

累积投票制的引入与实践

——以上市公司为例的经验性观察

钱玉林^{*}

内容提要：在学界和社会各界的呼吁下，2005 年公司法修订时引入了任意性累积投票制。累积投票制作为公司董事、监事的选举制度，目的是为了保护少数股东的权利。虽然立法上采取了任意性累积投票制，但实践中绝大多数样本上市公司实施了累积投票制，这与监管机构和证券交易所对累积投票制倾向于采取强制主义的态度是分不开的。实证数据显示，一方面在目前的股权结构下累积投票制的实施有很强的现实意义，另一方面累积投票制在上市公司中未能得以有效实施。存在诸多有待解决的影响累积投票制有效实施的问题，包括等额选举、股东大会会议出席率低以及表决权的不当行使等实践层面的问题，也包括提名资格限制、当选原则、选举方法以及独立董事、非独立董事和监事分别选举等制度层面的问题。从数学的角度分析，累积投票制在我国上市公司中存在实施的空间和价值。

关键词：累积投票制 上市公司 公司法 实证分析

引 言

累积投票制由瑞典政治思想家提出来后，首先进入了丹麦宪法。1870 年，美国伊利诺伊州宪法也引入了累积投票制，所不同的是，该宪法规定累积投票制不仅适用于众议院的选举，也适用于非公众公司董事的选举，从而开创了公司选举中适用累积投票制的先河。^{〔1〕}饶有意味的是，累积投票制最初只是为政治选举中的少数派而设计的一个工具，但

^{*} 扬州大学法学院教授。

〔1〕 美国思想家约翰·斯图亚特·密尔（John Stuart Mill）受北欧政治思想家的影响，在 1861 年发表了《代议制政府》一文，主张采用累积投票制，以倾听少数派的观点，借此推动政治体制的进步。密尔的这一主张推动了美国的政治思想家去思考这一制度。1870 年伊利诺伊州宪法率先引入了累积投票制，虽然在此之前，纽约和芝加哥已经进入了少数代表权的社会，但立法上并未规定累积投票制。伊利诺伊州宪法之所以能成功引入累积投票制，主要有两个重要的原因：一是密尔思想的忠实拥护者约瑟夫·梅迪尔（Joseph Medill）是该州选举和代表改革制宪委员会主席，对推动累积投票制入宪产生了巨大的影响；二是人们认为用累积投票制解决该州普遍存在的政治问题的时机已经成熟。See Whitney Campbell, *The Origin and Growth of Cumulative Voting for Directors*, 10 *The Business Lawyer* 3-4 (1954-1955).

却在公司法领域中得以广泛应用,很多国家的公司法相继规定了累积投票制。但该制度工于计算,容易引发公司控制权的争夺,因此,理论和实践中对之褒贬不一。有的认为累积投票制是实现资本民主、保护少数股东的重要制度,有的则认为,由资本多数派选择的董事会才是管理公司最有效的团队,累积投票制下产生的少数派代表只会引起董事之间的矛盾和低效率。^{〔2〕}有些国家在立法上的态度也逐步发生改变,如在美国,“累积投票制的使用率经历了一个不断降低的过程”。^{〔3〕}

我国于2005年公司法修订时引入了累积投票制,而实践中累积投票制早就在部分地方性法规和许多公司的章程中作出了规定。^{〔4〕}这种成文法化似乎表明了立法者有意强化累积投票制,从而走出与其他国家不同的发展路径。然而,在公司法正式引入累积投票制之前,上海证券交易所2004年的一份调查报告曾指出,“尽管一半以上的被调查公司在公司章程中规定了股东的累积投票权,但从该制度的实施情况看,仍存在两大待解决的问题:一是有些公司尽管作出了相应的规定,但在实际投票时仍然采取简单多数表决制度;二是无论是否采取了累积投票制度,流通股股东在董事会中代表性普遍不足,事实上,平均持股38.7%的387家公司流通股股东未在董事会拥有席位。”^{〔5〕}那么,该调查报告所反映的问题在2005年公司法实施后是否依然存在?任意性累积投票制下究竟有多少上市公司在章程中规定了累积投票制?累积投票制实施的有效性究竟有多大?如何使之真正成为一项有意义的制度?

提出上述疑问,一方面是基于对累积投票制实施基本状况的评价之考量,另一方面也是为了检讨立法上引入累积投票制的制度意义。毫无疑问,要找到上述问题的答案离不开经验性的考察。为此,本文主要以在上海证券交易所挂牌交易的A股上市公司为例,采用实证分析的方法,尽可能从充分的数据中寻找答案。本文研究中所示数据除了在注释中注明出处外,均系笔者自行整理或采集。鉴于上市公司退市制度的实施,某些数据可能随时发生变化,故在阅读或引用时须特别留意观察时间窗口。

一、累积投票制的法典化

尽管有些地方性法规中已经引入了累积投票制,但或许是因为1993年公司法肩负着国有企业改制之重任,对累积投票制并未予以关注和吸收。而随着公司法的实施,控制股东滥用权利的现象日益突出,少数股东权的保护问题也就逐步显现出来,成为公司法学界的热门课题。其中,不乏学者致力于对累积投票制的提倡与呼吁。

