

累积投票制的本土化困境及其出路

——基于美国监管规则演进的反思

殷佳唯*

摘要:发端于美国的累积投票制,原本是在股权结构分散背景下作为维护中小股东利益的一项制度,我国在上市公司治理结构完善中也将累积投票制作为一项制度利器而加以移植。但遗憾的是,无论是从美国还是我国来看,累积投票制并没有很好地验证当初规则设计的理论预设。有必要探讨累积投票制原有的制度价值和存在问题,建议我国累积投票制以许可主义为主、强制主义为辅,并适当降低累积投票制前置程序的适用门槛,激发中小股东的选举动力。

关键词:累积投票制 本土化 公司治理 投资者保护

累积投票制在我国《公司法》下被定义为“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”。〔1〕从累积投票制源头来看,累积投票制的立法例主要分为两类:强制主义和许可

* 华东政法大学国际金融法律学院 2020 级法律与金融硕士研究生。

〔1〕《公司法》(2018 年修正)第 105 条。

主义,其中许可主义又分为选出式和选入式。具体而言,选出式(opt-out election)是指通过法律或者上市规则进行强制性规定但允许章程排除;而选入式(opt-in election)则相反,是一种原则排除但允许章程特别采用的承认方式。虽然对于累积投票制的立法态度是采强制主义还是许可主义,学界看法各异,尚未形成统一意见,但不可否认的是,就现有主流的意见而言,累积投票制在我国受到普遍的追捧,业界、学界普遍认为其可为公司治理结构的改善提供一个更为灵活、变数更大的平台,由此解决董事会中的小股东代表问题。^{〔2〕}在累积投票制下,中小股东和大股东可以充分发挥各自能动性进行投票博弈,在董事、监事选举中更加接近实质公平,且不会破坏公司法上的效率原则。^{〔3〕}此外,也有国内的实证研究证明,设置累积投票条款的上市公司内部人占用资金情况显著偏少,且上市公司采用累积投票制后提升了公司绩效。因此,累积投票制在我国上市公司存在实施的空间和价值。^{〔4〕}

由于我国累积投票制移植于美国,2005年《公司法》修改时虽以“选入”方式在立法上引入该制度,但在实践中如何通过累积投票制有效发挥保护中小股东在上市公司治理中的作用却仍存疑惑,其主要问题不仅在于美国强制性累积投票制日渐衰弱,且公众公司很少采用累积投票制,还在于过去十余年来在上市公司中推行累积投票制。因此,通过分析美国累积投票制的发展脉络,总结相应经验教训,有助于完善我国的累积投票制。

一、移植引进:中美累积投票制的历史比较

(一) 美国累积投票制兴衰史

美国公众公司的累积投票制并非凭空出世,而是借鉴了政治选举

〔2〕 参见董新凯:《谈对董事会的控制问题——兼谈独立董事制度》,载《法律科学(西北政法学院学报)》2002年第1期。

〔3〕 参见赵志钢:《公司治理法律问题研究》,中国检察出版社2005年版,第93页。

〔4〕 参见钱玉林:《累积投票制的引入与实践——以上市公司为例的经验性观察》,载《法学研究》2013年第6期。

制度上的一种创新。1870年伊利诺伊州《宪法》不仅规定该州对众议院议员的选举实行累积投票制,而且要求公司董事或经理的选举均实行累积投票制。作为一项保护政府中少数群体代表权益的配套措施,伊利诺伊州在宪法中引入私人公司法原则,^[5]旨在通过强制实行累积投票制选出代表以保护少数股东的利益,让少数股东有机会获得董事会的关注,并防止多数股东任何进一步的欺诈和管理不善。^[6]此后,伊利诺伊州《公司法》也引入了累积投票制。自那时起,累积投票制开始在美国各州生根发芽,许多州在宪法或公司法中规定董事选举采取累积投票制。根据图1的变化趋势,可看出累积投票制在美国从1870年的一个州发展到现在各州遍地开花的态势,立法模式从强制主义逐步过渡到许可主义。为此,我们将累积投票制的发展时间线分割为3个部分进行分析。

