

反思双重股权结构

[美]约翰·C.科菲* 著 王灏文** 译
郑 彧*** 校

摘要:对于采用双重股权结构的企业而言,控股股东与中小股东的利益平衡最为关键。双重股权结构的批评者希望引入所谓的“日落条款”,使双重股权结构可以在上市后的特定期限到期后自动终止。然而,在著名的证券法学家约翰·C.科菲看来,“日落条款”可能诱导公司创始人采用隐秘的方式损害公司利益。因此,科菲教授反对采用“一刀切”的“日落条款”,其主张采用更加市场化的商业谈判方式处理好控股股东与中小股东的利益平衡。

关键词:双重股权结构 日落条款 控制权

* 哥伦比亚大学法学院阿道夫·伯利法学教授,公司治理研究中心主任。

** 华东政法大学国际金融法律学院2015级本科生,美国天普大学法学院交换生。

*** 华东政法大学国际金融法律学院教授,法学博士。

一、双重股权结构:夕阳背后的阴影^[1]

当今,公司治理中最具争议性的课题莫过于双重股权结构,此领域最新的发展可见美国机构投资者委员会(Council of Institutional Investors, CII)于2018年10月24日向纽约证券交易所(NYSE)和纳斯达克(Nasdaq)递交的一份新的提案,该提案要求这两家证券交易所对双重股权结构增设“日落条款”(Sunset Provision)。提案主张,两家交易所允许采用多重股权结构的公司进行首次公开发行的前提是,上市公司的双重股权结构至迟于首次公开发行(IPO)之后7年结束。CII认为,这一提案是其对目前双重股权结构发展形势所做的妥协与让步(CII部分成员甚至认为这是一个过于宽松的提案)。平心而论,CII所提出的提案虽是一个具有建设性的折中方案,但提案的激励效果却仍存在问题。

除了CII之外,几乎没有其他人愿意妥协,学界与实务界不出意料地针锋相对:学者们认为双重股权结构将使得公司创始人(乃至其继承者们)永久地把持着对公司的绝对控制权;^[2]而业内人士却认为双重股权结构是公司创始人们面对虎视眈眈的对冲基金唯一可行的防御手段,在他们看来,美国的对冲基金正不断地把自己短视的投资心态强加于美国企业。在这场论战里,学界与实务界互不相让,拉帮结派,要求同僚拥有不加思考的忠诚。似乎只有我这样的专栏作家对于这些争议还保持着一种令自己烦恼的客观和中立。

与此同时,各大交易所看起来也多少被各自对于自身利益的评估所影响。纽约证券交易所已经表明,它愿意与CII等双重股权结构的反对者们,就为双重股权结构增设失效时限这一问题进一步探讨。而

[1] 原文请见科菲教授的个人博客:<http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/11/19/dual-class-stock-the-shades-of-sunset/>。感谢科菲教授授权翻译。

[2] 想要了解此观点,参见由股东权力的主要支持者Lucian Bebchuk和KobiKastiel共同撰写的标准学术评论,参见Lucian Bebchuk and KobiKastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual Class Stock*, 103 Va. L. Rev. 585 (2017)。

纳斯达克则对此类提案持强烈反对态度。^[3] 这可能反映了纳斯达克的一种信念,即只有它才最有可能从所有竞争者中脱颖而出,从这类采取双重股权结构的硅谷公司的 IPO 中获得丰厚利润。

这场论战可能的结果是什么呢? 有可能最终提出一种折中的解决方案吗? 美国证券交易委员会(SEC)能做什么吗? 这是三个不同的问题,但应当承认,这些问题其实都由来已久了。早在 1990 年我开始为《纽约法律评论》撰写专栏文章时,SEC 就采用了 19c-4 规则,希望明确各大交易所的“一股一票”(One Share, One Vote)原则,以限制上市公司在交易所发行具有双重股权的证券。但这条法案很快就被商业圆桌会议(Business Roundtable)诉至华盛顿区(Washington D. C.)巡回法院且原告胜诉。法院判决,依照美国的联邦制度,公司治理属于各州法权限,而不是 SEC。^[4]

尽管法院在前述案件中认为 SEC 对于双重股权结构并没有管制的权力,但这并不意味着 SEC 将对双重股权结构问题听之任之。在败诉后,时任 SEC 主席 Arthur Levitt 迅速展开动作,周旋于各大交易所,并最终使各大交易所与 SEC 达成妥协,这是 Arthur Levitt 在任时期的大胜仗之一,促使交易所通过了有关投票权的共同规则——这些规则并未阻止发行人发售无表决权或者较少投票权的股票,但明令禁止任何损害现有股东投票权的行为。