通过中国学术期刊网输入“累积投票”检索全文,发现在1993年公司法实施以前,仅

〔2〕 参见前引〔1〕,Whitney Campbell文,第3页;Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 *The Journal of Law & Economics* 395 (1983); John G. Sobieski, *In Support of Cumulative Voting*, 15 *The Business Lawyer* 316 (1960)等。

〔3〕 邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第436页。

〔4〕 地方性法规中最早引入累积投票制的是1989年2月4日《昆明市人民政府关于在我市全民所有制企业推行股份制的试行办法》(昆政发〔1989〕28号)。该办法第5条第2项规定:“股东会议表决权每股一票,可累积投票,以保护少数派股东的利益。”深圳发展银行则率先在公司章程中规定了累积投票制。根据《深圳发展银行章程》(1992年3月8日修改)第32条和第40条的规定,董事和监事的选举采用累积投票制。

〔5〕 上海证券交易所研究中心:《中国公司治理报告(2004):董事会独立性与有效性》,复旦大学出版社2004年版,第83页。

有少量文章在文中对累积投票制作了简要的介绍。1993 年公司法施行后,学者开始陆续发表文章,提出在中国公司法中引入累积投票制的观点,并从 1996 年起出现了以累积投票为题名的专门性学术论文。笔者统计了 1995 年(1993 年公司法施行后)至 2004 年(2005 年公司法修订前)间中国学术期刊网关于累积投票制的全部文献(图 1),发现该类文献几乎逐年呈几何级的增长,1995 年仅为 5 篇,到 2004 年达到了 243 篇。与学术论文关注累积投票制一样,有关公司法的学术专著也大致从 1995 年开始倡导引入累积投票制,认为 1993 年公司法对于股东的累积投票权未作任何规定,属立法中的一大缺憾。〔6〕

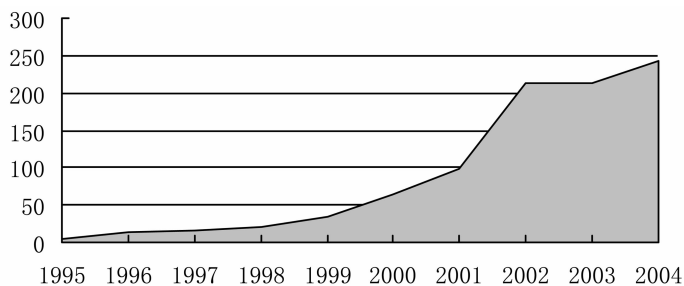


图 1 1995—2004 年中国学术期刊网有关累积投票制的论文数

虽然国外立法、学说与判例中对累积投票制的利弊和存废一直存有争议,但我国绝大多数学者仍竭力主张在公司法中引入累积投票制,仅有少数几位学者对累积投票制的引入持谨慎或者否定的态度。因此,学界的主流观点并非公司法中要不要引入累积投票制,而是应当引入什么样的累积投票制。对此,代表性的意见有两种:一是主张引入强制性的累积投票制,〔7〕二是倡导引入任意性的累积投票制。〔8〕学界的态度无疑对立法者产生了重要影响。2005 年公司法修订过程中,全国人大法工委组织召开了多次座谈会和研讨会,广泛听取社会各界意见。部分人大代表和政协委员以及北京市律师协会、中国石油天然气股份有限公司召开的公司法修改研讨会或座谈会都建议增加规定累积投票制。〔9〕另外,国务院发展研究中心关于修改公司法的意见也建议:“规定上市公司股东选举董事、监事的累积投票权。”〔10〕中国法学会商法学研究会建议:“增加规定控股股东持股比例在 30% 以上的上市公司股东大会选举董事时,采用累计投票制。其他公司可在公司章程中规定累计投票制。”〔11〕在全国人大法工委征求到的意见中,有的也明确建议规定强制性的累积投票制度。〔12〕有的则认为“累积投票制是否实行,应由公司自主决定。由于累积投票制的复杂性,未必方便小股东认识,且表决权回避的措施实际上已能够充分保护小股东权益。故交由公司股东自己决定。而在上市公司,可由有关交易所规则自定”。〔13〕在学界和其他社会各界的呼吁下,

〔6〕 较早主张在公司法中引入累积投票制的学者,如刘俊海(《股东诸权利如何行使与保护》,人民法院出版社 1995 年版,第 214 页)、梅慎实(《现代公司机关权力构造论》,中国政法大学出版社 1996 年版,第 204 页)等。