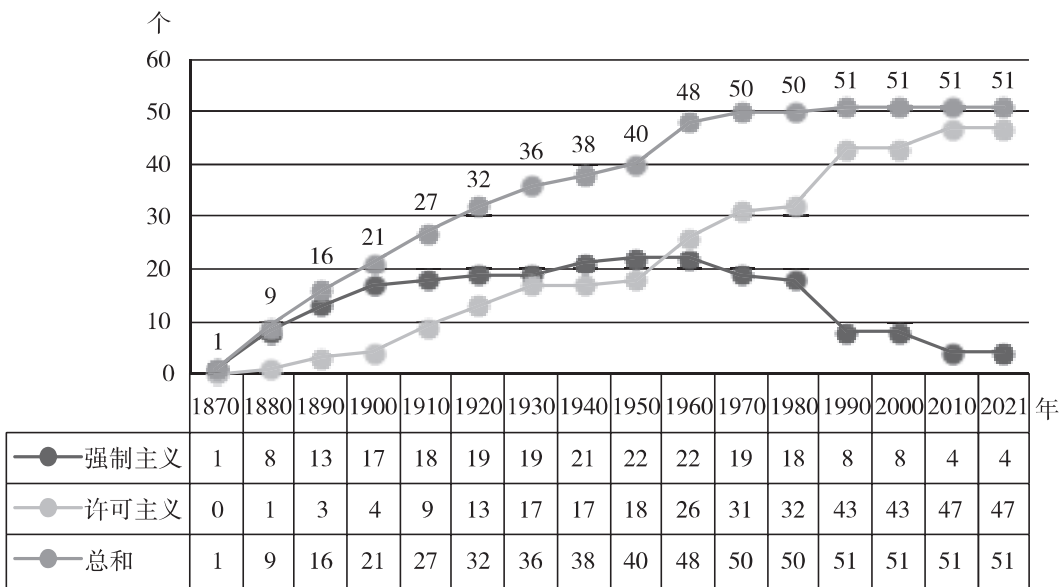


图1 1870~2021年美国各州采取累积投票制的数目变化情况

资料来源:本文附录。

[5] See Campbell W., *The Origin and Growth of Cumulative Voting for Directors*, Business Lawyer (ABA), Vol. 10, No. 3.

[6] See Sell W. & Fuge, L. H., *Impact of Classified Corporate Directorates on the Constitutional Right of Cumulative Voting—A Critical Evaluation of the Wolfson v. Avery Problem*, University of Pittsburgh Law Review, Vol. 17, No. 2.

1. 19世纪70年代到20世纪初:强制主义的热潮和许可主义的萌芽

自伊利诺伊州设立强制性累积投票制之后,强制主义以较快的速度在美国各州蔓延,越来越多的州将累积投票制写入公司法,且立法理念的主流还是强制主义。到了20世纪之初,已经有17个州引入强制性累积投票制。在这期间,许可主义也生出萌芽,有4个州设立许可性累积投票制。

2. 20世纪初到20世纪60年代:强制主义的成熟和许可主义的崛起

20世纪伊始,强制性累积投票制在美国各州稳步推进,从17个州增长到22个州。但许可性累积投票制开始迅速崛起,由4个州增加到了26个州,立法观念逐渐转向许可主义。

美国《模范商事公司法》的立法变迁也印证了美国各州对于累积投票制立法态度的转变。1950年美国《模范商事公司法》在序言部分指出,累积投票制在任何情况下都应保留,而不应由发起人决定。这是《模范商事公司法》第一次以统一立法的形式明确规定强制性累积投票制。但到了1955年,美国重新起草《模范商事公司法》关于累积投票制的条款,增设许可性累积投票制,允许各州选择强制主义或许可主义两类并行的立法模式。4年后,《模范商事公司法》删去了强制性累积投票制条款,只肯定许可性累积投票制,并细分为选出式和选入式两种立法模式。

3. 20世纪60年代至今:强制主义的衰落和许可主义的发展

20世纪60年代之后,累积投票制在美国全面普及,各州都对累积投票制做出了规定,或是强制主义,或是许可主义。强制性累积投票制逐渐被市场淘汰,原本采用强制性累积投票制的州纷纷转为许可性累积投票制。到2021年,只有4个州(亚利桑那州、夏威夷州、内布拉斯加州和北卡罗来纳州)仍适用强制性累积投票制,其余各州均采用的是许可性累积投票制。1984年,美国《模范商事公司法》明确只采用选入式立法模式,2002年又完全取消了对累积投票制的规定。在该法的影响下,美国采用累积投票制的公司数量显著减少,且主要适用于闭锁公司,公众公司鲜少采用。1950年至今,美国《模范商事公司法》历经

强制主义到许可主义,再到许可主义下的选入式,最后放开的立法变迁,对美国各州的公司法以及累积投票制的实践产生了重要影响。

在许可性累积投票制成为美国主流立法理念的基础上,图2统计了采用选入式和选出式的州数量分布趋势。可以看出,自许可主义开始发展,选入式一直备受各州立法的青睐,并且逐渐成为立法主流。