具备积极股东主义的基金有意并且有能力通过威胁表决权代理的手段来赢得董事会席位,这种倾向随着时间推移愈发强烈,硅谷的创业公司开始越来越不愿意进行 IPO——至少不想在没有采用双重股权结构的情况下进行 IPO。许多估值超过 10 亿美元以上的公司(也被称为“独角兽”企业)对公开上市一直处于观望状态,拒绝进入公开股票市场,部分公司则愿意背负双层股权结构带来的股价估值缩水的后果继续融资。对于双重股权结构,这场论战双方各执一词,都有他们各自认为的标志性的案例作为支撑。学界所举出的有力论据就是维亚康姆公

[3] See Ron Orol, *NYSE, Nasdaq at Odds Over Dual Class Shares Talks*, The Deal Pipeline, November 1, 2018.

[4] *Business Roundtable v. S. E. C.*, 905 F. 2d 406 (D. C. Cir. 1990) [明确美国 1934 年《证券交易法》第 19(c) 条未授权 SEC 采用“一股一票”规则]。

司(Viacom Inc.)^[5]的例子,虽然95岁高龄的公司董事长萨姆纳·雷德斯頓(Sumner Redstone)完全丧失了与外界沟通的能力,但是他仍然通过双重股权结构掌控着公司的绝对控制权。^[6]与学界相对,实务界从业者则举出最近越来越多采用双重股权结构来进行IPO的案例,包括2018年的Drop Box Inc.^[7] GreenSky公司,^[8] Pivotal软件公司(Pivotal Software Inc.)^[9] Pluralsight公司^[10]和SmartSheet公司。^[11]

[5] 维亚康姆集团是美国第三大传媒公司,包括拥有39家地方电视台的电视集团、制作节目超过55,000小时的派拉蒙电视集团、成立于1912年的派拉蒙电影公司(其库存影片超过2500部,包括《星球大战》《阿甘正传》《教父》《碟中谍》《泰坦尼克号》等经典影片)。——译者注

[6] 萨姆纳·雷德斯頓曾是CBS和Viacom集团的董事长。拥有Viacom的绝对控制权。2016年2月,在92岁时,Redstone因为丧失行为能力仍掌握公司控制权被起诉,最后基于法庭主持的精神鉴定结果,辞去了CBS和Viacom的董事长职务。最终由CBS的Les Moonves和Viacom的Philippe Dauman继任其职,而其仍然担任名誉主席。

[7] Dropbox(中文名:多宝箱)是Dropbox公司的在线存储服务,通过云计算实现互联网上的文件同步,用户可以存储并共享文件和文件夹。Dropbox提供免费和收费服务,在不同作业系统下有客户端软件,并且有网页客户端。Dropbox的中文名“多宝箱”源自半音半意的翻译方式,“drop”音译成“多宝”,“box”意译成“箱”,多宝箱寓意着Dropbox的云存储服务可以容纳很多的宝贝。2018年3月23日首次在美国纳斯达克上市交易,股票代码是DBX,发行价21美元。——译者注

[8] GreenSky公司(纳斯达克:GSKY)创立于2006年,是一家金融科技公司,为银行和客户提供技术,为消费者提供各种用途(主要是房屋翻新市场)的贷款。GreenSky公司于2018年4月27日递交IPO招股说明书,于2018年5月24日登陆纳斯达克,发行价23.00美元,发行34,090,909股,募资7.841亿美元。——译者注

[9] Pivotal Software Inc.是一家软件和服务公司。2018年3月,该公司申请首次公开募股,于2018年4月20日在纽约证券交易所首次公开发售。交易价格从每股15美元开始,并在第一天上涨5%。该公司计划在IPO中筹集5.55亿美元。——译者注

[10] Pluralsight是一家在线教育公司,通过其网站为软件开发人员、IT管理员和创意专业人员提供各种视频培训课程。Pluralsight, Inc.(纳斯达克:PS)于2018年4月16日递交IPO招股说明书,于2018年5月17日登陆纳斯达克,计划发行价10.00~12.00美元,实际发行价15美元,发行2070万股,募资3.105亿美元。——译者注