〔7〕 参见上引刘俊海书,第 214 页;王继军:《股份有限公司累积投票制度研究》,《中国法学》1998 年第 5 期。

〔8〕 参见王保树主编:《中国公司法修改草案建议稿》,社会科学文献出版社 2004 年版,第 275 页。

〔9〕 参见张穹主编:《新公司法修订研究报告》上册,中国法制出版社 2005 年版,第 24、29、34、52、55 页。

〔10〕 同上书,第 86 页。

〔11〕 同上书,第 79 页。

〔12〕 同上书,第 24 页。

〔13〕 张穹主编:《新公司法修订研究报告》下册,中国法制出版社 2005 年版,第 113 页。

2005年公司法修订草案（第一稿）引入了累积投票制，而且在其后全国人大常委会的各次审议中均未就该项新增的规定提出任何意见和建议，最终被写入公司法第106条。^{〔14〕}在立法模式上，公司法选择了“选入式”的任意性累积投票制。

根据公司法修订草案的说明，“健全股东合法权益和社会公共利益的保护机制，鼓励投资”成为公司法修订的主要内容，其中，在“完善股东会召集程序和议事规则”中建议“规定股份有限公司股东大会选举董事、监事，可以实行累积投票制”。^{〔15〕}这是立法资料中所能见到的阐明引入该项制度的唯一说明。至于引入该制度的立法理由或者立法目的，全国人大法工委编的公司法释义认为，规定累积投票制的目的是“为了防止股东大会中处于控制地位的股东凭其优势把持董事、监事的选举，致使持股分散的公众股东提名的董事、监事丧失当选的机会”，“通过累积投票制，中小股东提名的人选有可能进入董事会、监事会，参与公司的经营决策和监督，虽不足以控制董事会、监事会，但至少能在其中反映中小股东的意见，使大股东提名的董事、监事在行事时有所顾忌，有所制约，而实现董事会、监事会内部一定程度上的监督”。^{〔16〕}累积投票制通常被认为“是确保少数股东有可能选出董事会中的代言人的唯一制度设计”。^{〔17〕}因此，这一解释基本上表达了引入累积投票制的立法本意。

二、累积投票制的实施及其效果

在任意性累积投票制模式下，上市公司对累积投票制的态度和实施情况究竟如何？为验证这一问题，本文选取了在上海证券交易所挂牌上市的全部941家A股上市公司为分析样本，以这些公司现行的公司章程为观察对象。^{〔18〕}依照公司法第106条的规定，股东大会选举董事、监事，除了根据公司章程的规定外，也可以根据股东大会的决议实行累积投票制。但由于根据股东大会决议实行累积投票制具有或然性，难以获取统计数据，为了保证研究样本的科学性以及对其他研究者提供有效的数据参考，本文仅以公司章程的规定作为观察和分析的基础。对样本公司章程的分析表明，有840家上市公司在其章程中引入了累积投票制条款，占样本公司总数的89.3%。而上海证券交易所2004年的调查显示，在上海证券交易所挂牌交易的191家样本公司中，有107家公司在公司章程中规定股东大会在选举董事时应（可）采取累积投票制度，占样本总数的56%。^{〔19〕}这表明自2005年公司法实施以来，上市公司章程中规定累积投票制的做法呈快速上升趋势。

在公司章程中规定累积投票制条款的840家上市公司中，有45家上市公司规定以控股股东持股比例在30%以上为实施累积投票制的条件。这表明这类上市公司采取累积投票制

〔14〕 2005年公司法第106条对累积投票制的规定表述为：“股东大会选举董事、监事，可以根据公司章程的规定或者股东大会的决议，实行累积投票制。本法所称累积投票制，是指股东大会选举董事或者监事时，每一股份拥有与应选董事或者监事人数相同的表决权，股东拥有的表决权可以集中使用。”

〔15〕 参见2005年2月25日国务院法制办公室主任曹康泰在第十届全国人民代表大会常务委员会第十四次会议上所作的《关于〈中华人民共和国公司法（修订草案）〉的说明》。

〔16〕 安建主编：《中华人民共和国公司法释义》，法律出版社2005年版，第155页以下。

〔17〕 Steadman, *Should Cumulative Voting for Directors Be Mandatory?* —A Debate, 11 *The Business Lawyer* 16 – 17 (1995).

〔18〕 选取样本公司的最后时间为2012年11月14日。

〔19〕 前引〔5〕，上海证券交易所研究中心书，第72页。

的一个重要原因是为了满足监管机构在《上市公司治理准则》中提出的要求。^[20] 不过,即便扣除这一因素,在公司章程中由股东自由决定引入累积投票制条款的比例,仍然高达84.5%。曾有学者选取2003—2008年作为观察窗口,对控股股东持股比例在30%以下的上市公司章程引入累积投票制作了实证分析,结果显示:“超过半数样本公司小股东成功地将累积投票条款设置进公司章程中”。^[21] 这表明由上市公司股东自由决定实施累积投票制的情形呈明显的上升趋势。