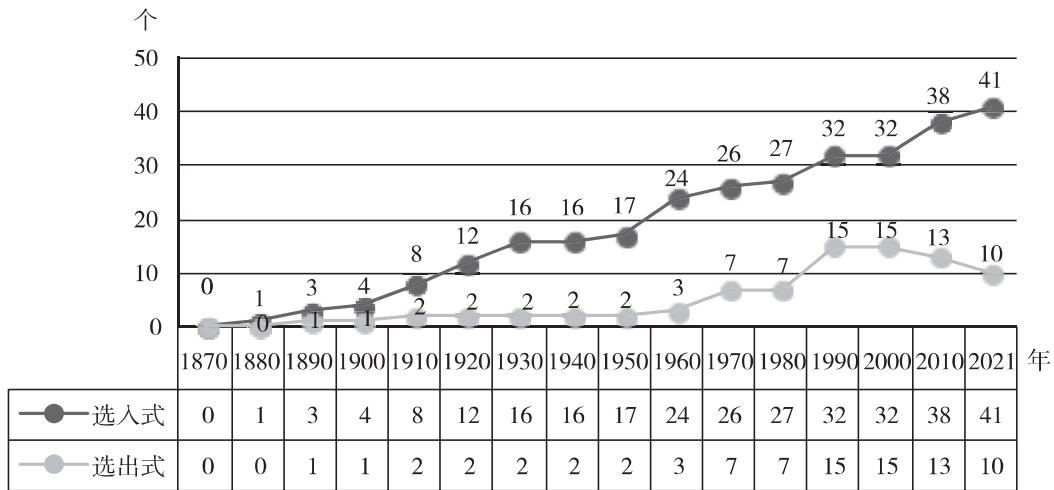


图2 1870~2021年美国各州采取许可性累积投票制的类型细分

资料来源:本文附录。

如今,美国已有41个州规定将累积投票制列为选入式条款,而选出式只受到小部分州的采纳。可以看出,这种默认采用但需要通过章程排除的立法例已经逐渐不被各州所认同。但也不乏同时适用选入式和选出式的州,如伊利诺伊州、堪萨斯州、宾夕法尼亚州。这几个州的做法均是对新设立的公司适用选入式条款,但对修法前设立的公司仍适用选出式条款,可谓“新人新办法,老人老办法”。

(二) 累积投票制的中国移植

2002年,中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)《上市公司治理准则》第31条首次提出上市公司股东大会在选举董事时采用累积投票制,对“控股股东控股比例在30%以上的上市公司”采用强制性累积投票制,同时要求上市公司应当在公司章程中制定累积投票制的实施细则;对控股股东控股比例未达30%的上市公司适用“原则排除但允许章程采用”的选入式累积投票制。此后出台的法律规范将累积投票制的适用范围扩大到了董事和监事选举。《上市公司治理准则》

在 2018 年修订统一了累积投票制的适用范围为董事和监事选举,并且扩大了强制性累积投票制的适用对象,即“单一股东及其一致行动人拥有权益的股份比例在 30% 及以上的上市公司”。

随着累积投票制的引入,监管者意识到社会公众股东权益保护的重要性,开始积极推行这一制度。2004 年《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》(已失效)明确上市公司在选举董事和监事时应积极推行累积投票制;2005 年《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》中提出将建立累积投票制作为强化上市公司监管、规范上市公司运作的内容之一;2007 年中国证监会将上市公司在选举董事、监事时是否采用累积投票制作为公司治理创新情况和综合评价的标准之一;2013 年国务院办公厅《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》中也明确将积极推行累积投票制纳入健全中小投资者投票机制的内容。

在适用对象上,2005 年《公司法》在法律层面引入累积投票制,作为选入式条款,将累积投票制的适用对象扩大到上市公司和非上市公司。2020 年《非上市公众公司监管指引第 5 号——精选层挂牌公司持续监管指引(试行)》(已失效)鼓励非上市公众公司在董事、监事选举中采用累积投票制。此外,我国还特别在证券公司、银行业保险业公司等主体积极推行累积投票制。早在 2003 年累积投票制引入之初,《证券公司治理准则(试行)》(已失效)就提出在证券公司选举董事(包括独立董事)和监事时采用累积投票制。对于采用强制性累积投票制的要求,对比上市公司的适用范围相对缩小,为“股东单独或与关联方合并持有公司 50% 以上股权”的证券公司,同时赋予证券公司制定累积投票制内部实施细则的权利。

除法律规范层面外,作为自律性组织的证券交易所也是积极推进累积投票制的有力力量。2006 年深圳证券交易所发布《中小企业板投资者权益保护指引》,要求上市公司应当在选举两名及以上董事或监事时实行累积投票制,属于强制主义立法例。此后,深圳证券交易所陆续出台规则,明确主板、中小企业板、创业板上市公司在董事、监事选举应当实行累积投票制。2020 年,深圳证券交易所细化关于累积投票制的适用规则,要求对“单一股东及其一致行动人拥有权益的股份比例

在30%及以上的”上市公司采用强制性累积投票制,与最新《上市公司治理准则》保持统一。上海证券交易所于2013年修订了《上市公司董事选任与行为指引》,鼓励上市公司在董事选举中实行累积投票制,采取许可主义立法例。

纵览累积投票制在我国的发展脉络,可以推定当前我国对累积投票制的立法模式为强制主义与许可主义项下“选入式”的结合。在适用对象上,与美国恰恰相反,我国主要运用于上市公司。在监管机构积极推进累积投票制的背景下,大部分上市公司虽然都在公司章程中规定了累积投票制,满足了监管要求和中小投资者意愿,但实践当中很多公司并没有在章程中规定具体的实施细则,使累积投票制流于形式。加之相关规则指引只是对累积投票制做出了定义和原则性规定,缺乏可操作性,导致累积投票制没有成为保护中小股东的“利剑”,作用十分有限。

