以消除的危险”。Johnson, 同前注[65], at 629. 不过,史密斯(Smith)和约翰逊(Johnson)都没有使用分离隐喻来描述他们所观察到的问题。

[306] See Talcott Williams, *The Corporation*, in *Organized Labor and Capital: The William L. Bull Lectures for the Year 1904*, at 67, 118, 122-23 (1904)。其他早期例子,see *Kavanaugh v. Kavanaugh Knitting Co.*, 123 N. E. 148, 151 (N. Y. 1919); and Seligman, 同前注[167], at 442(“开展业务的公司形式的突出特点是控制权与所有权的其他属性分离”).

[307] See Frank, 同前注[306], at 991 n. 5(描述了“股票所有权与公司控制权的分离”); Henry W. Ballantine, *Ripley's Indictment of Corporate Skulduggery*, 17 CALIF. L. REV. 35, 38 (1928)(书评)[指出雷普利在其著作《主街和华尔街》(Main Street and Wall Street)中“强烈反对所有权与控制权的分离”]; W. H. S. Stevens, *Stockholders' Voting Rights and the Centralization of Voting Control*, 40 Q. J. ECON. 353, 385 (1926)(认为无表决权股票“会进一步加剧已经过于广泛的所有权与管理权的分离”).

[308] See Berle & Means, 同前注[35], at 355; 同上注, p. 355-56(指出控制权集团“已将社会置于要求现代公司不仅为所有者或控制权服务,而且为全社会服务的地位”).

受,但伯利和米恩斯还是受到了批评。^[309]从《现代公司与私有财产》出版到现在,学者一直认为,在控制大公司的人和拥有大公司股票的人之间,从未出现过真正的“分离”或明确的界限。^[310]相反,批评者认为,股东和控制者是重叠的群体。马克思主义经济学家尤其反对这种分离前提。例如,保罗·斯威兹(Paul Sweezy)认为,“实际发生”的情况是“绝大多数所有者被剥夺了控制权,而只有一小部分所有者获得了控制权”^[311]。其他批评人士则广泛质疑公司法对“股东—管理者关系”的短视关注。^[312]

所有权和控制权分离框架本身类似于性别差异的“分离领域”——在伯利和米恩斯时代,所有美国人都熟悉这种划分,几乎将生活的所有

[309] See Cheffins & Bank, 同前注[37], at 466(讨论了对伯利和米恩斯分离前提的“大量批评”)。在获得诺贝尔经济学奖一年后,乔治·斯蒂格勒(George Stigler)与克莱尔·弗里德兰(Claire Friedland)共同撰写了一篇批判《现代公司与私有财产》及其分离前提的文章。George J. Stigler & Claire Friedland, *The Literature of Economics: The Case of Berle and Means*, 26 J. L. & ECON. 237, 237 (1983)。斯蒂格勒和弗里德兰认为,“大多数有表决权的股票是公司的最终控制权,即使这些股票分散在许多所有者手中……从终极意义上讲,所有权和控制权是不可分割的”。同上注, p. 248。他们还得出结论,数据显示“没有明确的证据表明管理层主导的公司与所有者主导的公司伯利和米恩斯的分离前提下有很大的不同”。同上注, p. 259。

[310] See, e. g., Dalia Tsuk Mitchell, *Shareholders as Proxies: The Contours of Shareholder Democracy*, 63 WASH. & LEE L. REV. 1503, 1520 n. 52 (2006)。《现代公司与私有财产》出版几年后,临时国家经济委员会(Temporary National Economic Committee)对美国上市公司的经济权力集中情况进行了一项重要研究,得出的结论(与伯利和米恩斯的研究结果相反)是:“在一般公司中,大部分投票权集中在不超过1%的股东手中。”TEMP. NAT'L ECON. COMM., 同前注[41], at xvii。

[311] Paul M. Sweezy, *The Theory of Capitalist Development: Principles of Marxian Political Economy* 262 (1942)。

[312] See Margaret M. Blair, *Rethinking Assumptions Behind Corporate Governance*, CHALLENGE, Nov. - Dec. 1995, at 12, 17(“公司治理讨论……只关注股东与管理者之间的权力关系,重点不对”)。

方面都划分为“公共”(男性)和“私人”(女性)。^[313]“分离领域”意识形态将事物想象为男性与女性的双边划分:强势与弱势、主动与被动、理性与感性等。^[314]1872年,美国联邦最高法院法官约瑟夫·布拉德利(Joseph Bradley)在一份同意意见书中认可了“分离领域”意识形态,肯定了伊利诺伊州最高法院的观点,即“上帝设计性别占据不同的行动领域”是一个“不言而喻的真理”。^[315]正如伯利和米恩斯所提出的那样,所有权和控制权的分离将公司治理重新设想为类似的划分。一方面是经营该公司的“主动”男性管理者。另一方面是“被动”股东,他(她)们除了收取股息支票外几乎没有任何作用,其中包括大量女性。后来,在

[313] See Evans, 同前注[158], at 183(将20世纪20年代的公司办公室描述为“一个公共环境,在这个环境中,男性和女性被赋予不同的、不平等的角色,类似于他们在家中的传统角色”);O'Connor, 同前注[108], at 658(“特定性别领域的概念源于这样一种信念,即女性天生从属于男性,几乎可以肯定智力低于男性,在生理上也不适合商业和政治的严格要求。即使到了世纪之交,法律仍然坚定地奉行性别关系的独立领域理论”);Henry Clews, *Woman in Politics, Nature, History, Business and the Home*, in *Financial, Economic, and Miscellaneous Speeches and Essays* 315, 315 (1910)(断言“男人和女人被创造出来是为了在生活中履行独立和独特的职能”,并批评女性参与商业和政治)。Clews, the founder of a New York brokerage firm, was one of the oldest and most venerated members of the NYSE. *The Great Banking House of Henry Clews & Co.: Its Magnitude and Success*, N. Y. TIMES, Jan. 1, 1886, at 4(将该公司描述为“光荣和当之无愧的繁荣”,并追溯到1877年)。查尔斯·奥凯利(Charles O'Kelley)认为,我们对伯利等公司理论家的了解,由于对他们写作的环境“普遍缺乏历史知识”而变得模糊不清。Charles R. T. O'Kelley, *Berle and the Entrepreneur*, 33 SEATTLE U. L. REV. 1141, 1171 (2010)。尽管今天大多数美国人会对“独立领域”的意识形态感到后怕,但毫无疑问,在伯利和米恩斯的生活中,这种意识形态是一种占主导地位的社会框架。

[314] 正如一位作家所说“自古以来,在所有事物中都会发现两个原则,一个是主要原则,另一个是次要原则;一个是主动原则,另一个是被动原则,即表现为太阳和月亮、白天和黑夜、火和水、能量和物质、男人和女人等的‘一对对立面’;男人是主动原则,女人是被动原则”。See Elizabeth E. Goldsmith, *Suffrage Unnatural*, N. Y. TIMES, Feb. 21, 1915, at 1.

[315] See *Bradwell v. State*, 83 U. S. 130, 132 (1872)(情况说明);同上注, p. 139, 141 (Bradley, J., concurring)。

担任公司法教授期间,伯利改用“被动接受”一词来描述股权的功能。^[316]在纽约证券交易所首次公布调查结果,确定大多数美国个人股东为女性之后的第二年,伯利断言,“公司‘被动接受’的一方”是“无能为力的”。^[317]

《现代公司与私有财产》出版后,政治理论家詹姆斯·伯纳姆(James Burnham)将分离的前提与持股性别直接联系起来。在1941年出版的一本颇有影响力的著作《管理革命》(The Managerial Revolution)中,伯纳姆写道,女性持股人数的增加表明,资本家正在退出“经济过程中任何形式的积极和直接参与”^[318]。伯纳姆的说法呼应了伯利和米恩斯的观点,即股东的被动性包括选择“放弃”控制权。^[319]伯纳姆写道,女性的持股凸显了公司“合法所有者”(股东)和“生产工具”之间日益扩大的“差距”,因为“无论生物学上有什么优点,女性在实际经济过程中并没有发挥真正的主导作用是不争的事实”^[320]。

分离的前提有助于证明公司权力从普通股(由不断扩大的女性群体持有)转向男性管理者的合理性。从1890年到1930年,许多著名的公

[316] See A. A. Berle, JR., *Economic Power and the Free Society* 7 (1957) (“股东的业务主要是收取”)。“被动”指股东收取股息,但也有性别的含义。在第三版中,《牛津英语词典》中“被动”的历史性定义包括“指定、与被动性角色有关或具有该角色特征的人”。Passive, OXFORD ENG. DICTIONARY (3d ed. 2005)。

[317] See Berle, 同前注[316], at 7; N. Y. STOCK EXCH., WHO OWNS AMERICAN BUSINESS?, 同前注[29], at 6 (发现1956年女性占个人股东的51.6%)。后几代公司法学者并不认同“被动”股东没有作用的观点。相反,一代法律经济学家将股东描述为剩余索取权人,他们在以专业化为特征的公司结构中发挥着重要的风险承担功能。See, e. g., Ronald J. Gilson & Charles K. Whitehead, *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets*, 108 COLUM. L. REV. 231, 231–32 (2008); Fama & Jensen, 同前注[302], at 308。马克·罗(Mark Roe)这样总结道:“美国大公司与众不同的治理结构……通常被视为专业化带来的自然经济结果:股东将专门承担风险,但希望实现多元化,而公司需要专业化、职业化的管理。”Roe, 同前注[39], at ix。