问题是,上述数据是否真正表达了上市公司对累积投票制的积极态度。事实上,与立法上对累积投票制的态度不同,证券市场的监管机构和交易所对累积投票制似乎更趋向于采取强制主义的态度。《上市公司治理准则》虽然原则上采用了任意性累积投票制,但对控股股东控股比例在30%以上的上市公司则要求实行强制性累积投票制。2004年12月7日证监会颁布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》进一步强调,“上市公司应切实保障社会公众股股东选择董事、监事的权利。在股东大会选举董事、监事的过程中,应充分反映社会公众股股东的意见,积极推行累积投票制。”2005年11月2日国务院在批转证监会《关于提高上市公司质量意见》的通知中强调,“要进一步加强上市公司监管制度建设,建立累积投票制度……规范上市公司运作。”2006年1月12日深圳证券交易所发布的《中小企业板投资者权益保护指引》也规定:“上市公司应当在公司章程中规定选举两名及以上董事或监事时实行累积投票制度。”虽然这些部门规章或指导性文件对上市公司并不具有强制力,但作为上市公司的监管机构或者市场管理者,其对累积投票制的态度一方面表达了监管者和市场的一种呼声,另一方面也会在客观上对上市公司实施累积投票制产生强大的行政压力。假设没有监管机构严格的监管措施,单纯依靠公司法第106条的任意性规范,上市公司是否还能在其章程中积极引入累积投票制,不无疑问。

《上市公司治理准则》要求采用累积投票制度的上市公司在公司章程里规定该制度的实施细则,但上述840家上市公司中,仅有93家公司制定了累积投票制实施细则。经查阅上海证券交易所发布的上市公司公告,这93家公司中有31家公司在2012年进行了董事会换届选举工作。其中,有7家公司虽然制定了累积投票制实施细则,但在董事会换届选举中仍采用简单多数的直接投票制,其余24家公司在股东大会决议公告中明确说明董事会换届选举采用了累积投票制,累积投票制的使用率达77.4%,说明多数制定了累积投票制实施细则的公司在董事选举中实施了该制度。本文以这24家公司为样本,分析这些公司在非独立董事换届选举中实施累积投票制的实际状况。

经对24家公司股东大会决议公告的梳理,可以发现所有样本公司都是在等额选举的前提下采用累积投票方式的。其中,除了4家公司的选举结果为非全票同意外,其余20家公司的选举结果均为100%同意通过。在非全票同意的4家公司中,只有2家公司的个别董事候选

[20] 由证监会、原国家经贸委于2002年1月7日颁布的《上市公司治理准则》规定:“在董事的选举过程中,应充分反映中小股东的意见。股东大会在董事选举中应积极推行累积投票制度。控股股东控股比例在30%以上的上市公司,应当采用累积投票制。采用累积投票制度的上市公司应在公司章程里规定该制度的实施细则。”

[21] 吴磊磊、陈伟忠、刘敏慧:《公司章程和小股东保护——来自累积投票条款的实证检验》,《金融研究》2011年第2期。

人得票超过了 100%，这应当认定为累积投票的结果。而另外 2 家公司是由于个别股东弃权而造成所有董事候选人的得票率均未达 100%。在累积投票制下，只有当所有出席会议的股东都将选票平均分配给每一个董事候选人时，才能使每一个董事候选人的得票率达 100%，但如果以这种方式来投票，则无异于直线投票制。因此，90% 以上的样本公司虽然声称采用了累积投票制，但实际的投票方式或投票效果却等同于直线投票制。上海证券交易所 2004 年对上市公司的调查中发现，一些公司尽管在章程中规定了累积投票制度，但在实际选举董事时却采取了简单多数投票制。^{〔22〕}这说明到目前为止，这一状况并未发生根本改观。

经测算，当控股股东持股比例达 75% 以上或者占出席会议的股东所持股份总额的 75% 以上时，实施累积投票制是没有任何意义的。从 24 家样本公司公开披露的持股信息来看，所有样本公司第一大股东的持股比例均未超过 75%。因此在理论上，所有样本公司实施累积投票制都有意义。但根据样本公司股东大会决议公告，本文对第一大股东所持股份数占出席会议的股东所持股份总额的比例所作的统计数据显示（图 2），半数以上样本公司的第一大股东在以累积投票方式选举董事的股东大会会议上，其所持股份占出席会议的股东所持股份总额的比例达 75% 以上。其中，有 3 家公司第一大股东在股东大会会议上持有 100% 的表决权数。这表明，即便样本公司规范地实施了累积投票制，仍有半数以上的样本公司在客观上根本无法取得累积投票制的实施效果。