二、他山之石:累积投票制的内在逻辑与实践反思

(一) 美国累积投票制的理论推演

美国将累积投票制运用于董事选举。与直接投票制相对,在累积投票制下,股东拥有的票数等于其所持股份对应的原票数乘以拟选举的董事人数,股东可以将票全部投给一个候选人,也可以分散投给若干候选人。^[7]其基本原理是将股东有限多次的投票过程聚拢为一次性投票过程,从而实现对控股股东控制权的稀释。^[8]

累积投票制以“一股一权”原则为前提,数学公式如下:

$$X = 1 + \frac{Y \times N_1}{N_2 + 1}$$

其中,X为股东选出董事所需的最低股份数,Y为股东(大)会股东

[7] See Cole, A., *Legal and Mathematical Aspects of Cumulative Voting*, South Carolina Law Quarterly, Vol. 2, No. 3.

[8] 参见倪意:《投资者利益保护与累积投票制》,载《财会月刊》(综合版)2009年第4期。

投票的股份总数, N_1 为股东拟选出的候选人数量, N_2 为股东(大)会应选出的候选人总数量。根据累积投票制的数学公式可以看出, 股东持股数量越多, 且董事候选人数越多, 股东能够选出自己代言人的可能性就越大。^[9] 理论上, 通过精心的票数分配, 中小股东能够选出自己的代言人进入董事会, 赋予他们参与公司治理的权力。在理论论证上, 累积投票制对公司治理产生正向积极作用的表现在于:

首先, 对中小股东来说, 在直接投票制下, 中小股东没有能力提名并选举代言人进入董事会。尽管累积投票制不会帮助中小股东获得控制管理层的权利,^[10] 但在一定程度上能够极大帮助中小股东在董事会中获得自己代言人的席位, 增强中小股东代表在董事会中的话语权和潜在影响力, 有一只聪明的“牛虻”出现, 将有利于保护或增进小股东集团的利益,^[11] 推进股东民主。同时, 在累积投票制下, 控股股东能够控制董事会所有席位的可能性较小,^[12] 有助于使中小股东免受控股股东的剥削。

其次, 对公司董事会来说, 虽然控股股东选出的代表将继续在累积投票制下控制公司, 但全体董事会应听取中小股东代表对董事会所有事项的意见和建议。累积投票制可以增强董事会在公司早期预警系统中的作用。在拥有适当所有权结构的公司中, 累积投票制也将服务于管理层的利益。累积投票制使机构投资者能够进入董事会, 参与公司决策、运作, 和其他改革措施一同加强机构投资者对董事会组成的影响。越来越多机构投资者参与累积投票制, 更有助于增强董事的独立性、问责性, 刺激公司管理层的能力, 反过来也可以帮助机构投资者解决其自身治理问题。

[9] 参见张保华、张宏杰:《从累积投票制数学原理评我国上市公司相关实践》, 载《管理世界》2012年第3期。

[10] See Thomas R. S. & Tricker P. C., *Shareholder Voting in Proxy Contests for Corporate Control, Uncontested Director Elections and Management Proposals: Review of the Empirical Literature*, *Oklahoma Law Review*, Vol. 70, No. 1.

[11] 参见刘俊海:《股东累积投票权:以小博大的制度设计》, 载《上海证券报》2005年4月5日版。

[12] See Anand A., *Offloading the Burden of Being Public: An Analysis of Multiple Voting Share Structures*, *Virginia Law and Business Review*, Vol. 10, No. 3.

最后,对公司来说,当中小股东代表与控股股东代表发生利益冲突时,董事会中的中小股东代表能对控股股东代表为谋取私利经营公司的任何倾向起到制衡作用。^[13] 有学者基于2002~2010年的面板数据进行实证分析,证明上市公司采用累积投票制有效降低了公司内部利益侵占问题,提升了公司绩效。^[14] 累积投票制此时成为一种增强资本市场对公司施加压力、改进公司内部治理机制的手段,也能够降低公司高管离职和公司被收购的可能。

(二) 美国累积投票制的立法实践转向

强制性累积投票制曾在美国辉煌一时,有的州规定强制性累积投票制旨在实现股东民主,保障中小股东的权益。实证和历史证据表明,上市公司取消累积投票制确实降低了股东福利,那么可以推定,取消累积投票制实则更有利于公司管理层的利益而非中小股东的利益。

20世纪50年代,强制性累积投票制受到了来自上市公司管理层的攻击,一些大型上市公司爆发了代理权争夺。管理层为减少代理权争夺,开始推动累积投票制从强制主义到许可主义的立法变革,这也使当初推行强制性累积投票制的公司律师协会开始重新考虑对累积投票制的立场,他们认为强制性累积投票制可能会破坏良好的公司决策。20世纪80年代,收购浪潮对上市公司管理层的控制和任期产生了持续性威胁,管理层继续推动着许可主义的立法变革,他们希望通过消除进入董事会的特定途径,即消除强制性累积投票制,减少敌意收购的威胁。尽管累积投票制有助于保护股东权益,甚至在某些情况下可以增加公司价值,^[15]但恶意收购的大环境使坚持将累积投票制作为强制性规则举步维艰。

除了强制性累积投票制实施后给公司管理层带来的种种威胁,强制主义立法例逐渐溃退的原因还在于美国很早就推出了其他投资者保护机制,公众投资者的保护机制已经相对完善。早在20世纪30年代,许多联邦证券法直接针对上市公司的不正当行为进行了规制。早期强

[13] 参见前注[5]。

[14] 参见陈玉罡:《累积投票制、利益侵占与公司绩效》,载《财贸研究》2015年第1期。

[15] See Bhagat S. & Brickley, J. A., *Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights*, *Journal of Law & Economics*, Vol. 27, No. 2.