[11] SmartSheet是领先的基于云端工作平台,开发和销售的软件即服务(SaaS)应用程序,使团队和组织能够规划、捕获、管理、自动化和大规模工作报告,从而实现更高效的流程和更好的业务成果。SmartSheet Inc.(NYSE:SMAR)于2018年3月26日递交IPO招股说明书,于2018年4月27日IPO登陆纽交所,计划发行价10.00~12.00美元,实际发行价15美元,发行11,632,950股,募资不超过1.75亿美元。——译者注

实务界人士主张,如果这些企业没有采用双重股权结构,那么他们至今也不可能进入公开交易市场。而交易所则反倒一直惦记着 2014 年阿里巴巴集团(Alibaba Group Holding Ltd.)的 IPO,阿里巴巴因为香港交易所禁止采用双重股权结构的公司上市而选择在纽约证券交易所上市。在交易所看来,如果双重股权结构仍然可行,那么将会有更多类似拟上市公司会被吸引到美国(值得一提的是,香港证券交易所 2018 年年初也扭转了他们的态度,开始允许采用双重股权结构的公司进行上市交易)。因此,显而易见,各方都认为自己才是被历史垂青的一方。

对于美国证券交易委员会是否应该积极回应争论,我想在此提出以下三点当今世界与之前局势的重大差异:首先,1990 年以来,各大证券交易所逐渐被私有化,它们越来越没兴趣以监管者的身份来行动了(反倒对于如何最大化自身利益和本所上市公司股价兴致盎然);其次,证券交易所数量迅速增加,早已不只是当年的三家交易所,而任何能够不受所谓折中方案束缚的交易所都能够从增加的 IPO 中攫取丰厚的收益;最后,现如今已经没有像 Arthur Levitt 那样能够在各方周旋以求妥协的人物了。现任 SEC 主席 Jay Clayton 能干又谦逊,但为双重股权结构奔走并不是他现在最首要的工作。没有 SEC 施加压力,各方最终达成妥协的进程将会变得非常缓慢——除非 CII 能够说服机构投资者们不再投资于采用双重股权的 IPO 企业。不过目前来看,这似乎不太可能。机构投资者更愿意监管机构以强力监管达到他们的预期结果,而不是自己付出高昂的代价采取行动。

不过,也许在某个时点,机构投资者们就会步调一致地从采取双重股权结构的企业中撤资。这个现象引出的问题是,CII 所提出的 7 年“日落条款”是否已经是他们能做的最好的妥协了?假如“日落条款”施行了,将会发生什么?根据 CII 的推测,发行股票的创始人们愿意接受“日落条款”导致的投票权萎缩,甚至还会对 CII 用“日落条款”保护他们在整整 7 年内不受对冲基金骚扰而心存感激。但这种想法可能忽视了其他情境。假设我是 2025 年的马克·扎克伯格,我以双层股权结构对我新的社交媒体公司进行 IPO,使我在只拥有 10% 股权的情况下保留了 51% 的投票权。根据 CII 计划的上市条件,我的控制权将在 7 年后到期。我会被动地接受我将在 7 年里慢慢失去我对公司的控制权

吗?我是不是可以选择做些什么呢?如果确实需要做些什么,我会怎么做呢?

我的简单答案是:在这7年期间届至或接近尾声时,我会在对公司的并购活动中将自身的控制权以相当可观的溢价出售给大型收购方。例如,我可以让我受控于我的董事会批准与AT&T或者与微软、苹果或亚马逊的合并,由此我会得到充分反映我控制地位的控制权溢价。特拉华州和一些其他司法管辖区已经承认控制权溢价的合法性,并认为收购方应该做好兑现的准备。当然,这可能会牵涉到诉讼,如果有公众股东提起强硬的诉讼,比如提起要求公司回购股份的评估权诉讼(appraisal action)。但是,最终双方将会达成和解(只要能够向原告律师支付足够高昂的服务费)。

CII所提议的“7年”期限的问题在于,它为创始人的控制权持续状态创设了一个断崖:今天我还坐拥控制权溢价,而第二天,我就立刻失去这种控制权。这种突然的价值贬损将会刺激大部分人在这一时点之前卖出自己的股票。也许,需要提出一个更精妙的以百分比来均衡控制权减弱的过程。比如,每年减少14.2%的投票权,对公司的控制将在7年中逐渐减弱并最终消失。这种“温水煮青蛙式”的办法能使创始人在最后关头不会再那么想要出售股份,但在早期仍然存在卖出股票的动机。