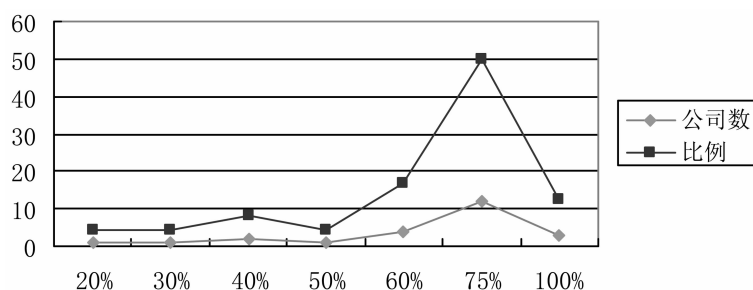


图 2 样本公司第一大股东占出席会议股东持股总数比例的情况

总之，上市公司在章程中引入累积投票制条款，并不意味着这些公司在董事会选举中实际实施了累积投票制。同时，在董事会选举中实施了累积投票制，也并不意味着一定能发挥累积投票制的作用。上述数据实证表明，一方面，样本公司中第一大股东的持股比例均未超过 75% 的上限，说明所有样本公司在现有的股权结构下，累积投票制都存在适用的余地。另一方面，在实际的董事会选举过程中，半数以上样本公司第一大股东所持股份占出席会议的股东所持股份总额的 75% 以上。而这些样本公司的股东大会决议公告显示，出席股东大会会议的股东人数最少的只有 1 人，最多的也只有 47 人，平均为 8 人。出席股东大会会议的股东人数偏少，绝大多数中小股东对股东大会会议采取了消极主义的态度，加上董事选举中采取等额选举、平均分配表决权的投票方式等因素相互交织，使累积投票制丧失了实际的效果。

〔22〕 前引〔5〕，上海证券交易所研究中心书，第 72 页。

三、影响累积投票制效用的制度性因素

董事、监事的选举制度是公司治理机制的核心问题之一。尽管其弊端是客观存在的,但累积投票制仍然是股东公平参与公司治理的一项理想制度。实践中累积投票制的正确实施对股东参与公司治理发挥了积极的作用。美国证券交易委员会曾在一份报告中对 28 家公司作出了数据分析。这 28 家公司中有 14 家公司实施了累积投票制。结果显示,在实施累积投票制的 14 家公司中,反对派股东赢得董事会中部分席位的有 12 家。而未实施累积投票制的其他 14 家公司中仅有 3 家公司的少数派股东选出了代表自己的董事。^[23] 因此,累积投票制在美国经历了近一个半世纪的实践后,目前仍有多达 43 个州的公司法强制性地或者任意性地规定了该项制度。

在我国,累积投票制的引入和实践时间并不长。除了上文提及的实践中存在的问题外,在制度层面也存在较多的问题。为便于更好地作出直观的分析,本文以前述 93 家制定累积投票制实施细则的上市公司为观察对象,重点分析这些实施细则所存在的问题。鉴于 2005 年 3 月 30 日上海证券交易所公司管理部依照《上市公司治理准则》起草了一份累积投票制实施细则建议稿(以下简称建议稿),^[24] 供相关上市公司在修订公司章程时参考,本文将样本公司的实施细则与该建议稿作对照,以便对影响累积投票制效用的制度性问题有更深层次的把握。归纳起来,主要存在以下问题:

第一,规定董事候选人提名资格的持股比例要求过高。提名权一般被认为包含在提案权之内。股东的提案权是 2005 年公司法修订时新增的内容。公司法第 103 条第 2 款规定:“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东,可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会。”在此之前,有关股东的提案权仅有两个规范性文件提及:一是证监会于 1997 年 12 月 16 日印发的《上市公司章程指引》,规定“公司召开股东大会,持有或者合并持有公司发行在外有表决权股份总数的百分之五以上的股东,有权向公司提出新的提案”。二是证监会于 2001 年 8 月 16 日发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,规定“上市公司董事会、监事会、单独或者合并持有上市公司已发行股份 1% 以上的股东可以提出独立董事候选人,并经股东大会选举决定”。而建议稿规定:“持有或者合计持有公司有表决权股份 1% 以上的股东可以在股东大会召开之前提出董事、监事候选人。”上述两个规范性文件和建议稿虽然对上市公司并没有约束力,而且均发布在 2005 年公司法

[23] 前引[17], Steadman 文。

[24] 《〈公司章程〉累积投票制实施细则建议稿》共有五条。第 X 条第 1 款:“公司董事(含独立董事)、监事(指非由职工代表担任的监事)的选举实行累积投票制”。第 2 款:“每一有表决权的股份享有与拟选出的董事、监事人数相同的表决权,股东可以自由地在董事、监事候选人之间分配其表决权,既可分散投于多人,也可集中投于一人,按照董事、监事候选人得票多少的顺序,从前往后根据拟选出的董事、监事人数,由得票较多者当选”。第 X+1 条:“通过累积投票制选举董事、监事时实行差额选举,董事、监事候选人的人数应当多于拟选出的董事、监事人数。”第 X+2 条:“公司在确定董事、监事候选人之前,董事会、监事会应当以书面形式征求公司前十大流通股股东的意见。”第 X+3 条:“公司在发出关于选举董事、监事的股东大会会议通知后,持有或者合计持有公司有表决权股份 1% 以上的股东可以在股东大会召开之前提出董事、监事候选人,由董事会按照修改股东大会提案的程序审核后提交股东大会审议。”第 X+4 条:“在累积投票制下,独立董事应当与董事会其他成员分别选举。”