制性累积投票制的功能在于使中小股东获得公司事务信息,这一功能已经通过 1934 年《证券交易法》规定的上市公司持续披露义务予以实现。同时,美国证券交易委员会在信息披露和金融欺诈的监管上也发挥了强有力的执法作用,联邦证券法规定的明示和默示私人诉讼权利为公众股东提供了额外的救济途径,相比累积投票制更能发挥保护公众投资者权益的作用。

20 世纪 90 年代之后,机构投资者的崛起和法律制度的改革完善,如设立薪酬话语权和代理准入机制,进一步增强了公众投资者对公司治理的权力。^[16] 强制主义的没落伴随许可主义大行其道,在许可主义下,美国多数州选择了选入式的立法例。通过公司在章程中自主选入,保留了累积投票制对公司治理的效用。选入式的立法模式还与美国市场主导型的金融体系密切相关,选入式立法例使累积投票制在不同公司的制度安排具有差异性、多元性的特征,^[17] 既满足了公司多元的融资需求,也满足了投资者多样的投资需求。累积投票制像是一把“双刃剑”:一方面,作为保护机构投资者和中小股东利益的有力武器,提高公司治理水平;另一方面,也可能被恶意收购者利用,影响公司正常经营。但无论是强制主义还是许可主义的立法模式,累积投票制曾在美国各州广为适用,强制性和许可性的竞争在公司法的制定和修订中也一直存在。

(三) 美国累积投票制的现实掣肘与反思

美国累积投票制尽管已经上升到立法层面,但目前这种以“选入式”为标志的许可主义项下,存在诸多原因使累积投票制在美国公众公司几乎已经绝迹,不受市场待见。

第一,采用累积投票制的公司容易引发代理权争夺,使公司受到来自野蛮人的入侵,自然遭到了管理层的强烈反对。这种代理权争夺带来的直接威胁是公司原有管理层失去公司控制权,高管离职的风险激增,扰乱董事会秩序,反而降低了公司价值。在大型上市公司,累积投

[16] Dammann J. & Eidenmuller H., *Codetermination: A Poor Fit for U. S. Corporations*, *Columbia Business Law Review*, Vol. 20, No. 3.

[17] 参见何青、郭泳秀:《公司治理模式下累积投票制的作用、问题与改进方案——基于国际比较的视角》,载《金融监管研究》2018 年第 2 期。

票制的潜在作用发生了改变,由原先多数股东主导的公司给予少数股东发言权异化成了由管理层主导的公司给予少数股东发言权。^[18]

第二,公司被恶意收购的威胁导致大多数上市公司不愿意在设有强制性累积投票制的州注册或继续运营,加速了强制主义的立法变革。累积投票制在实践中被严重滥用,增加了公司被恶意收购的可能性,也容易受到“绿票讹诈”。^[19]恶意的少数股东往往会拉拢、聚集其他少数股东并利用累积投票制当选或者推选董事,并意图反对公司原有管理层及公司的良好决策,此时产生了经营代理成本,使公司陷入决议不一致的风险中,增加管理层成员中出现多种偏好的可能性。^[20]少数股东在公司经营决策中起到了一定潜在影响力,还会发生权力“寻租”以榨取私人利益。此时累积投票制的运用非但不会增加公司价值,反而会损害公司和股东利益。

第三,累积投票制实质发挥的保护中小股东的作用有限。一方面,中小股东运用累积投票制选举出的董事难以确定,使公司管理层的组成变动不居。有的公司因少数股东代言人欠缺专业知识、对公司不了解导致管理层决策效率低下。另一方面,控股股东和公司管理层为抵消累积投票制的效果,会利用其控制权为累积投票权的行使设置障碍,设计出许多巧妙的变相规避措施。常见的措施有董事分类选举、缩减董事会规模、设立双层董事会结构,以此减小候选人总数量 N_2 ,增大股东(大)会上股东选举董事所需要的最低股份数 X ,从而稀释中小股东的累积投票权。对于已经通过累积投票制选出的中小股东代言人,管理层也可以通过简单多数决规则将其从董事会中除名。部分州的公司还通过设立无表决权股票、表决权协议等方式来削弱累积投票制的效用。

[18] See Gordon J. N., *Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting*, Columbia Law Review, Vol. 94, No. 1.