[318] James Burnham, *The Managerial Revolution: What is Happening in the World* 101 (1941)。

[319] See Berle & Means, 同前注[35], at 338 (“股东放弃了对其财富的控制权”)。

[320] Burnham, 同前注[318], at 101。伯纳姆(Burnham)将女性持有股票的作用降到最低,断言(没有证据)以女性名义登记股票“通常是一种帮助保全财富的法律手段”。同上注。

司理论家认为,赋予股东权力是改革公司治理和解决“公司问题”的关键。^[321] 伯利在其职业生涯之初,曾主张采取一些战略,赋予股东集体行动的权力,以遏制管理者的权力。^[322] 然而,当他和米恩斯出版《现代公司与私有财产》时,伯利已经改变了他的观点。^[323] 在那本书中,伯利和米恩斯断言,对于股票流动性强的公司来说,股票市场——而不是股东——将约束公司管理。^[324] 管理专家沃尔特·沃纳(Walter Werner)认为,伯利和米恩斯的书“彻底背离了以前的观点”,认为“股东在市場中的权利与他们在公司中的权利是不可分割的”,从而使股票市场“成为保护股东的关键”。^[325] 在这里,我们看到了仅在几年后颁布的新政证券法(New Deal securities laws)的起源,该法将市场监管和公司信息披露——而不是股东赋权——视为改革大公司的关键。^[326] 当然,市场是作为一种非政治性——甚至是平等主义——的机制被引入的,以约束管理者,同时也使个人股东的自然人身份变得无形,使股东的性别变化变

[321] See Cook, 同前注[99], at 118; see also Harwell Wells, *A Long View of Shareholder Power: From the Antebellum Corporation to the Twenty-First Century*, 67 FLA. L. REV. 1033, 1057-58 (2015) (描述了始于19世纪晚期的累积投票运动)。

[322] See Bratton, 同前注[206], at 751-52 (概述了伯利的早期工作,包括他建议信托公司将“许多小的持股汇集到一个机构中,这个机构的规模如此之大,以至于股东保护”是可行的)[quoting Adolf A. Berle, JR., *Studies in the Law of Corporate Finance* 39 (1928)]; Richard S. Kirkendall, A. A. Berle, Jr.: *Student of the Corporation*, 1917-1932, 35 BUS. HIST. REV. 43, 48 (1961) (“在26岁时,伯利的思绪就已经飘到了改变工业权力位置的想法上”); Ripley, 同前注[57], at 133 (描述伯利曾提议通过建立“完全代表股东利益”的委员会来改革公司治理)。

[323] See Bratton, 同前注[206], at 752-53 (描述了伯利与米恩斯的合作如何改变了他“对监管的态度”,以及伯利如何“放弃了自我监管的方式,转而支持政府对公司活动的控制”)。

[324] See Berle & Means, 同前注[35], at 287 (“从经济学角度看,各种所谓的‘法定权利’或经济压力可能导致管理层为股东做好事,而这些权利或压力本身只是个人手中不确定的期望。但经过汇总、公共市场的解释和证券交易所的评估,它们确实具有具体的、可衡量的价值;股东必须而且事实上也确实关注这一价值”)。

[325] Werner, 同前注[99], at 397。

[326] 达利娅·津克·米切尔(Dalia Tsuk Mitchell)认为,在20世纪20年代,像伯利和雷普利这样的公司法学者选择了“保护股东的目标”,而不是“相信股东是积极的代理人”。Mitchell, 同前注[310], at 1511 (“给予股东有意义的发言权的首次尝试以保护而非赋权告终”)。后来,“1933年和1934年的《证券法》并未试图赋予股东权力或保护股东。它们的目标是强化健康自由市场的理想”。同上注, p. 1512。

得无关紧要。

20 世纪 90 年代,马克·罗伊(Mark Roe)对美国独特的公司结构提出了一种新的政治解释,这种解释以这一时期的历史为基础。^[327] 在他的叙述中,美国的法律和政治“分割”了银行、保险公司和共同基金等中介机构,阻止它们积累大量股票并行使对公司的控制权。^[328] 罗伊认为,美国人作出这些政治选择的部分原因是他们不信任私人权力的积累,他还认为,这些政治选择有助于解释为什么美国公司最终拥有大量分散的股东。^[329] 罗伊的著作具有开创性,因为他承认政治选择影响了美国公司结构的演变。他的观点与当时流行的“自然选择”理论相悖,该理论将公司结构描述为自然发生的经济压力和“组织适应”的产物。^[330] 罗伊的书《强势管理者、弱势所有者》(*Strong Managers, Weak Owners*)假定了分离前提,并未探讨个人股东身份与政治故事的相关性。由于缺乏承认女性是股东中一个重要子群体的历史叙事,罗伊只能部分解释“政治如何创造了支离破碎的伯利-米恩斯(范式)公司”。^[331]

性别政治可能是导致支离破碎的伯利-米恩斯(范式)公司出现的另一个因素。本文的第二部分展示了 20 世纪初的几十年股权分散的原因,其中至少部分原因是女性对公司股票的需求。当时女性的政治和法律地位有助于解释这一过程。例如,尽管女性在 1920 年之前被排除在政治公民身份之外,但在 19 世纪中期,即使是已婚女性也被视为有投票权的公司“公民”。因此,如果女性希望与男性平等地参与公共领域的决策,持股就提供了这样的机会。事实上,有证据表明,在 1920 年之前,一些女性积极参与了大公司的股东治理,当时她们被排除在由男性主导的其他形式的组织治理之外,1920 年之后,女性的角色在公共生活中扩大仍然存在争议。^[332] 此外,女性的工资因其性别而打折扣,^[333] 而她们

[327] See Ror, 同前注[39], at ix-x, 26.

[328] 同上注, p. 26.

[329] 同上注。

[330] 同上注, p. 285-87.

[331] 同上注, p. 287. 相当合理的是,罗伊并没有声称他的分析完全解释了伯利-米恩斯(范式)公司的崛起。

[332] 同后注[360]—[365]及相关说明。

[333] See Bergmann, 同前注[234], at 11-12(“女性职业隔离的经济结果是低工资”).

的股票回报率则没有打折扣。这可能会鼓励女性,特别是工薪女性,将持股视为一种独具吸引力的经济活动形式。最后,19世纪中后期颁布的一些已婚女性财产法赋予已婚女性以其名义持有股票并投票的权利,这可能会鼓励女性及其家庭将女性的财富用于持股。^[334]

综合所有这些因素,我们可以看到一个与罗伊所描述的情况相辅相成的故事。虽然美国的法律和政治在不断演变,以防止机构投资者积累大宗持股权力,但它们也在不断发展,使得持股对几代美国女性来说是一种特别有吸引力的投资。公司管理者可能会将女性投资者的小额持股视为反击公众反公司情绪的政治基础。^[335]其结果是,股东阶层不仅壮大了,而且呈女性化的趋势。

美国股东身份的变化为公司结构问题——尤其是所有权与控制权的分离——注入了性别政治。它鼓励公司领导人在公司结构中看到一种概念性的“分离”,将两个要素——所有者和管理者——具体化,事实上,这两个要素是按性别划分的。所有者包括女性,但管理者完全是男性。

此外,股东阶级身份的变化也可能影响了公司领导人对遏制管理权力的最佳方式的看法——这也是当时的主要问题之一。对女性经商能力不足、情感化决策和顺从性格的刻板印象促成了一种趋势,即公司领

[334] See, e. g., Act of June 30, 1985, ch. 321, 1851 N. Y. Laws 616(规定已婚女性可拥有以其名义持有的公司股票并投票)。

[335] See, e. g., *The Heaviest Sufferers in New Haven*, FIN. WORLD, Apr. 18, 1914, at 3, 3(指出纽黑文铁路公司的女性股东比男性股东多,并断言“如果不是基于其他原因,而是因为这些女性的困境,她们中的许多人没有技能,无法在生活中打拼,那么所有思想正常的人都会自然而然地‘帮助’恢复这条路以前的繁荣和声誉”); *A Tax Problem*, OUTLOOK (N. Y.), Apr. 5, 1913, at 763, 764(报道称“人们熟悉的‘为孤儿寡母股东求情’经常被用来反对监管公司的法案”)。还有证据表明,公司管理者可能认为小股东是可取的,因为他们有助于确保管理者自身的持续控制权,这一理由也可能促使管理者鼓励女性持股。See, e. g., *Many Holders of Railroad Stock*, N. Y. TIMES, Sept. 23, 1907, at 12[“铁路管理者认为广泛发行股票是非常可取的。据说梅伦(Mellen)总裁在计划再次大量发行纽黑文公司股票时,所关注的问题之一就是确定条款,确保新股票由股东认购,而不是落入任何投机集团手中……”]。

导人逐渐改变了他们对大公司股东治理的看法。^[336] 到 20 世纪 30 年代中期,很少有公司法学者主张支持股东采取集体行动。^[337] 而通过新政证券法监管的股票市场的中性机制,作为约束管理者的一种手段,正日益受到青睐。^[338] 现在,在 21 世纪,所有者和管理者之间的“神话之战”在公司法学界受到了越来越多的批评,这表明可能是时候重新评估分离的前提、起源以及其对公司法和理论的持续价值了。^[339]