修订之前,但还是对不少上市公司产生了影响。93家样本公司所制定的实施细则对独立董事候选人的提名资格基本上作出了类似的规定,即单独或者合并持有公司股份1%以上的股东可以提出独立董事候选人。但对于非独立董事和监事候选人的提名资格,样本公司提出了不同的持股比例要求,共存在1%、3%、5%和10%四种不同的情形。其中,规定3%者为多数,其次为5%,规定1%和10%的为个别公司。规定1%为提名资格的持股比例,显然是受到了建议稿的影响,而规定3%的持股比例要求,则符合公司法的规定。样本公司实施细则中将5%和10%作为股东提名资格的持股比例,明显高于公司法规定的3%的法定要求,其效力是有待斟酌的。根据下文表1显示的样本上市公司持股比例状况,仅前三大股东的平均持股比例达到了3%,这意味着其他股东只有通过表决权的征集或者成为一致行动人,才能具备董事候选人的提名资格,而这无疑会增加代理成本,从而影响小股东出席股东大会会议的积极性,最终影响累积投票制的作用发挥。

第二,选举方式和当选原则减损了累积投票制的有效性。累积投票的基本规则是将多个候选人按得票数由高到低依次排序,根据应选人数确定其是否当选,因此只有差额选举才有实际意义。但上述2012年样本公司的实际选举均采用等额选举的办法,使累积投票制按照候选人得票高低的顺序而非具体得票多少来决定是否当选的制度设计失去了意义。建议稿规定:“按照董事、监事候选人得票多少的顺序,从前往后根据拟选出的董事、监事人数,由得票较多者当选。”建议稿所确立的这一当选原则是累积投票制的本质使然。但从93家样本公司制定的实施细则来看,与建议稿规定相一致的公司仅占全部样本公司的17%。80%以上的上市公司章程规定,除了满足建议稿的要求外,当选者应同时满足公司法第104条第2款的要求,即每位当选者的得票数必须超过出席股东大会股东所持表决权股份总数(以未累积的股份数为准)的二分之一。公司法第104条一共有两款,其中第1款规定:“股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权”;第2款规定:“股东大会作出决议,必须经出席会议的股东所持表决权过半数通过。”依照该项规定,超过出席股东大会股东所持表决权股份总数的二分之一是直线投票制下的基本规则。在累积投票制下,公司法第104条第2款是否仍应适用,不无疑问。当然,公司章程中规定累积投票制下当选董事、监事的最低表决权数,理论上并不违反公司法的规定,但将公司法第104条第2款的要求确定为累积投票制下董事、监事的当选原则,实质上是对少数股东的表决权数提出了更高的要求,将大大减损累积投票制发挥作用的有效性。

此外,少数样本公司制定的累积投票制实施细则仍然规定了直线投票制下的反对票和弃权票。如《新疆天富热电股份有限公司累积投票制实施细则》规定:“普通董事(或独立董事)、监事获得同意意见的投票权如小于或等于反对意见的投票权时,该普通董事(或独立董事)、监事候选人不得当选。”《新疆友好(集团)股份有限公司累计投票制实施细则》、《海南航空股份有限公司累计投票制实施细则》则明确规定,“选举董事分为‘赞成’、‘反对’和‘弃权’,股东可以根据自己的意愿行使累积投票权”;“董事(或监事)候选人获得‘赞成’的累积投票权数超过‘反对’与‘弃权’的累积投票权数之和时,即为当选”。在累积投票制下设置反对票和弃权票,无疑是对该制度的一种曲解。如果计算反对票、弃权票,则持股较多的股东就可以轻而易举地将代表少数股东意愿的候选人逐出董事会,使累积投票制失去应有的意义。

第三,非独立董事、独立董事和监事分别选举减少了当选人数的规模,降低了累积投票制的实效。建议稿规定:“在累积投票制下,独立董事应当与董事会其他成员分别选举。”93家样本公司中有90家公司规定,为确保独立董事当选人数符合公司章程的规定,独立董事与非独立董事选举应当分开进行,以保证独立董事的比例;采用累积投票制时,应分别就非独立董事、独立董事、监事进行选举,将非独立董事、独立董事、监事分设为不同议案组,并在该议案组下列示候选人作为子议案。样本公司中仅有3家公司将独立董事和非独立董事合并采取累积投票制选举。因此,绝大多数样本公司采纳了建议稿的要求。

理论上讲,选举名额越多,累积投票制的效果就越好,因此建议稿所称的“分别选举”究竟应如何理解才能不削弱累积投票制的效果呢?对此,山东上市公司协会认为,“累积投票制的奥妙在于把本来投给众多人的选票集中起来投给1人,以保证中小股东的代表进入董事会。若把应选董事一分为二分别累积投票,其可累积起来的票数便大幅减少,累积投票制的精妙之处便被抹杀了,这与推行累积投票制的初衷是相背的。”^[25]为此,其制定的《山东上市公司累积投票制操作参考》规定:“为确保累积投票制的效用,须将独立董事、非独立董事的选举实行合并累积投票,即不得将二者分别累积投票。为最大限度地发挥累积投票制的效用,也可将独立董事、非独立董事、监事三者的选举合并累积投票,但独立董事、非独立董事、监事的当选人数不能超过章程规定的各自应选人数。”这一规定值得肯定。按照独立董事、董事、监事候选人得票多少的顺序,从前往后根据拟选出的独立董事、董事、监事人数,由得票较多者当选的当选原则,并不会伤及公司法或者公司章程对独立董事人数的规定。