[19] 所谓“绿票讹诈”(greenmail),是一种反收购措施,其基本原理是目标公司为了避免恶意收购,以远高于市场价格的价格回购潜在恶意收购者持有的股份。除非目标公司回购股份,否则收购者威胁发出收购要约的行为被称为“绿票讹诈”。See Redwood J., *Corporate Greenmail*, Corporate & Business Law Journal, Vol. 9.

[20] See Easterbrook F. H. & Fischel D. R., *Voting in Corporate Law*, Journal of Law & Economics, Vol. 26, No. 2.

第四,造成美国累积投票制当前局面更深层的原因在于美国公司股权分散和资本市场竞争充分。累积投票制当初是在公司股票缺乏市场流动性的时候出现的,由于股东退出公司困难,因此累积投票制能够为股东提供特殊保护。随着美国资本市场流动性越来越高,公司股权分散,“华尔街规则”的运用使累积投票制的作用有所降低,中小股东对公司决策不满时更倾向于退出公司,导致股东对累积投票制的实施热情并不高。

为防止累积投票制的滥用,美国将独立董事引入董事会,并创建更多由独立董事组成的董事委员会(board committees)。将商业判断规则和独立董事的决策相结合,运用信义义务规制独立董事,通过赋予公众投资者选举、留任独立董事的权力,^[21]同样可以达到保护公众投资者的效果。

近年来,美国为推动中小股东代表的改革,将目光聚焦于赋予股东查阅公司委托书的权利,而不是采用累积投票制。例如,北达科他州规定了股东有权查阅公司委托书、在董事选举中进行多数表决、股东就高管薪酬进行咨询投票、对超级多数决规则的限制以及反收购条款。^[22]在适用许可性累积投票制的州中,公众公司管理层更为常见的做法是围绕累积投票制订立股东协议,控股股东直接、可靠地向少数股东保证其代言人的选任、限制任意罢免。相比累积投票制,股东协议具有更大的灵活性和简便性,更能达到中小股东参与公司治理的目的。^[23]为激励中小股东参与公司治理,美国学界也有学者提出设立股东咨询委员会,在公司股东、董事会和管理层之间架起一道沟通桥梁。^[24]

可见,累积投票制的衰落有美国独特的历史原因。当前累积投票

[21] See Bebchuk L. A. & Hamdani A., *Independent Directors and Controlling Shareholders*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 165, No. 6.

[22] See Yan Wenjia, *Cumulative Voting: In the US (Declining), in China (Rising) and the EU (Not - Adopted)*, European Company and Financial Law Review, Vol. 12, No. 1.

[23] See Rauterberg G., *The Separation of Voting and Control: The Role of Contract in Corporate Governance*, Yale Journal on Regulation, Vol. 38, No. 4.

[24] Matheson J. H. & Nicolet V., *Shareholder Democracy and Special Interest Governance*, Minnesota Law Review, Vol. 103, No. 4.

制在美国作用有限,已由其他替代手段保护公众投资者,如独立董事制度、股东协议等。但美国的这些历史背景在我国并不存在,累积投票制对投资者保护和公司治理也绝非无用。累积投票制在美国的实践能为我国制度改进带来一些启示,我国应努力改造累积投票制,使该制度能够更好地为保护投资者所服务。

三、本土反思:我国上市公司累积投票制的归去来从

(一) 累积投票制的中国“初心”

过去,我国上市公司普遍存在非流通股过于集中且一股独大、流通股比重较低并且过于分散的不合理股权结构,引发了上市公司治理中突出的内部人、关键人控制现象。^[25]上市公司通常采用的直接投票制在现代企业理论下无法实现企业剩余索取权和控制权分享相对称,^[26]股东(大)会“一股一权”原则和资本多数决制度从表决的程序上虽体现了公平性,但在表决结果上却形成了实质的不公,^[27]导致公司投票制度与公司治理之间的矛盾凸显。股东大会异化为由控股股东一手操纵的“大股东会”,进而通过控制董事选举实现对公司的全部控制,而致力于参与公司治理的中小股东没有机会当选公司董事,成了希望获得回报却对公司没有任何实际控制权的“资本借与者”。^[28]

本文梳理了我国与累积投票制相关的法律法规,以表1的形式呈现累积投票制在我国的立法发展变化。

[25] 参见黄洁:《累积投票制——失灵的尚方宝剑》,载《金融法苑》2005年第4期。

[26] 参见陈敏:《论投票制度与我国上市公司治理的改进》,载《证券市场导报》2007年第2期。

[27] 参见朱玉玲:《浅析累积投票制》,载《中国商贸》2011年第34期。

[28] 参见赵万一:《公司治理法律问题研究》,法律出版社2004年版,第180页。

表 1 中国累积投票制的法律法规情况梳理(非原文)