[336] 在大量女性股东出现的同时,随着公司设立员工股票购买计划和发放股票红利,员工股东的人数虽有所减少,但仍有显著增长。因此,从 1900 年到 1960 年,持股人口的变化不仅带来了女性持股,也带来了越来越多的劳工声音。See generally Matthew T. Bodie, *Labor Interests and Corporate Power*, 99 B. U. L. REV. 1123 (2019) (讨论劳工与公司组织和权力的关系)。

[337] 威廉·道格拉斯(William Douglas)是最后一批这样做的人之一,他在担任美国证券交易委员会主席的 3 年前就提出,“必须制定某种方法,将分散无序的股东和其他投资者动员起来,形成一个积极有力的团体,以便在金融领域建立一支称职的、值得尊敬的巡逻队”。William O. Douglas, *Directors Who Do Not Direct*, 47 HARV. L. REV. 1305, 1307 (1934); see also Alden Whitman, *William O. Douglas Is Dead at 81; Served 36 Years on Supreme Court*, N. Y. TIMES, Jan. 20, 1980, at 1 (概述了道格拉斯的生平和工作)。

[338] 另一个受到追捧的想法是“独立董事”。一些进步时代的公司法专家建议由政府挑选董事,以公共利益为重管理铁路公司。See, e. g., William W. Cook, *Industrial Democracy or Monopoly? How American Railways Can Be Taken Over for the People Safely and Easily*, 38 MCCLURE'S MAG. 352, 355 (1912). 法学教授 I. 莫里斯·沃姆瑟(I. Maurice Wormser)于 1931 年重新提出了这一观点。See I. Maurice Wormser, *Frankenstein, Incorporated* 139 (1931). 几年后,道格拉斯在《哈佛法律评论》上发表了一篇重要文章,提倡独立董事。Douglas, 同前注[337], at 1322 (“我们的出发点和落脚点都是假定董事是商业道德和法律的受托人;他们行使的权力是信托权力”); see also William O. Douglas, Comm'r, SEC, Address Before the Bond Club of New York: *Democracy in Industry and Finance* 12 (Mar. 24, 1937) (作者存档)(讨论如何鼓励“代表公众利益的董事”,并提出可能的解决方案“董事轮换原则和设立所谓的公众董事”)。1940 年《投资公司法案》(The Investment Company Act)规定投资公司必须有独立董事;同年,美国证券交易委员会建议董事会审计委员会由非管理层董事组成。See Roberta S. Karmel, *Independent Corporate Board: A Means to What End*, 52 GEO. WASH. L. REV. 534, 538, 545 (1984) (描述其中一些进展); McKesson & Robbins, Inc., Exchange Act Release No. 2707, (Accounting Series Release Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 72,020 (Dec. 5, 1940) (推荐独立审计委员会)。

[339] See, e. g., J. B. Heaton, *Corporate Governance and the Cult of Agency*, 64 VILL. L. REV. 201, 202 (2019) (将分离描述为“神话之战”,主张终结“代理崇拜”)。

(二)“被动”的病理学

伯利和米恩斯分离理论的核心思想是股东们正变得“被动”。^[340] 他们写道,造成这种变化的因素是股票所有权的分散。^[341] 由于股东的股份规模小而无法向管理层施加压力或控制管理层,这就是被动的条件。因此,虽然“被动”一词可能会让现代读者认为持股人选择无所作为,但伯利和米恩斯用它来描述分散持股本身。^[342] 在他们的描述中,持有少量被广泛持有的股票实际上是“被动”的,而这种被动性正是股东在公司中失去权力而公司管理者却获得权力的原因。^[343]

当伯利和米恩斯用“被动”一词来描述分散的股东时,他们并不是在重申对 20 世纪二三十年代的常见表述。^[344] 伯利和米恩斯是最早在学术文献中将分散持股表述为本质上被动的学者之一。他们这样做,也

[340] See Berle & Means, 同前注[35], at 66(“最根本的是,股票所有权的地位已从主动代理人变为被动代理人”);另见同上注,第 346 – 347 页(“被动财产……赋予其拥有者在公司中的利益,但实际上不赋予他们对公司的控制权,也不涉及任何责任……它包括个人与公司之间的一系列关系,涉及个人对公司的权利,但几乎不涉及对公司的有效权力”).

[341] 同上注, p. 84(“当最大的单一权益仅为百分之一的零头时……没有一个股东能够仅凭其持有的股份就对管理层施加重要压力,或利用其持有的股份作为一个相当大的核心来积累控制权所需的多数票”).

[342] See Accord Black, 同前注[290], at 813(“在伯利—米恩斯的范式中,股东的被动性是不可避免的”);Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 J. L. & ECON. 395, 397 (1983)(“伯利和米恩斯认为,股东无能为力是所有股权分散的必然结果”).

[343] See Berle & Means, 同前注[35], at 338(“股东放弃了对其财富的控制。他成了资本的提供者,成了纯粹的风险承担者,而最终的责任和权力则由董事和‘控制’来行使”). 多年后,伯利在一本个人著作中阐述了他对“美国被动财产制度”的观点。Adolf A. Berle, *The American Economic Republic* 36 – 59 (1963). 他认为,“被动财产”广泛分配的“代价”是“个人自由和个人自我实现能力不可容忍的损失”。同上注, p. 55. 另一部分学者认为,伯利—米恩斯(范式)公司为股票所有者“创造了经济和政治依赖关系”。Allen Kaufman, Lawrence Zzcharias & Marvin Karson, *Managers vs. Owners: The Struggle for Corporate Control in American Democracy* 3 (1995).

[344] 事实上,在金融领域,“被动”一词历来被用来指不支付利息的债券或债务。Passive, OXFORD ENG. DICTIONARY (2ded. 1989).

是在重提女性是不活跃股东的老套路。^[345] 例如,1907年,《辛辛那提问询报》(The Cincinnati Enquirer)就报道说该市的银行家们面临着一个“棘手的问题”:太多的股票处于“被动的手中”。^[346] 文章描述了辛辛那提市的银行家们“仔细阅读股东名单”后发现,一些银行“被一群只想收取股息而对银行‘不感兴趣’的股东所‘淹没’”。^[347] 有一家银行大约有300名股东:

研究发现,女性占了股东总数的近一半。股东群体被划分为居民和非居民女性、居民活跃商业男性、非居民男性、退休居民男性、庄园主、其他银行(竞争者)和公司。结果表明,与被动股东的持股量相比,主动股东的持股量相对较少。全市几乎没有一家银行不是由大量女性和庄园主持有股票的。^[348]

这段话表明,男性股东在商业活动中可以“活跃”,但女性总是保持“被动”,这种差异具有重要意义。这段话强调了被动不仅与女性有关,而且对股东来说是一种不好的品质,最终对公司不利。^[349]

在伯利和米恩斯构建被动股东的过程中,他们的导师、前哈佛大学教授威廉·雷普利(William Ripley)的影响显而易见。^[350] 在1927年出

[345] 在《现代公司与私有财产》出版之前,“被动”股东的概念已偶尔出现在各种著作中。See, e. g., *State ex rel. Nicomen Boom Co. v. N. Shore Boom & Driving Co.*, 107 P. 196, 199 (Wash. 1910) (Mount, J., dissenting). 此外,1926年,W. H. S. 史蒂文斯(W. H. S. Stevens)提到股东的“消极态度”,他们不参加年会,“无法准确解释公司损益表和资产负债表的含义或意义”,“很少或根本不关注公司事务”——至少只要公司支付股息。Stevens, 同前注[307], at 384-85. 与当时的其他学者一样,史蒂文斯认为被动股东既不聪明,也不积极。

[346] See *Bankers Have a Tough Problem*, CIN. ENQUIRER, Feb. 19, 1907, at 5.

[347] 同上注。

[348] 同上注。

[349] 事实上,持股的“被动”特质经常被无端地以负面措辞加以描述。See, e. g., Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161, 1171 n. 27 (1981) (认为“股东的自身利益导致了他们的无知和被动”).

[350] 至少有一位评论家将伯利和米恩斯的著作描述为雷普利著作的延伸。See Robert S. Stevens, Book Review, 18 CORNELL L. Q. 634, 634 (1933) (将《现代公司与私有财产》描述为“从根本上说是根据收集到的数据,对同一问题的进一步、更详细和最新的研究”,雷普利曾在之前的著作中探讨过这一问题,并指出伯利和米恩斯承认“他们欠雷普利的情”).

版的《主街和华尔街》(*Main Street and Wall Street*)一书中,雷普利对比了股东委托投票和股东“被动参与管理”,并对“将股票广泛分配给员工和公司产品的消费者”——这可能指的是女性^[351]——如何“突出”了“普通股东”的“无效性”表示遗憾。^[352]在同一本书中,雷普利公开蔑视女性股东,认为她们“没有受过良好的训练——只因性别这个毫无意义的问题——不适合直接管理”公司。^[353]伯利和米恩斯并没有对女性股东表示同样的公开蔑视,但他们称小股东不负责任,并将现代的、广泛持股的公司与早期的公司资本主义进行了对比,后者“股东人数很少;他们可以并且确实参加了会议;他们是(男性)商人;他们的投票意义重大”^[354]。

当然,同时代的读者可能会把“被动”这个词理解为“女性化”。在当时,被动性与对女性的刻板印象密切相关,通常与男性的“积极”性格形成对比。^[355]1922年,一位演讲者在《华盛顿邮报》(*The Washington Post*)上发表的讲话中说:“被动是女性的强大力量。”^[356]直到1989年,

[351] 参见前文第二部分第四节。

[352] See Ripley, 同前注[57], at 94, 108; 同上注, p. 97(描述了“公司股东的温顺”).