在宏观层面上,受CII这一方案的影响,美国的产业集中度可能会加剧(尽管现在就已经很高)。年轻的苹果、微软和谷歌公司将会IPO,然后在7年内被卖给年长的龙头企业。最终,年轻公司对老牌企业进行迭代的过程将放缓,而导致商界永远都是老公司独占鳌头。

当然,这个问题可以通过在CII的拟订的上市条件中再加一个条款来解决:不允许任何存在控制权溢价的交易(合并或者出售)被批准。创始人可以以溢价出售股份,但股票上所附着的投票权将与卖出前同样在7年结束时到期。任何合并或者出售必须按照同样的价格提供给每一位股东,但这其实也会使得控股创始人在最开始时就不想要寻求上市的机会了。

另一个可以考虑的办法是,创设一个由独立董事经营的慈善基金来持有控股股份,这样一个基金会将不受制于特别投票权的7年失效

时限。历史上,福特家族就曾将福特汽车(Ford Motors)的控制权交给福特基金会(Ford Foundation)。这样的策略能使发行人永远免受股东积极主义的对冲基金带来的风险,但却不会造成暮年创始人仍苦苦支撑公司这样的窘境(令我的学界同僚们大为关切的维亚康姆公司如今的境遇)。创始人可以在IPO之前或在第七年到来之前向这样的基金会转让(或出售)其带有控制权的股票。

总的来说,CII提出了让双层股权结构逐步消失的建设性意见。尽管CII的认知是正确的——把公司的永久控制权和少数股票捆绑在一起非常危险,但“日落条款”应当如何运作是更值得注意的。一个缺乏过渡、从白天骤然转入黑暗夜晚的“日落”可能会产生适得其反的效果。现在正是商讨替代方案的最好时机,因为纳斯达克似乎并不急于接受这一提案。尽管最终它有可能采纳这一提案,但这可能要等到另一位积极的民主党人主持SEC的那一天。尽管如此,对于那些脑子灵活、点子多的人来说,要想出“日落条款”的最佳的落地方案,至少要预判出它的50个黑暗面。

二、再谈双重股权:什么才是公平的折中方案?^[12]

在上一篇文章中,^[13]我主要着眼于机构投资者委员会(CII)最近向纽约证券交易所和纳斯达克提出的上市条件,即在上市7年内,采用双重股权结构的公司的所有超级投票权必须到期终止。虽然我理解CII的想法,并承认上市公司采用双重股权结构并不是一件喜闻乐见的事,但我也认识到,我们不能指望那些掌握着公司控制权的创始人会被动地眼看自己一点一点失去投票权。因而,控制权人可能会同意公司收购方对全部股份提出的要约收购或并购提案,通过出售其股票而获

[12] 原文请见Coffee教授的个人博客:John C. Coffee, *Dual Class Stock: What Is A Fair Compromise?*, CLS Blue Sky Blog, December 17, 2018, http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/12/17/dual-class-stock-what-is-a-fair-compromise/#_ednref1。

[13] See John C. Coffee, *Dual Class Stock: The Shades of Sunset*, CLS Blue Sky Blog, November 19, 2018.

取控制权溢价。可以肯定的是,在特拉华州法下这种交易可能会在庭审和公司价值的评估程序中遇到问题。但最终这种交易都会和解,因为这是原告律师唯一赚取高额服务费的方法。^[14]

问题在于,关于“日落条款”的争议只反映出—个宏观问题的冰山—角。实际上,更深层次的问题在于:双重股权结构公司的公众股东是否有权剥夺创始人的控制权溢价?或者说,他们是否需要—对创始人丧失投票权予以补偿?我们不妨换个角度看这个问题:当控股创始人将公司公开上市,但通过超级投票权股保留对公司的控制权时,几乎可以肯定,创始人(或他的公司)向公众发售的低表决权股只会得到很低的估价。这是天经地义的,因为对于—位理性的股东而言,对于那些既缺乏实际投票权又使创始人处于绝对控制之下(正如马克·扎克伯格在 Facebook 所做的那样)的股票,他只会愿意支付更少的费用。但如果创始人以股票的低价为代价保留控制权,再把他们的投票权剥夺而不给予任何赔偿,究竟是否公平呢?(创始人已经以较低的价格间接付出了代价)