发布时间	法律规范	条文规定
2002 年 1 月 7 日	【已失效】 《上市公司治理准则》	第三十一条 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
2003 年 12 月 15 日	【已失效】 《证券公司治理准则(试行)》	第十七条 鼓励证券公司在董事(包括独立董事)、监事的选举中采用累积投票制度。证券公司股东单独或与关联方合并持有公司 50% 以上股权的,董事(包括独立董事)、监事的选举应当采用累积投票制度。采用累积投票制度的证券公司应在公司章程中规定该制度的实施细则
2004 年 12 月 7 日	《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》	一、试行公司重大事项社会公众股股东表决制度 (四)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 10 月 19 日	《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》	五、完善上市公司监督管理机制,强化监管协作 (十八)强化上市公司监管…… 要进一步加强上市公司监管制度建设,建立累积投票制度和征集投票权制度,完善股东大会网络投票制度、独立董事制度及信息披露相关规则,规范上市公司运作
2005 年 10 月 27 日	【已被修改】 《公司法》 (2005 年修订)	第一百零六条第一款 股东大会选举董事、监事,可以依照公司章程的规定或股东大会决议,实行累积投票制
2006 年 1 月 12 日	【已失效】 《深圳证券交易所中小企业板投资者权益保护指引》	第二十七条 上市公司应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。本所鼓励上市公司选举董事、监事实行差额选举,鼓励上市公司在公司章程中规定单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东可在股东大会召开前提出董事、监事候选人选,鼓励上市公司聘任独立董事人数占董事会成员总数的半数以上

续表

发布时间	法律规范	条文规定
2006年 3月16日	【已失效】 《上市公司股东大会规则》	第三十二条 股东大会就选举董事、监事进行表决时,根据公司章程的规定或者股东大会的决议,可以实行累积投票制
2007年 3月9日	中国证券监督管理委员会 《关于开展加强上市公司治理专项活动有关事项的通知》	五、公司治理创新情况及综合评价 3. 公司在选举董事、监事时是否采用了累积投票制
2009年 6月5日	【已失效】 《深圳证券交易所创业板股票上市规则》	3.1.13 独立董事选举应实行累积投票制
2009年 10月15日	【已失效】 《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》	3.1.2 上市公司股东大会在选举或者更换董事时,应当实行累积投票制
2010年 7月28日	【已被修改】 《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》	2.2.10 上市公司应当在董事、监事选举中积极推行累积投票制度,充分反映中小股东的意见。控股股东控股比例在30%以上的公司,应当采用累积投票制。采用累积投票制度的公司应当在公司章程中规定该制度的实施细则
	【已被修改】 《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》	2.2.12 上市公司应当在公司章程中规定选举二名以上董事或监事时实行累积投票制度。本所鼓励公司选举董事、监事实行差额选举,鼓励公司在公司章程中规定单独或者合计持有公司1%以上股份的股东可以在股东大会召开前提出董事、监事候选人选

续表

发布时间	法律规范	条文规定
2012年 4月20日	【已失效】 《深圳证券交易所创业板股票上市规则》 (2012年修订)	3.1.13 独立董事选举应当实行累积投票制
2012年 12月11日	【已被修改】 《证券公司治理准则》	第十七条 证券公司在董事、监事的选举中可以采用累积投票制度。证券公司股东单独或者与关联方合并持有公司50%以上股权的,董事、监事的选举应当采用累积投票制度,但证券公司为一人公司的除外。采用累积投票制度的证券公司应当在公司章程中规定该制度的实施规则
2013年 6月13日	【已失效】 《上海证券交易所上市公司董事选任与行为指引》(2013年修订)	第十五条 本所鼓励上市公司股东大会在董事选举中实行差额选举和累积投票制度。采用差额选举和累积投票制度的上市公司,应制订相关制度的具体规则
2013年 12月25日	国务院办公厅 《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》	四、健全中小投资者投票机制 积极推行累积投票制选举董事、监事
2013年 12月28日	【已被修改】 《公司法》 (2013年修正)	第一百零五条 股东大会选举董事、监事,可以依照公司章程的规定或者股东大会的决议,实行累积投票制

续表

发布时间	法律规范	条文规定
2014年 5月28日	【已失效】 《上市公司股东大会规则》 (2014年修订)	第三十二条 股东大会就选举董事、监事进行表决时,根据公司章程的规定或者股东大会的决议,可以实行累积投票制
2014年 10月20日	【已失效】 《上市公司股东大会规则》 (2014年第二次修订)	
2015年 2月11日	【已失效】 《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》(2015年修订)	2.2.11 上市公司应当在董事、监事选举中积极推行累积投票制度,充分反映中小股东的意见。控股股东控股比例在30%以上的公司,应当采用累积投票制。采用累积投票制度的公司应当在公司章程中规定该制度的实施细则
	【已失效】 《深圳证券交易所中小企业上市公司规范运作指引》(2015年修订)	2.2.11 上市公司应当在公司章程中规定选举二名以上董事或者监事时实行累积投票制度。本所鼓励公司选举董事、监事实行差额选举,鼓励公司在公司章程中规定单独或者合计持有公司1%以上股份的股东可以在股东大会召开前提出董事、监事候选人人选。股东大会以累积投票方式选举董事的,独立董事和非独立董事的表决应当分别进行
	【已失效】 《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》(2015年修订)	2.2.11 上市公司应当在公司章程中规定选举二名及以上董事或者监事时实行累积投票制度。本所鼓励公司选举董事、监事实行差额选举。股东大会以累积投票方式选举董事的,独立董事和非独立董事的表决应当分别进行