[353] 同上注, p. 129-30.

[354] Berle & Means, 同前注[35], at 135 n. 14, 354. 关于早期对股东的道德批判, see Samuel Untermyer, *Reasons and Remedies for Our Business Troubles: An Address Delivered Before the Commercial Club and the Pittsburgh Industrial Development Commission at Pittsburgh* 15 (May 22, 1914)(认为股东“理应受到支配这些公司的人的这种待遇”,因为他们“傲慢”和“犯罪的惰性”).

[355] See For one example, see Kenneth E. Boulding, *The Organizational Revolution: A Study in the Ethics of Economic Organization* 92 (1953). See also, e. g., Nikki Mandell, *Will the Real Businessman/Businesswoman Stand Up?: The Historical Implications of Regendering Business Success in the Early Twentieth Century*, 15 ENTER. & SOC'Y 499, 501 (2014)(指出“女性天生被动”的假定如何在按性别隔离职业方面发挥作用). 从19世纪到至少20世纪中叶,在有关女性股东的讨论中,将女性描述为“弱势性别”的情况也很常见。For an example, see Charlotte A. Cleveland, *Report of the Finance Committee*, WOMAN'S J., Nov. 25, 1876, at 379, 379[引用新泽西农民国民银行(Farmer's National Bank of New Jersey)行长卡尔(Carr)法官的话].

[356] *Woman's Work Passive Says Mrs. M' Cormick*, WASH. POST, Jan. 26, 1922, at 3 [引用艾迪斯·洛克菲勒·麦考密克(Edith Rockefeller McCormick)的话:“世界的工作是由两股力量完成的,积极的和消极的……女性代表铁路的铁轨——消极力量,而男人则是发动机,即积极力量”].

《牛津英语词典》(Oxford English Dictionary)还明确定义了“被动”,其中定义为“与女性角色有关或与女性角色特征有关”。^[357]在20世纪初的几十年里,女性天生被动的观念在确定女性可从事的有偿工作类型和职业道路方面发挥了重要作用。^[358]

当然,在20世纪10年代、20年代和30年代,大公司的股东往往不参加年会,提交委托书,或以其他方式参与股东治理。在伯利和米恩斯之前,这通常被描述为“缺席持股”(absentee shareholding),这归因于公司法和惯例,如亲自出席股东大会和委托制度,使股东参与变得极为困难。^[359]伯利和米恩斯将“被动”股东(女性)的崛起与缺席持股的治理问题混为一谈。

无论如何,我们有很多理由怀疑小股东是否选择了不参与公司治理。该时期的证据表明,小股东试图参与其中。1913年,美国还原和精炼公司(U. S. Reduction and Refining Company)的年会只有一位女性股

[357] See Passive, OXFORD ENG. DICTIONARY (2d ed. 1989). 1933年出版的早期版本省略了对“女性”的提及,但包含了与第二版类似的定义,将“被动”理解为“在没有抵抗或反对的情况下接受或接受某物;容易屈服于或服从于外力或影响,或他人的意志;顺从”。Passive, OXFORD ENG. DICTIONARY (1sted. 1933); see also Passive, Century Dictionary: An Encyclopedic Lexicon of The Eng. Language (rev. and enlarged ed. 1914)(将“被动”定义为,除其他外,“接受;不抵抗;不反对;不抵抗地接受或承受;如,被动服从”).

[358] 正如一位历史学家所说,“性别分析揭示了工作场所等级制度中女性处于下层、男性主宰上层的自然化过程”。Mandell, 同前注[355], at 501-02.

[359] See, e. g., Louis D. Brandeis, *Cutthroat Prices—The Competition That Kills*, HARPER'S WKLY., Nov. 15, 1918, at 10, 12(描述了“拥有无数雇员、缺席所有权和金融家控制权的巨型公司”对“我们的民主构成了严重威胁”); Thorstein Veblen, *Absentee Ownership and Business Enterprise in Recent Times: The Case of America* 4 (1923); Sears, 同前注[58], at 216(指出“典型股东的缺席和冷漠态度”); 同上注, p. 8[引用社会科学家亨利·沃德(Henry Ward)的用语]; cf. Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *Federal Corporate Law: Lessons from History*, 106 COLUM. L. REV. 1793, 1804 (2006)(将股东的“被动性”部分归因于“背景法律规则通常使股东难以干预”). 即使在他对路易斯 K. 利格特公司(Louis K. Liggett Co.)诉李(Lee)案的史诗般的异议中,布兰代斯(Brandeis)大法官反复引用并赞同伯利和米恩斯关于所有权与控制权分离的观点,但他继续避免使用“被动性”的措辞。See 288 U. S. 517, 568-69 (1933) (Brandeis, J., dissenting)(保留“缺席所有权”一词); Douglas, 同前注[339], at 1317(使用“缺席所有权”而非“被动所有权”).

东到场,《华尔街日报》发表了一篇短文,描述了她正在寻找公司的高管和董事没有举行的会议。^[360] 在随后的几十年里,随着持股比例的扩大,股东大会的出席率也不断攀升。例如,早在 1945 年,美国国际电话电报公司的股东就曾因(会场)空间不足而被拒之门外。^[361] 由于越来越多的股东希望积极参与辩论,会议的时间也越来越长。^[362] 1952 年,《华尔街日报》的一名记者随机采访了 3 名前来参加标准石油公司在印第安纳州举办的年会的股东,其中一位女士驱车 350 英里前来参加会议。^[363]

[360] See U. S. Reduction & Refining: Annual Meeting, Supposed to Be Held in Jersey City, Did Not Materialize, WALL ST. J., Apr. 28, 1913, at 6.

[361] See Labor Group's Plans Lose at A. T. & T. Meet, WASH. POST, Apr. 19, 1945, at 14 (描述了“大约 50 到 100 名”股东“无法进入美国国际电话电报公司的会议室——挤得水泄不通”)。美国国际电话电报公司 1949 年的会议只有 700 名股东参加,到 1953 年,数百名股东被派往分会场观看电视会议。For Whom the Bell Tolls, COUNCIL COMPASS (Council of W. Elec. Tech. Emps., Newark, N. J.), May 1949, at 1, 1; A. T. & T. Holders View Annual Meeting on TV, WALL ST. J., Apr. 16, 1953, at 20. 1953 年的出席人数报告从 1200 人到 1800 多人不等。Compare A. T. & T. Holders View Annual Meeting on TV, supra, with Wish You Were Here, COUNCIL COMPASS (Council of W. Elec. Tech. Emps., Newark, N. J.), May 1953, at 1, 1, 3. 美国国际电话电报公司在新泽西州纳特利的马戏团帐篷里举行了 1953 年年会。I. T. & T. Takes Annual Meeting to Stockholders, WALL ST. J., May 6, 1955, at 9. 同年,美国航空公司在拉瓜迪亚机场的机库中召开了年会;有 1800 名股东参加。The Stockholder's Voice, WALL ST. J., May 22, 1953, at 4. “每年都有越来越多的股东参加年会”,美国通用电气公司的一位高管在 1954 年说道。Doyle F. Smee, Mr. Stockholder: Encouraged by Industry, He Plays a Bigger Part at Annual Meetings, WALL ST. J., Apr. 19, 1954, at 1. 当年,该公司的“庞大”会议接待了 2455 名股东。Alfred R. Zipser, Jr., G. E. Profits Set Peak in Quarter at \$48,029,000, Up 42% in Year, N. Y. TIMES, Apr. 21, 1954, at 45. 尽管有些会议有数千名股东参加,但出席者仅占股东总数的一小部分。1949 年,《华尔街日报》指出,“出席人数稀少、评论寥寥无几仍是大多数公司会议的典型特征”。Owners Arise! Annual Meetings Draw Record Attendance and Pointed Questioning, 同前注[218]。

[362] 例如,美国国际电话电报公司的 1948 年年度股东大会长达两个小时。Corporate Democracy, COUNCIL COMPASS (Council of W. Elec. Tech. Emps., Newark, N. J.), May 1948, at 1, 6 - 7. 1949 年的会议持续了四个半小时。Owners Arise! Annual Meetings Draw Record Attendance and Pointed Questioning, 同前注[218]。其 1950 年的年会持续了将近七个小时。950 at Its Stockholders' Meeting, a Record in History of A. T. & T., N. Y. TIMES, Apr. 20, 1950, at 45.

[363] See Pickets Bar Holders of Indiana Standard from Annual Meeting, WALL ST. J., May 2, 1952, at 2.

1961年,2万名股东出席了美国国际电话电报公司在芝加哥举行的年度股东大会——人数超过了棒球赛季开幕时的出席人数。^[364]许多类似的故事表明,尤其是在大萧条之后,股东们一直在努力探索如何参与大公司的治理,但没有找到明确的方法。^[365]在此期间,大多数小股东并没有持有多元化的股票组合。^[366]由于只在少数几家公司拥有治理权,股东就有可能把注意力集中在经济公民权上。公司治理实践阻碍了他们的参与,缺乏交通和通信技术(这些技术可能允许远方的股东出席会议或投票表决自己的股份)阻碍了他们的发展。

被动论对美国公司治理理论和法律的演变产生了持久的影响。^[367]通过将分散股权定性为内在被动,伯利和米恩斯对被动股东比喻的普及使人们无法认真考虑公司法是如何阻止小股东参与治理的。^[368]“被动”一词本身已被广泛应用于公司法和证券法的法学研究中,其含义广泛适用于公司董事会、股东和投资策略。例如,弗兰克·伊斯特布鲁克(Frank Easterbrook)和丹尼尔·菲舍尔(Daniel Fischel)提出了收购法中的“管理被动规则”。^[369]最近的一种学术趋势将指数投资描述为“被

[364] See Sylvia Porter, *Sylvia Porter Says: Annual Meetings Taking On More Serious Aspect*, RICH. TIMES - DISPATCH, Mar. 28, 1963, at 43.