累积投票制并不是一种单纯的选举方法。之所以说它是一项制度,是因为累积投票制从引入公司法开始就是作为少数股东保护机制的制度要素予以设计和考量的。制度要形成体系方能产生制度的功能。公司法第106条虽然引入了累积投票制,但该条尚停留在定义或观念层面,欠缺发挥制度应有功能的体系构造。实践中,上市公司正是抓住公司法第106条存在的制度缺漏做足文章,才导致表面上多数上市公司实施了累积投票制,既满足了监管者的要求,又迎合了投资者保护的迫切意愿,但实质上累积投票制并没有发挥倡导者所期待的理想功效。

四、从计算层面追问累积投票制的意义

公司选举中采取累积投票制,是为了少数股东能选出与其持股比例大致相当的董事、监事进入董事会或监事会。但对于是否要确保这样的结果,在判例中存在两种不同的观点:一种观点认为要确保行使累积投票权的实际效果,另一种观点则认为,累积投票制仅是给予少数股东累积投票的权利,但无需确保累积投票权行使的有效性。^[26]事实上,累积投票权和累积投票的效果是两个不同的命题。如果法律或者公司章程赋予股东累积投票权,则当然要保护这一权利免受侵害。但影响累积投票权行使的实际效果的因素很多,有的并不

[25] <http://www.sdcca.org/news/200807/299.html>, 最后访问时间:2012年11月20日。

[26] See Richard S. Dalebout, *Cumulative Voting for Corporation Directors: Majority Shareholders in the Role of a Fox Guarding a Hen House*, Brigham Young University Law Review, 1989, p. 1199.

是司法救济所能解决,其中,少数股东的持股数就是这样一种影响因素。在累积投票制下,拟选举名额与股东持股数之间形成了一种数量关系,股东要精于计算,才能有效地发挥累积投票制的功能。美国学者在很早以前就对这种数量关系进行了研究,一共建立了十二个计算公式以解决如何累积投票的问题。^[27] 本文选取其中的两个公式,结合我国上市公司股权结构的现状,分析实施累积投票制的现实意义。

公式 1 是由查尔斯·W·盖尔斯滕贝格(Charles W. Gerstenberg)建立的,据此求得股东欲获得董事的席位数所需的最低股份数。该公式中,x 代表欲获得董事席位数所需要的最低股份数,a 代表有表决权的股份总数,b 代表拟选举的董事数,c 代表欲获得的董事席位数。

$$\text{公式 1: } x = \frac{ac}{b+1} + 1$$

上述公式强调的是要选出代表自己的董事数所需要的最低股份数。但在选举董事时,股东持有的股份数已经确定,对于股东而言,只是想知道凭借其所持有的股份数究竟可以选出多少代表自己的董事。为此,根据公式 1 演化出公式 2,用以解决这一问题。该公式中,c 代表可以选出的董事数,x 代表股东持有的股份数,a 代表有表决权的股份总数,b 代表拟选举的董事数。

$$\text{公式 2: } c = \frac{(x-1)(b+1)}{a}$$

本文以前述 2012 年董事换届选举中实施累积投票制的 24 家上市公司为样本,验证如何从计算层面正确行使表决权,使累积投票制成为有意义的制度。基于上市公司股权结构的现状,本文以样本公司前五大股东出席股东大会会议行使表决权为分析基础。表 1 统计了样本公司前五大股东的持股比例状况。统计结果表明,样本公司前五大股东持股比例的中位数与平均值偏离均不大,表明不存在偏离均值的异常值。标准差均比较小,说明样本公司前五大股东持股比例波动很小。第二、三、四、五大股东平均持股比例差别并不显著,且均明显小于第一大股东,显示样本公司的股权结构在整体上仍然存在“一股独大”的状况。同时,根据样本公司股东大会会议公告,在 2012 年的董事换届选举中,各样本公司拟选非独立董事人数为 4-9 人不等。

表 1 样本上市公司前五大股东持股比例统计 (单位:%)

股东	平均值	中位数	最大值	最小值	标准差
第一大股东	34.62	33.97	60.13	12.12	13.56
第二大股东	7.84	4.67	23.22	0.42	7.11
第三大股东	3.34	2.16	13.57	0.33	3.52
第四大股东	2.26	1.61	11.13	0.32	2.42
第五大股东	1.51	1.14	4.77	0.30	1.21

鉴于样本公司的总股本大小不一,为便于计算,假设样本公司的总股本为 1000 股,又鉴于前五大股东持股比例波动不大,故取平均值计算各自的持股数量,依次分别为:第一

[27] Arthur T. Cole, *Legal and Mathematical Aspects of Cumulative Voting*, 2 South Carolina Law Quarterly 225-244 (1949).