沿着这种逻辑推演,下一步就应当思考:最好的妥协方案是什么?雷德斯頓^[15]和马克·扎克伯格^[16]的例子很好地说明了允许创始人保留对公司绝对控制权将带来的严重问题,即董事会可能变得无关紧要。尽管如此,就算证券交易所真的要求采用双重股权结构的公司增设“日落条款”(虽然近期不会发生),控股创始人仍有可能通过—些策略获得变相的补偿。例如,在 IPO 之时或之前,创设—种只能由创始人持有的可转换优先股,且持有人有权随时将其转换为份额更高的普通股。那么,假设—个创始人最初持有全部可转换优先股,他拥有 20% 的现金流量权利(cash flow rights)和 60% 的公司投票权(voting

[14] 笔者在此处不再赘述近期特拉华州法院频现的“排挤式并购”等复杂案例。关键是原告的律师希望最大化服务费用。如果诉讼最后结果是被告颁发了法庭禁令(injunction),则所获赔款(在股东代表诉讼中)可能比较少,而在集体诉讼的情况下,可能根本不会支付费用。但是,如果不再寻求于诉讼而通过私人交易达成替代的和解方案,律师的费用就可以从补偿款中合理的比例获取(不论在集体诉讼或股东代表诉讼中都是)。相信原告律师会为原告选择获取更高收益的方法。

[15] 参见 https://en.wikipedia.org/wiki/Sumner_Redstone。——译者注

[16] 脸书(Fackbook)创始人。

rights), 而公司注册证书/章程^[17]中可以规定该类别股能够根据创始人的行权而转换为拥有 30% 的现金流量权的普通股, 且转股后每股只有一票投票权。如此, 创始人丧失的公司控制权将从其额外增加 50% 现金流量权利中得到补偿(从 20% 增加到 30%), 与之相对, 创始人对公司控制也将遭受 50% 的投票权损失(从 60% 降至 30%)。

但这样就公平了吗? 有些人会指出, 创始人将会滥用转股的权利而酿成不公平的转换后果。例如, 如果可转换优先股转换后占普通股的 70%, 这将大幅稀释每股收益, 而且明显不公平。

不过我认为这种理解有失偏颇, 理由如下: 如果创始人提议一个不公平的转换公式, 那么他将为此付出高昂的代价——此举只会导致发行人在 IPO 中的股票估值大幅降低。稀释投票权的转换公式将会非常明显, 并且会冷却 IPO 中投资者的热情; 不过, 可以给予现有普通股股东以多数决拒绝创始人转换的权利——如果他们认为转换不公平的话(并且被拒绝转换将会推迟超级表决权股日落期限——比如被推迟 5 年)。被拒绝的控股股东可以在特定的期限(比如 3 年)之后提出另一次转换的提议, 但可能依然会受到现有普通股股东的否决。然而, 这种解决方案存在的问题是, 创始人可能在预见到行权会被拒绝的情况下, 故意提出一个不公平的转换程式, 以这种做法无限期地推迟“日落”的到来。但我们仍然可以通过在“日落条款”里添加其他款项使“日落”最终必然发生, 那么, 创始人就会有足够的动机去提出一个公众股东不会拒绝的转换价格了。

还有一种可以说是最为公平的替代方式, 是通过仲裁来确定投票权的转换公式: 由创始人任命一名仲裁员, 机构投资者代表大会委任另一名仲裁员, 再由双方共同选择第三名中立仲裁员。该仲裁可以在 IPO 之前(以最大化企业信息披露)进行, 也可以在 IPO 之后进行(可以使仲裁小组更好地了解当前的市场状况)。

总之, 我的基本想法是——交换应当是公平的: 创始人应该为其放

[17] 公司注册证书(certificate of incorporation), 是在美国由州政府或者非政府组织向公司颁发的一类许可性法律文件。公司注册证书通常作为公司章程的替代描述来使用。公司注册证书或公司章程构成公司章程自治性文件的主要组成部分。——译者注

弃控制权得到相应的补偿。许多机构投资者并不会同意这一点,因为他们认为一股一票原则才是公开证券交易市场的自然状态。然而,这种立场不仅从历史进程的事实上而言不再准确,而且很容易使许多初创公司更倾向于继续保持“独角兽”身份而不进入公共市场——这样的结果和双重股权制度本身一样令人难以满意。

当然,我的提议很难平息这场论战,我的目的也不在于此。这个问题还将存续一些时日,我们当然欢迎其他的提议。因为,通常只有旁观者的眼中才能看到真正的公平,应该很开放地由大家一起来讨论什么是公平的方案!