[365] 例如,股东积极主义者推动召开地区股东大会,以鼓励更多股东参与。通用磨坊公司于1939年和1940年在纽约、旧金山、底特律和洛杉矶等大城市举行了首次此类会议。公司报告称,旧金山地区约有一半的股东参加了在该市举行的会议。See Lon Hughes, *General Mills, Inc., Stockholders Meet Here*, S.F. EXAM'R, Dec. 12, 1939, at 29(注意到通用磨坊公司的股东有一半以上是女性); *Owners Invited*, TIME, Jan. 29, 1940, at 59, 60(结论是“这一实验似乎更有可能证明,现代股东虽然是公司的受益者,但大多完全无法扮演老式的经营者角色”)。

[366] 同前注[41]。

[367] 1932年《现代公司与私有财产》出版后,股东的被动性成为公司法和公司理论的一个重要主题。See, e. g., Chester Rohlrich, *Law and Practice in Corporate Control* 8 (1933)(描述了“主动控制和经营公司的人与被动等待分红的人之间的分离”)。

[368] 伯利和米恩斯在书中讨论了公司法的变化,这些变化剥夺了股东的权力。Berle & Means, 同前注[35], at 153-88. 然而,他们并不赞成修改公司法以重新赋予股东权力。

[369] See Easterbrook & Fischel, 同前注[342], at 1177-78, 1198-99.

动”投资。^[370] 在一篇颇有见地的文章中,阿德里亚娜·罗伯逊(Adriana Robertson)认为,将股票市场指数描述为“被动”掩盖了关于它们的重要事实。^[371] 包括伯纳德·布莱克(Bernard Black)在内的一些学者认为,“公司治理的标准模式夸大了被动性”^[372]。

20世纪70年代法经济学运动兴起,它接受了股东的被动性,并将其重新塑造为“理性冷漠”。这种观点认为,分散股东的“自然”被动性证明了“搭便车问题”,可以用经济人(homo economicus)的激励机制来解释。^[373] 在20世纪80年代,弗兰克·伊斯特布鲁克和丹尼尔·菲舍尔解释说:

多数股东是寻求流动性持股的被动投资者。他们对公司管理兴趣不大,也没有动力去了解管理的细节……因为其他股东可以免费蹭任何一位股东的“监督”,因此每位股东都认为被动符合自身利益。^[374]

伯利和米恩斯将被动性问题化,将其视为应受指责的股权贬值,证明股东丧失特权是合理的。法经济学运动将被动性重新想象为过度扩张、追求福利最大化的投资者的理性决策。^[375] 被动已经不再是一个问题,而已经成为一个问题——“资源有限”的问题的解决方案。一旦以

[370] See, e. g., Jill Fisch, Assaf Hamdani & Steven Davidoff Solomon, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, 168 U. PA. L. REV. 17, 19, 58 (2019) (将“被动管理基金”描述为“不会作出基于信息的交易决策”的基金); See generally Dorothy S. Lund, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43 J. CORP. L. 493, 494 (2018) (将“被动管理基金”描述为“被动基金”); Fichtner et al., 见前注[38], at 298–99 (使用“被动管理基金”一词指“廉价的指数共同基金和交易所交易基金”,这些基金“寻求复制股票指数,同时最大限度地降低费用率”).

[371] See Adriana Z. Robertson, *Passive in Name Only: Delegated Management and “Index” Investing*, 36 YALE J. REG. 795, 797 (2019) (“美国股市指数远非被动,而是代表了其管理者深思熟虑的决策”).

[372] Black, 同前注[290], at 822.

[373] See Black, 同前注[282], at 522 (“大多数现代公司学者,尤其是那些具有法经济学倾向的学者,认为股东的被动性是不可避免的”).

[374] See Easterbrook & Fischel, 同前注[342], at 1171.

[375] See, e. g., John C. Coffee, Jr., Robert Jackson, Jr., Joshua R. Mitts & Robert E. Bishop, *Activist Directors and Agency Costs*, 104 CORNELL L. REV. 381, 443 (2019) (“被动投资者之所以被动,是因为他们在逻辑上更倾向于流动性而非控制权”).

这种方式重新认识,被动似乎就变得合理,甚至是可取的了。^[376] 公司法不再需要担心如何解决股东被动性问题,而可以专注于降低代理成本。商法学者开始反思“理性被动”股东的问题。^[377] 反过来,股东的理性被动导致了他们降低控制权;法经济学学者解释说,理性股东唯一关心的是股价。^[378]

20 世纪六七十年代中介机构的兴起使投资从散户持股中转移出来,不仅掩盖了股东的性别,还使男性投资管理入重新获得投票控制权。它还鼓励将多元化作为一种投资策略,这将“理性被动”的股东变成了自我实现的预言。在 1960 年以前,大多数股东持有相对较少的公司的股票,而多元化投资者持有许多公司的股票。随着其股票投资组合中公司数量的增加——在缺乏集体行动机制的情况下——普通投资者最终确实持有太多公司的股票组合,无法积极参与所有公司的股东治理。^[379] 因此,不重视公司层面的治理最终确实成为现代投资的一个特点。

今天,商法学者将管理资本主义时代描述为一个小股东同时缺乏参与公司事务的“能力”和“倾向”的时代。^[380] 这一历史版本忽略了在公

[376] See, e. g., Stephen M. Bainbridge, *In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply to Professor Green*, 50 WASH. & LEE L. REV. 1423, 1430 n. 20 (1993) (认为在“大公司”中“要求股东积极参与公司管理”将“导致混乱”).

[377] See Gilson & Gordon, 同前注[280], at 895 (“与标准的伯利-米恩斯范式一样,受益所有人在理性上是被动的;治理权对他们来说价值不大”).

[378] 拉尔夫·温特(Ralph Winter)在 1977 年告诉参议院的一个小组委员会,“美国的绝大多数股东并不认为股东权力对他们来说是一个非常重要的问题,当然也不认为股东权力与他们的投资收益有什么直接关系”。*The Role of the Shareholder in the Corporate World: Hearings Before the Subcomm. on Citizens and S'holders Rights and Remedies of the S. Comm. on the Judiciary*, 95th Cong. 80 (1977) (statement of Ralph K. Winter, Jr., Professor of Law, Yale University); see also James D. Nelson, *The Freedom of Business Association*, 115 COLUM. L. REV. 461, 497 (2015) (指出股东的被动性“导致个人股东重视他们投资的公司,主要甚至完全是为了这些公司承诺的工具性财务回报”).

[379] See One articulation of the standard view is found in Bainbridge, 同前注[378], at 1430 n. 20 (“股东希望成为持有多种股票的被动投资者。完全分散投资的股东既没有时间也没有资源去积极监督某家公司的经营情况或其他股东的偿付能力”).

[380] See Brian R. Cheffins, *The Rise and Fall (?) of the Berle - Means Corporation*, 42 SEATTLE U. L. REV. 445, 447 (2019); Easterbrook & Fischel, 同前注[342], at 397 (指出伯利和米恩斯认为“被动投资者既没有意愿也没有能力进行管理”).

公司治理理论的早期发展过程中,性别偏见可能影响了人们对股东的看法——股东的能力及其是否适合股东治理。关于小股东“不负责任”^[381]“温顺”^[382]“懒散”^[383]“软弱”^[384]需要教育^[385]以及“没有资格挑战管理层的判断”^[386]的观点与对女性的负面刻板印象如出一辙,而女性在小股东中占有很大比例。有证据表明,“被动的女性—积极的男性”这一刻板印象甚至扭曲了人们对分子生物学的科学认识。^[387]可以毫不夸张地得出这样一个结论,历史上这一时期普遍存在的性别偏见促使男性公司领导人认为小股东不适合在股东治理中发挥作用,部分原因是其中有如此多的女性。

如今,几乎没有任何迹象表明被动股东的比喻保留了性别编码的含义。21 世纪的公司法学者在论述“被动股东”时,不太可能有意赋予该词性别歧视的含义。然而,公司法理论将受益于对文献中如此普遍的被动与主动二分法的深入思考。这种二分法可能掩盖了一些股东对积极参与上市公司管理的兴趣。事实上,对这一比喻的性别起源的思考可能会揭示股东积极主义目前(和正在兴起)的流行趋势,这一趋势破坏了股东只关心股票价格的传统观点,而这一观点通常被认为是事实。

[381] See Berle & Means, 同前注[35], at 354.

[382] See Sears, 同前注[58], at 62.

[383] 同上注。

[384] See Eugene V. Rostow, *To Whom and For What Ends Is Corporate Management Responsible?*, in *THE CORPORATION IN MODERN SOCIETY* 46, 54 (Edward S. Mason ed., 1959).

[385] See Slocum, 同前注[244], at 10.