大股东 346 股、第二大股东 78 股、第三大股东 33 股、第四大股东 22 股、第五大股东 15 股，合计出席会议的股东持有 494 股。根据公式 1 和公式 2，以选举非独立董事为例，对拟选董事人数 4-9 人分别予以计算，结果如下（表 2）：

表 2 样本公司累积投票的理论效果

拟选董事数	选出 1 名董事最低股份数	第一大股东可选出董事数
4	100	3
5	84	4
6	72	4
7	63	5
8	56	6
9	51	6

表 1 的统计数据表明，50% 以上的样本公司中第一大股东的持股数超过了前五大股东持股总数的半数以上。这就意味着，假设前五大股东出席股东大会会议选举董事并采取直线投票制的话，第一大股东将毫无疑问地可以完全控制选举结果。但在累积投票制下，表 2 的数据显示，无论拟选董事数为多少，第一大股东单凭其自身的持股数量都无法囊括全部拟选董事数。表 2 是以表 1 中前五大股东持股比例的平均值计算的结果，也就是说，50% 以上的样本公司如果实施累积投票制的话，都能收到累积投票制的实际效果。但正如前所述，由于半数以上样本公司的第一大股东控制了出席会议股东所持表决权总数的 75% 以上，使得半数以上的样本公司收不到累积投票制的任何效果。这就造成了理论分析与实践经验的背离。但这并非意味着累积投票制本身存在问题，而是样本公司在实施累积投票制过程中存在问题。

结 语

本文只是以上市公司为例所作的实证分析。绝大多数样本公司的章程中引入了累积投票制，并不代表非上市股份有限公司也呈现相同的样态。且上市公司实施累积投票制的数量呈现上升的趋势，是由于证监会发布的规章和证券交易所制定的规范性文件对累积投票制倾向于强制主义的态度。

作为一项移植过来的法律制度，累积投票制会面临本土化的问题。不能因为其他国家对累积投票制在立法态度上发生了趋势性的变化，就成为我国立法上应当作出相应选择的根据或理由。强制性累积投票制在美国等国家的渐趋衰弱，无疑是这些国家股权分散和多元化以及少数股东救济体系渐趋增强的结果。但即便如此，仍有学者对美国立法态度上的转向提出了批评，认为“对累积投票制采取任意性法律规定时，所谓对少数股东的保护是虚幻的，因为累积投票制屈从于多数股东的控制”。^{〔28〕}而我国目前的股权结构和少数股东权的保护所面临的问题，与这些国家早期引入累积投票制时的状况是相似的。上海证券交

〔28〕 前引〔26〕，Richard S. Dalebout 文，第 1200 页。

易所资本市场研究所发布的《沪市上市公司2011年度董事、监事和高级管理人员履职情况分析》针对独立董事的选举现状,呼吁“积极推行累积投票制,鼓励中小股东提名并选举独立董事,积极参与公司治理”。^[29]这就是法律移植应当面对的社会现实。

资本民主或者股份平等是现代公司法应当恪守的基本原则。但在“一股一权”下,资本民主或股份平等仅仅实现了形式正义的一面,而忽略了资本多数决下少数股东事实上沦为弱势者的一面。少数股东的这种弱势,并非纯粹是基于持股的劣势,而是由于资本多数决这一制度因素造成了少数股东表决权的有效价值等于零的现实。累积投票制是一种制度设计,目的就是实现股份的实质平等。累积投票制在本质上并不与资本民主或股份平等原则相冲突。正是由于累积投票制追求比例性代表,符合资本民主或股份平等的精神,也与公司治理原则中贯彻平等保护股东的宗旨相吻合,因此,累积投票制有利于股东积极参与公司管理活动,对于建立健全的公司治理结构有积极的意义。这也是累积投票制滥觞于政治选举,却在公司法领域中得以广泛采用的原因。本文实证的结果,是为了引起学者对累积投票制制度体系构造的重视,真正将累积投票制植根于我国公司法的法律体系之中。

Abstract: The cumulative voting system was successfully introduced into Chinese Company Law revised in 2005 due to the request by academia and various circles of the society. The statute provides that the cumulative voting system is not the mandatory rule, but in practice most of the sample listed corporations have adopted the cumulative voting system in their articles. Such practice cannot be separated from the attitude of Security Regulatory Bodies and Stock Exchanges towards the cumulative voting system, who are inclined to make it mandatory, and data demonstrates that it does not mean the cumulative voting system has been carried out by those companies for the election of directors. Meanwhile, empirical study on the cumulative voting system adopted by the sample companies for the election of directors in 2012 indicates that it is not effective at all in more than half of these companies even though they carried out the system correctly.

Although the status of “one share dominates exclusively” still exists in the current structure of stockers of the sample companies, the cumulative voting system is valuable to all of them because the share proportion held by the controlling stockholder are not enough to make the system meaningless. The reason why the cumulative voting system cannot be carried out is that there are still many problems to be solved, such as the rules of nomination, the election principles and the election methods of directors, single-candidate elections, low attendance of shareholders’ meetings, and improper voting, etc. The cumulative voting system has the function of protecting minority shareholders if it is designed as a real system.

Key Words: cumulative voting system, listed corporation, company law, empirical study

[29] 上海证券交易所资本市场研究所:《沪市上市公司2011年度董事、监事和高级管理人员履职情况分析》,《中国证券报》2012年8月8日第7版。