三、三谈双重股权的公平方案:一个简短的回应^[18]

永远,是一段很长的时间,真的是太长了。这是我对我两位朋友的问题所作回答的核心——Zohar Goshen 教授和 Joshua Mitts 教授都反对为超级投票权设置强制性的“日落条款”(Gordon 教授和我的观点高度一致)。即使有人同意 Goshen 和 Mitts 教授提出的假设,即其他股东希望创始人能够完全控制公司(为了使创始人有足够长的时间实现自己对公司的宏图伟业),大多数股东也非常可能想要在某些特定的时刻限制或结束这种绝对控制权。显而易见的原因包括:(1)创始人年事已高(想想之前提到的维亚康姆公司的雷德斯頓);(2)创始人已名誉扫地或入狱;(3)创始人已经由于一个灾难性的、一意孤行的、千夫所指的決定导致公司股价下跌 75% 以上(正如 Snap 的 CEO 坚持换一个新的 App,尽管员工们都告诉他新 App 还没有准备好)。

除了这些原因,股东同意创始人拥有绝对控制权的说法,并不意味着他们希望这种绝对控制权转移给创始人的继承人或买受人。事实上,许多(但不是全部)公司仅允许第一代创始人能够享有超级投

[18] 原文请见 Coffee 教授的个人博客:John C. Coffee, *A Brief Response*, CLS Blue Sky Blog, January 2, 2019, 2018, <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/01/02/a-brief-response/>.

票权。

即便初衷是保护创始人及其“宏图伟业”免受那些短视的人影响，为了这种目的的实现，也可能存在一些和双重股权结构相比不会显得那么极端和笼统的手段。不妨考虑以下对于享有永久性超级投票权的替代方案：

(1) 作为补偿创始人失去控制权溢价的补偿，可以在设置“日落条款”的同时，赋予创始人以某种比例将其超级投票权股转换为普通股的转换权，“日落条款”在创始人行权后自动生效。

(2) 在首次公开发行人股票时赋予普通股股东一项期权，“日落条款”只有在普通股股东进行投票表决同意行使该项期权时才能触发。在“日落条款”被普通股股东触发时，创始人将能够以按照相对优惠的比例将超级投票权转化为普通股（同时，超级投票权股将作回购或退股处理）。只要普通股股东对创始人的表现感到满意，“日落条款”就永远不会被触发，由此，这样的设计将为普通股股东提供了一项可靠的支持和保障。

(3) 设置需要更长时间才能完成替换的交错董事会^[19]（比如，4 ~ 5 年才能完全替换的成员，以此减少不断的董事会变动）。

(4) 设置金降落伞条款^[20] 冷却收购者排挤创始人的热情——除非收购者不惜支付高昂的离休费也要逼创始人退出公司管理层。

所有这些替代方式都体现出要防止创始人受双重股权结构赋予的永久的控制权庇护的理念。这些折中方案不仅可以保护股东，也可以

[19] 交错董事会条款 (Staggered Board Provision)，其典型做法是在公司章程中规定，董事会分成若干组，规定每一组有不同的任期，以使每年都有一组的董事任期届满，每年也只有任期届满的董事被改选。为了保证分期分级董事会条款的实施，公司章程往往还同时规定董事在任职期间不得被无故解任，并可以就董事的解职问题设置绝对多数条款，规定必须一定比例（如 1/3 或过半数）股东出席股东大会且取得出席会议的绝对多数（具体比例如 3/4）股东同意才能决定解除董事的职务。——译者注

[20] 金降落伞 (Golden Parachute) 是按照聘用合同中公司控制权变动条款对高层管理人员进行补偿的规定，最早产生在美国。“金色”意指补偿丰厚，“降落伞”意指高管可规避公司控制权变动带来的冲击而实现平稳过渡。这种让收购者“大出血”的策略，属于反收购的“毒丸计划”之一。其原理可扩大适用到经营者各种原因的退职补偿。中国对企业经营者退出机制向来重视不够，导致有些经营者行将退职时心理失衡。——译者注

保护其他利益相关者(比起更换创始人,公司经营不善倒闭反而会让它们更受伤)。我在这里没有表达任何偏好,但根据具体情况,它们都可能被采纳。

最后,在特朗普执政的这个时代,所有人都应该考虑一下“分权制衡”的问题。想象一下,如果在2016年选民能够选举终身制总统(为了使总统有足够长的时间能够追求他的“宏图伟业”),今日你的感受会如何?当我们从公法领域转向私法时,答案并没有改变:永远是一段很长的时间,真的是太长了!

(编辑:韩励豪)