[386] *Corporate Democracy*, COUNCIL COMPASS (Council of W. Elec. Tech. Emps., Newark, N. J.), Jan. – Mar. 1954, at 4, 4.

[387] 例如,生物学家多年来一直误解受精过程,因为他们认为(男性)精子是受精过程中的攻击者,而(女性)卵子只是“被动”的接受者。20 世纪 80 年代的研究推翻了这种将人类行为定型归因于分子过程的描述。See Evelyn Fox Keller, *Gender and Science: Origin, History and Politics*, 10 *OSIRIS* 27, 34–35 (1995) [quoting Emily Martin, *The Egg and the Sperm: How Science Has Constructed a Romance Based on Stereotypical Male – Female Roles*, 16 *J. WOMEN CULTURE & SOC’Y* 485, 489 (1991)]; Martin, *supra*, at 492 [描述了错误的叙述如何“在约翰霍普金斯大学 (Johns Hopkins University) 的生物物理学实验室中被改写——将卵子从被动方转变为主动方”]。

(三) 性别与利益相关方

伯利和米恩斯在书的结尾处问:谁应该获得工业的利润?^[388] 他们的回答体现了商业法中的一种发展趋势,即把公司领导人塑造成“工业政治家”,并授权他们根据他们自己对社会最佳利益的理解来经营公司。^[389]

伯利和米恩斯不仅认为被动股权是“不负责任的”,而且认为“被动财产的所有者通过放弃对主动财产的控制和责任,放弃了公司应以其唯一利益经营的权利”^[390]。换句话说,伯利和米恩斯认为,股东的被动性证明了不再将股东利益视为首要利益的合理性,从而开辟了股东利益从属于其他群体(如员工和消费者)利益的可能性。作为对股东被动性的惩罚,伯利和米恩斯将股东从公司中心转移到边缘,并赋予公司管理者平衡股东利益与其他利益相关者利益的权力。这是股东权利的重大损失,伯利和米恩斯也承认了这一点。

将股东利益从首要地位降到与员工和其他利益相关者利益同等的地位,在今天被称为“利益相关者主义”^[391]。尽管“利益相关者主义”一词在管理资本主义时期没有被使用,但那个时代的许多公司领导人和公

[388] See Berle & Means, 同前注[35], at 340-44.

[389] See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEO. L. J. 439, 444 (2001) (描述了“20世纪30年代至60年代一个重要的规范性思想,该流派推崇赋予大型商业公司管理者大量自由裁量权的优点”,这些管理者将“引导商业公司以服务于公众利益的方式行事”); Herrymon Maurer, *Great Enterprise: Growth and Behavior of the Big Corporation* 268 (1955) [将美国通用电气公司董事长欧文·杨(Owen Young)述为“工业政治家”]。

[390] Berle & Means, 同前注[35], at 354-55; 同上注, p. 356 (指出控制集团“已将社会置于要求现代公司不仅为所有者或控制者服务,而且为全社会服务的地位”)。

[391] 关于利益相关主义及其含义的讨论, See generally Kevin V. Tu, *Socially Conscious Corporations and Shareholder Profit*, 84 GEO. WASH. L. REV. 121, 123, 127-32 (2016) (将利益相关主义定义为:由于公司“对社会负有更广泛的义务。董事应考虑员工、客户、债权人、环境和社区等非股东利益相关者的利益,并平衡这些利益与利润目标”)。

司法学者支持那些在今天被称为“利益相关者价值观”的观点。^[392] 伯利和米恩斯写道,对上市公司的控制“几乎是必要的”,要使其“发展成为一个纯粹中立的技术官僚机构,平衡社会不同群体的各种诉求,并根据公共政策而非私人贪婪分配给每个群体一部分收入”^[393]。

一旦我们将资本女性化推向前台,伯利和米恩斯对“被动”股权的描述——它削弱了股权,股东的被动证明了他们利益的从属性——似乎就强化了那个时代普遍存在的性别偏见的主题。^[394] 在接下来的几十年里,被动性理论为管理者掌握公司控制权以及公司资源从股东向其他群体(如劳工)转移提供了理由。在这两种情况下,权力和盈余都从包括许多女性的群体转移到只有少数女性的群体。

2019年8月,商业圆桌会议发表了一份由181位顶级公司的首席执行官签署的公开声明,将利益相关者主义重新纳入全国性对话。^[395] 该声明表达了为公司所有利益相关者而不仅仅是股东创造价值的承诺。针对商业圆桌会议的声明以及随后发生的事件(包括新冠疫情和2020年股市暴跌),越来越多的文献对公司治理的利益相关者理论进行了研究。^[396] 这些文献明确指出,与管理资本主义时期流行的利益相关者理

[392] 关于利益相关者价值观的早期阐述,Marple, 同前注[215], at 12(“美国孟山都公司或任何其他由成千上万人和组织拥有的公司的管理职能,就像民主国家的管理职能或政府职能一样——符合每一个相关者的利益”)。关于“利益相关者价值观”一词最近的使用情况,see Jayne W. Barnard, *At the Top of the Pyramid: Lessons from the Alpha Women and the Elite Eight*, 65 MD. L. REV. 315, 316, 318 (2006) [制订和讨论“利益相关者敏感性指数”(资本变化)]。

[393] Berle & Means, 同前注[35], at 356.

[394] See Cf. Mandell, 同前注[355], at 503(注意到“维多利亚时代将男子气概与公司独立相提并论,而20世纪则将男子气概与管理地位相提并论”)。

[395] See *Our Commitment*, BUS. ROUNDTABLE (Aug. 19, 2019), <https://perma.cc/65QU-S4DG>; see also Cathy Hwang & Yaron Nili, *Shareholder - Driven Stakeholderism*, UNIV. CHI. L. REV. ONLINE (Apr. 15, 2020), <https://perma.cc/M4RP-QZTB>.

[396] See Hwang & Nili, 同前注[395]; Colin Mayer, *Shareholderism Versus Stakeholderism—A Misconceived Contradiction 1* (ECGI Working Paper Series in L., Working Paper No. 522/2020, 2020); Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, 106 CORNELL L. REV. 91, 94 (2020).

论一样,这种新的利益相关者理论通过公司治理来表达权力。^[397] 它提出了一种关于公司盈余应如何分配以及公司内部谁的利益应占主导地位的理论。在评估有关利益相关者利益的新主张时,公司理论家应回顾资本的女性化,并考虑通过公司治理表达权力的性别性质。即使在今天,女性在公司管理者中也只占很小的比例,^[398] 这表明,赋予公司管理者权力的利益相关者方法将产生性别化的结果。但是,重新平衡股东和管理者之间的权力对性别的影响还没有得到很好的理论解释,尤其是因为机构投资者也是由男性管理者主导的。

(四) 性别与“普通”股东

最早应用于公司法的社会学推理大多建立在对“普通”股东利益的假设之上。贝莱斯·曼宁(Bayless Manning)在1958年断言“普通投资者”是“经济投资者”,“普通股对普通投资者的吸引力在于其独特的经济特征——更大的回报、投机潜力和通胀对冲”^[399]。此外,“理性投资者”的原型给金融监管蒙上了一层阴影。^[400] 女性符合这些范例吗?随着股东中的女性数量增长超过男性,商业专家延续了股票以男性为主的神话,避而不谈“故事的数据支撑”。^[401] 像曼宁这样的顶尖商业专家,根据他们自己对“普通投资者”身份的假设进行推理,鉴于女性大量持股的现实,我们可能会问,女性被排除在故事之外是否重要。

[397] See, e. g., Grant M. Hayden & Matthew T. Bodie, *Reconstructing the Corporation: From Shareholder Primacy to Shared Governance* 159 (2020) (认为“利益相关者理论似乎满足于当前的权力结构”).

[398] See Aaron A. Dhir, *Challenging Boardroom Homogeneity: Corporate Law, Governance, and Diversity* 37 (2015) (“占人口微弱多数的女性在《财富》500强董事会中占据的席位略低于17%,仅占董事会主席职位的3.1%”).

[399] Manning, 同前注[250], at 1492.

[400] See Tom C. W. Lin, *Reasonable Investor(s)*, 95 B. U. L. REV. 461, 466 - 68 (2015); Joan MacLeod Heminway, *Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman?*, 15 WM. & MARY J. WOMEN & L. 291, 293 (2009).

[401] See Livingston, 同前注[229] (承认“统计数字的一面”,但认为“许多女性只是名义上拥有股票”,因为“我们社会中的女性有足够多的工作——养育子女和操持家务”).

1. 塑造男性持股形象

在 20 世纪 50 年代和 60 年代,许多重要的商业组织将持股问题错误地描述为男性的事业。这样的例子比比皆是。1955 年,三家重要的公司公开庆祝了具有里程碑意义的股东的加入,就像美国国际电话电报公司在 1951 年庆祝了其第 100 万名股东的加入一样。^[402] 这些公司是通用汽车公司、新泽西标准石油公司和美国通用电气公司,这三家公司都选择了一名男性股东来庆祝,尽管这三家公司的女性股东都多于男性股东。事实上,这三家公司具有里程碑意义的股东都有一组特殊的人口统计学特征:他(he)是白人、已婚、年轻人和中产阶级,并且在这些特征中,至少有两家公司强调的是孩子的父亲。^[403] 新泽西标准石油公司庆祝了其第 30 万名股东的加入——俄克拉何马州一家子公司的 23 岁的白人男性员工——而在年会上拍摄的照片中,他与不具名的妻子在一起^[404]。

然而,在同一次会议的晚些时候,新泽西标准石油公司的总裁承认,公司的股东中女性多于男性,“以相当大的多数”。^[405] 所有这些公司都在通过将其“普通”股东描述为男性来积极塑造公司的公众形象。

纽约证券交易所 1962 年的股东普查提供了另一个例子。股东普查的主要结果之一是,女性股东的数量超过了男性股东。读者翻开光鲜亮丽的报告页面,会发现有 7 个人的照片(略),他们的形象在整个出版物

[402] 同前注[1]—[2]。

[403] 通用汽车公司的第 50 万名股东在年会上与他未透露姓名的妻子和儿子一起接受了表彰。See GEN. MOTORS CORP., *Proceedings at Annual Meeting of Stockholders* 25 – 26 (1955). 新泽西标准石油公司的第 30 万名股东在该公司的年会上受到表彰,董事长在会上明确表示,他 19 个月大的女儿与祖父母一起留在家中。See STANDARD OIL CO. (N. J.), *73rd Annual Meeting* 12 (1955). 美国通用电气公司在一次广告活动中宣传其第 300 位股东威廉·罗伊施(William Roesch)的庆祝活动,但没有包括他和妻子是否有子女的信息。广告刊登在 1955 年 7 月至 12 月的《大西洋月刊》(Atlantic Monthly)和 1955 年 5 月 29 日的《纽约时报》上。Gen. Elec. Co., Advertisement, Highlights from a Report to the Largest Meeting of Share Owners Ever Assembled, ATL. MONTHLY, July – Dec. 1955, at 5 – 6; Gen. Elec. Co., Advertisement, Highlights from a Report to The Largest Meeting of Share Owners Ever Assembled, N. Y. TIMES, May 29, 1955, at 112.

[404] See STANDARD OIL CO. (N. J.), 同前注[403], at 12(描绘这对夫妇)。

[405] 同上注, p. 15.

中反复出现,标题解释说:“在许多方面,这本小册子中出现的七个人的照片是当今美国股票持有者的缩影。”^[406]但照片上的7位股东中,有6位是男性。

这些照片严重扭曲了读者对美国持股性别构成的印象。显然,这样做的目的是把持股说成是男人的事,尽管该刊物自己的研究通过实证证明,大多数个人股东是女性。

2. 女性在性别平等方面的经济利益

作为股东,女性的利益过去(现在)可能与男性的利益相似。^[407]但女性股东至少在一个记录在案的领域表达了特殊的兴趣:有关性别平等的公司政策。特别是在第二次世界大战后,女性股东利用股东积极主义试图为女性开辟公司管理机会。20世纪初,女性普遍遭受经济歧视,这促使她们作为公司的“所有者”,在公司内部追求如今被广泛认为的“社会”目标。^[408]

例如,除了让女性进入董事会的运动之外,积极主义者索斯还对要求女雇员在55岁退休的公司政策提出挑战——这比男性退休年龄早了10年,比女性有资格领取社会保障福利的年龄早了5年。虽然女性股东的努力最终未能使公司董事会向女性开放,但有证据表明,积极主义者成功地改变了一些公司基于性别的退休政策。^[409]

关于“普通”股东的假设抹杀了女性,也抹杀了股东治理中的这些“社会”利益。当贝莱斯·曼宁(Bayless Manning)断言“普通投资者”是“经济投资者”时,他可能是正确的,但他错就错在假定这种利益仅限于股票价格^[410]和经济回报。那个时代基于性别的不公平公司政策对女

[406] N. Y. STOCK EXCH., THE 17 MILLION, 同前注[224], at i.

[407] 本文的研究没有发现20世纪上半叶按性别进行的股东权益研究。

[408] See, e. g., Virginia Harper Ho, *Risk - Related Activism: The Business Case for Monitoring Nonfinancial Risk*, 41 J. CORP. L. 647, 650 (2016) (将董事会多样性描述为“通常被认为是小众投资者的‘社会’目标”的几个主题之一)。

[409] See *Women Stockholders Ready for New Fight*, DAYTON DAILY NEWS, Sept. 2, 1951, at 2 (描述了新泽西标准石油公司就女性强制退休年龄问题的斗争,最终公司将年龄要求提高到60岁); Standard Oil CO. (N. J.), 70th Annual Meeting 15 - 17 (1952) (纪念股东大会上关于将女性法定退休年龄提高到65岁的讨论)。

[410] See Manning, 同前注[250], p. 1492.

性而言是经济问题。

(五) 女性与公司控制

本文开篇介绍了美国国际电话电报公司 1951 年召开的股东大会,会上女性股东以女性在该公司大量持股和就业情况为由,要求董事会有女性代表。^[411]至少从 1910 年起,美国国际电话电报公司的女性股东数量就超过了男性,而且至少从 1933 年起女性股东就一直要求董事会性别多元化。^[412]然而,女性股东等待了将近 40 年,才等到管理层提名第一位女性候选人进入美国国际电话电报公司董事会,而这显然是对该公司备受瞩目的性别歧视指控的回应。^[413]美国国际电话电报公司的故事揭示了在 20 世纪的大部分时间里,当女性股东试图利用其持有的大量股份在上市公司中获得管理权力时所面临的持久抵抗。

1949 年,高盛集团董事长以及美国通用电气公司等 30 多家大公司的董事西德尼·温伯格(Sidney Weinberg)在《哈佛商业评论》上写道,他认为“没有理由不把有能力的女性选入董事会,尤其是现在一些公司的女性股东比男性股东还多”^[414]。温伯格曾在通用食品公司董事会与马乔里·波斯特·戴维斯(Marjorie Post Davies)并肩工作多年,后者是

[411] 同前注[9]—[27]。

[412] 同前注[7];Merryle Rukeyser, *Women Would Aid Business as Directors*, PITT. SUN TELEGRAPH, Apr. 18, 1933, at 25.

[413] 美国国际电话电报公司管理层提名进入董事会的第一位女性是凯瑟琳克利里(Catherine Cleary)。See Gene Smith, *Woman Nominated to A. T. & T. Board*, N. Y. TIMES, Feb. 18, 1972, at 47. 当时,美国国际电话电报公司正在与备受瞩目的女性就业歧视指控作斗争。See Abbott Combes, *EEOC Bias Report Calls AT&T “Largest Oppressor of Women”*, WASH. POST, Dec. 2, 1971, at A1; FCC Orders Hearing on Charges That AT&T Discriminates in Hiring, WALL ST. J., Jan. 22, 1971, at 10.

[414] Sidney J. Weinberg, *A Corporation Director Looks at His Job*, 27 HARV. BUS. REV. 585, 587 (1949). 温伯格继续说道:“此外,作者认为最好能了解女性的观点,特别是对于直接与女性客户打交道的公司而言。”同上。根据温伯格的讣告,他“非常受欢迎,曾一度担任 31 个董事会的董事,其中大多数是最蓝筹的公司”。Alden Whitman, *Sidney J. Weinberg Dies at 77; “Mr. Wall Street” of Finance*, N. Y. TIMES, July 24, 1969, at 1.

美国大型公司的首批女董事之一。^[415] 戴维斯因带领通用食品公司成为冷冻食品行业的先驱(获利颇丰)而备受赞誉,她于1936年获得了通用食品公司董事会的席位,因为她是该公司最大的股东。^[416]

在20世纪50年代初,国际汇款公司和美国无线电公司两家大型上市公司,应女性股东的要求,在董事会中增加了一名女性成员。自20世纪以来,国际汇款公司的股东一直按性别平均分配,但该公司正遭遇投资者的严重不满。^[417] 1950年,在较为年轻的新总裁沃尔特·马歇尔(Walter Marshall)上任后不久,该公司董事会增加了托马斯·爱迪生(Thomas Edison)的女儿马德琳·爱迪生·斯隆(Madeleine Edison Sloane)为董事会成员。^[418] 同年,在成为女性投资者的积极主义目标之后,^[419] 美国无线电公司将韦尔斯利学院前校长米尔德丽德·麦克菲·霍顿(Mildred McAfee Horton)纳入了其子公司国家广播公司(National Broadcasting Company)的董事会。^[420] 霍顿的任期被认为是成功的,1951

[415] 通用食品公司1936年和1951年的年度报告显示,戴维斯和温伯格都是公司董事。GEN. FOODS CORP., 1936 *Annual Report* 11 (1937); GEN. FOODS CORP., 1951 *Annual Report* i (1952).

[416] See *Sales and Earnings of General Foods Gain in 1st Quarter*, WALL ST. J., Apr. 9, 1936, at 1. 戴维斯作为首位女性加入通用食品公司董事会的消息登上了《华尔街日报》头版。同前注; see also *Mrs. Marjorie Merriweather Post Is Dead* at 86, N. Y. TIMES, Sept. 13, 1973, at 50.

[417] See *Many Holders of Stocks*, 同前注[78](报告称“国际汇款公司约有二分之一的股东是女性”); *European Holdings of American Securities*, WALL ST. J., Sept. 7, 1914, at 5(报道称1914年6月30日,国际汇款公司注册有14,144名股东,其中有7175名女性); *Shouting Enlivens Annual Meetings of Nation's Firms*, DES MOINES SUNDAY REG., May 8, 1949, at 55(以描述国际汇款公司年会上的“焰火”为开头); *Owners Arise! Annual Meetings Draw Record Attendance and Pointed Questioning*, 同前注[218][描述了在国际汇款公司1949年的年会上,股东积极主义者路易斯·吉尔伯特(Lewis Gilbert)如何“询问国际汇款公司为何不应清算”].

[418] See *First Woman Is Named to Western Union Board*, CHARLOTTE NEWS, Oct. 26, 1950, at 43; *Walter P. Marshall Elected President of Western Union*, CHI. TRIB., Dec. 22, 1948, at 39.

[419] See Logan, 同前注[27], p. 48(描述了索斯为提名一位女性进入美国无线电公司董事会所做的努力).

[420] See *R. C. A. Elects Woman to Board of Directors*, BALT. SUN, Oct. 6, 1951, at 16.

年10月,美国无线电公司将霍顿纳入其董事会。^[421]

因此,到1951年,三家大公司的董事会中都有了一名女性:一家是由于纯粹的持股实力(通用食品公司),另一家是拥有大量女性股东且股东表达不满的公司(国际汇款公司),还有一家显然是为了阻止女性股东积极主义运动而采取行动的公司(美国无线电公司)。

20世纪50年代,还有两家美国大公司因代理权争夺战而出现了女性董事。在这两起代理权争夺战中——1954年的纽约中央铁路公司代理权之争和1955年的蒙哥马利·沃德公司(Montgomery Ward)代理权之战——试图获得公司控制权的董事在其董事会名单中加入了一名女性,以吸引女性股东的选票。在纽约中央铁路公司,起义者赢得了胜利,莱拉·贝尔·艾奇逊·华莱士(Lila Bell Acheson Wallace)成为该公司的第一位女性董事。^[422]在蒙哥马利·沃德公司,现任总裁通过与卡车司机工会在最后一刻达成的协议保住了控制权,该工会承诺投票支持管理层。尽管如此,起义者还是在九人组成的董事会中赢得了三个席位。^[423]广告主管柏妮丝·菲茨·吉本(Bernice Fitz-Gibbon)当选了其中一个席位,但只任职了1年。^[424]

大约在这个时候,“简阿姨”(Aunt Janes)一词成为小股东的常见俚语,反映了小股东中有很大比例是女性。^[425]虽然该词最终被贬义化,但它起源于纽约中央铁路公司代理权争夺战中的一个有利语境。为了在这场势均力敌的竞争中赢得控制权,罗伯特·杨(Robert R. Young)需

[421] See Id.; *Madam Director*, TIME, Oct. 15, 1951, at 112, 112.

[422] See David Karr, *Fight for Control* 34, 38 (1956).

[423] 同上注, p. 165-66.

[424] 同上注, p. 165, 168; Richard J. H. Johnston, *3 of 9 Ward Seats Won by Wolfson*, N. Y. TIMES, May 4, 1955, at 23.

[425] See Karr, 同前注[422], p. 15, 27, 35, 38[讨论“简阿姨”(Aunt Janes)在纽约中央铁路公司代理权争夺战中的作用]; *Aunt Janes and Millionaires*, LIFE, June 7, 1954, at 34; Lewis D. Gilbert, *Dividends and Democracy* 7, 99 (1956). 到20世纪80年代,“简阿姨”和相关的“米莉阿姨”(Aunt Millie)已被视为贬义词。See, e. g., John Downes & Jordan Elliot Goodman, *Barron's Finance & Investment Handbook* 205 (2003)(将“米莉阿姨”定义为“对不成熟投资者的贬义词”).

要该公司的女性股东投票支持他的收购要约。^[426] 因此,他在董事会候选人名单中增加了一名女性,并赢得了选票。“杨的胜利证明,往往是‘简阿姨’掌握胜利的关键”,一位学者承认。^[427]

20 世纪 50 年代初,女性如何在美国一些最重要的上市公司获得董事会席位的故事,揭示了性别和公司权力的一些重要问题。在 20 世纪中期,女性只有通过利用她们的股权,才能在公司董事会中获得代表权;公司控制权的争夺对女性来说是一个机会,但首先要通过男性公司领导人作出提名女性进入董事会的决定。在这些情况之外,女性对代表权的要求都遭到了源于性别偏见的抵制。^[428]

事实上,有证据表明,女性对美国国际电话电报公司董事会代表权的要求,导致该公司停止了在公司报告中披露股东性别数据的长期做法。从 1910 年到 1950 年,美国国际电话电报公司每年都会在年报中公布女性股东的比例,只有少数例外。^[429] 然而,在 1951 年 4 月的股东大会上,女性积极主义者引用了这一数据来支持她们对董事会性别多元化的诉求后,美国国际电话电报公司再次开始不公布股东中女性的比例——只有 1960 年的一次例外(公布)。^[430] 这种不披露有助于掩盖美国国际电话电报公司股东的性别,也可能削弱了股东积极主义者提出女性董事会代表诉求的能力。

进入 21 世纪以来,越来越多的文献对上市公司董事会中缺乏女性

[426] See Gerald M. Loeb, *It Is the Time of the Proxy*, EVENING SUN (Balt.), Apr. 22, 1968, at C5.

[427] See Karr, 同前注[422], p. 38.

[428] 关于董事会女性候选人性别偏见的例子,同前注[153]。

[429] 作者对美国国际电话电报公司 1900—1985 年的年度报告进行了审查,发现美国国际电话电报公司在 1910 年至 1926 年报告了其股东的性别信息;在 1927 年和 1928 年省略了按性别分类的数据;在 1929 年报告了股东的性别信息;在 1930 年和 1931 年省略了按性别分类的数据;然后在 1932 年至 1950 年持续报告了按性别分类的数据。1951 年初出版的美国国际电话电报公司 1950 年年度报告是除 1960 年年度报告之外最后一份包含股东性别数据的年度报告。AT&T 1950 ANNUAL REPORT, 同前注[5], p. 15; AM. TEL. & TEL. CO., *Annual Report* 1960, at 7 (1961) (以下简称 AT&T 1960 ANNUAL REPORT)(报告称 42% 的股份拥有者为女性;21% 为男性;31% 为联名账户;6% 为“其他”)。

[430] AT&T 1960 ANNUAL REPORT, 同前注[429], p. 7.

董事的问题进行了探讨。这些文献提出了一系列解释和解决方案,但很少从历史中寻找问题的线索。资本女性化为这一问题增添了新的维度,它表明,即使在女性被广泛认为在股东占重要甚至占主导地位时,社会力量和性别政治也限制了她们行使公司控制权的能力。资本女性化及其随后从记忆中抹去的现象,让我们看到了公司权力性别本质的长期问题。这些现象也揭示出,我们仍有重要的、令人惊讶的教训要从我们自己的历史中吸取。

四、结论

现代公司资本主义从一开始就涉及女性对股份所有权的实际参与。在 20 世纪公司资本主义的三个相互关系群体——劳动、资本和管理中,资本是第一个出现大量女性参与的群体。相比之下,女性直到 20 世纪下半叶才成为工薪劳动者的主要组成部分,直到 20 世纪末,女性劳动力人数才达到接近男性的水平。^[431] 在同一时期,女性从未担任过相当比例的管理职位,尤其是在公司的高层。^[432] 通过综合现代公司资本主义的历史,承认女性为主要股东群体,本文对公司法文献做出了重要的原创性贡献。它表明,股市的出现和发展改变了女性作为经济参与者的角色,让她们不仅有机会作为风险承担者为公司进行投资和融资,还可以通过股份投票参与公司管理,而且女性人数的不断增加和积极参与股东治理对同时代的公司领导人产生了影响。

[431] See Victor R. Fuchs, *Women's Quest for Economic Equality* 12 (1988) (“自 1947 年以来,女性在就业人口中所占的比例每年都在增加,只有 1953 年例外,当时只下降了微不足道的十分之二个百分点。从 1947 年的 28% 开始,1957 年上升到 32%,1967 年上升到 36%,1977 年上升到 41%,1987 年上升到 45%”); *Civilian Labor Force by Sex*, U. S. BUREAU LAB. STAT., <https://perma.cc/G87P-KGVC> (archived Mar. 24, 2022) (根据当前人口调查数据显示,2000 年女性占美国平民劳动者的 46.5%)。

[432] See Terry Morehead Dworkin & Cindy A. Schipani, *The Role of Gender Diversity in Corporate Governance*, 21 U. PA. J. BUS. L. 105, 108 (2018) (指出在 2017 年,女性仅占财富 1000 强公司董事会席位的 19.8%); Fuchs, 同前注[431], p. 14 (指出“大约三分之二”的女性在“高级专业和管理职业”中的增长发生在 1975 年之后)。

女性在上市公司持股中的重要作用很可能影响了美国公司治理的发展道路。虽然本文并没有试图将这种影响的方方面面一一罗列,但它提出了一些切中现代公司法理论核心的基本问题。根据本文提供的历史证据,公司法必须重新审视一些熟悉的观点。所有权与控制权的分离真的是公司组织的核心划分吗?所有者必须是“弱者”,而管理者必须是“强者”吗?在股东人口结构不断变化的情况下,公司法为何偏向于以市场为基础的解决方案,而不是以股东的集体行动作为遏制管理者权力的手段?持股条件真的天生就很被动吗?在美国上市公司中,女性股东人数首次超过男性股东人数近70年后,为何女性仍在很大程度上被排除在这些公司的管理层之外?历史记录表明,20世纪初女性大量拥有股份,塑造了现代公司法的轮廓,直到现在,这些轮廓一直被隐藏在人们的视线之外。

(编辑:朱锡俊 谢贵春)