续表

发布时间	法律规范	条文规定
2016年 9月30日	《上市公司股东大会规则》(2016年修订)	第三十二条 股东大会就选举董事、监事进行表决时,根据公司章程的规定或者股东大会的决议,可以实行累积投票制
	【已被修改】 《上市公司章程指引》(2016年修订)	第八十二条 股东大会就选举董事、监事进行表决时,根据本章程的规定或者股东大会的决议,可以实行累积投票制 注释:公司应当在章程中规定董事、监事提名的方式和程序,以及累积投票制的相关事宜
2018年 9月30日	《上市公司治理准则》(2018修订)	第十七条 股东大会在董事、监事选举中应当积极推行累积投票制。单一股东及其一致行动人拥有权益的股份比例在30%及以上的上市公司,应当采用累积投票制。采用累积投票制的上市公司应当在公司章程中规定实施细则
2018年 10月26日	《公司法》(2018年修正)	第一百零五条 股东大会选举董事、监事,可以依照公司章程的规定或者股东大会的决议,实行累积投票制
2019年 4月17日	《上市公司章程指引》(2019年修订)	第八十二条 股东大会就选举董事、监事进行表决时,根据本章程的规定或者股东大会的决议,可以实行累积投票制 注释:公司应当在章程中规定董事、监事提名的方式和程序,以及累积投票制的相关事宜
2019年 12月20日	【已被修改】 《非上市公众公司信息披露管理办法》	第十九条 挂牌公司股东大会实行累积投票制和网络投票安排的,应当在年度报告中披露累积投票制和网络投票安排的实施情况
2020年 2月28日	【已失效】 《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》(2020年修订)	2.2.11 董事、监事的选举,应当充分反映中小股东意见。股东大会在董事、监事选举中应当积极推行累积投票制。单一股东及其一致行动人拥有权益的股份比例在30%及以上的上市公司,应当采用累积投票制。采用累积投票制度的公司应当在公司章程中规定该制度的实施细则

续表

发布时间	法律规范	条文规定
2020年 3月20日	《证券公司治理准则》(2020年修正)	第十七条 证券公司在董事、监事的选举中可以采用累积投票制度。证券公司股东单独或者与关联方合并持有公司50%以上股权的,董事、监事的选举应当采用累积投票制度,但证券公司为一人公司的除外。采用累积投票制度的证券公司应当在公司章程中规定该制度的实施规则
2020年 6月12日	【已失效】 《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》(2020年修订)	2.2.8 上市公司应当在董事、监事选举时实行累积投票制度。本所鼓励公司选举董事、监事时实行差额选举。股东大会选举董事时,独立董事和非独立董事的表决应当分别进行
2020年 7月22日	【已失效】 《非上市公众公司监管指引第5号——精选层挂牌公司持续监管指引(试行)》	二、公司治理 (四)累积投票制 董事、监事的选举应当充分反映中小股东意见,鼓励精选层公司股东大会在董事、监事选举中采用累积投票制。采用累积投票制的精选层公司,应当在公司章程中规定具体实施办法
2020年 8月17日	《健全银行业保险业公司治理三年行动方案(2020~2022年)》	五、提升董事会等治理主体的履职质效 改进董事提名和选任机制,推广累积投票制,扩大股权董事和独立董事的选聘范围,切实改变目前部分董事受大股东或内部人控制的情况
2021年 6月2日	《银行保险机构公司治理准则》	第二十三条 鼓励银行保险机构股东大会就选举董事、监事进行表决时,实行累积投票制
2021年 6月11日	【已被修改】 《非上市公众公司信息披露管理办法》(2021年修正)	第十九条 挂牌公司股东大会实行累积投票制和网络投票安排的,应当在年度报告中披露累积投票制和网络投票安排的实施情况

续表

发布时间	法律规范	条文规定
2021年 7月23日	《深圳证券交易所创业板发行上市审核业务指引第3号——全国中小企业股份转让系统挂牌公司向创业板转板上市报告书内容与格式》	第七十八条 转板公司应披露股东投票机制的建立情况,包括采取累积投票制选举公司董事,中小投资者单独计票机制,采取网络投票方式召开股东大会进行审议表决、征集投票权的相关安排等

从监管初心上看,我国引入累积投票制是为了应对我国上市公司控股股东“一股独大”、侵占公司利益的乱象,改善上市公司内部治理结构,最终目的是保护中小投资者权益。通过累积投票权的行使,中小投资者有望从消极股东转变为积极股东并参与公司内部治理,这种自我救济可以很大程度上替代法律法规的外部救济。^[29] 相较美国累积投票制仅适用于董事选举,我国将累积投票制应用到董事和监事的选举上。由于公司监事会强调独立性和广泛的代表性,通过累积投票制将中小股东代言人选入监事会,也能够更好地实现公司内部监督,减少控股股东滥用权力的行为。

(二) 累积投票制的本土化困局

与美国实践过程中出现的问题几乎相同的是,我国上市公司在采用累积投票制时也发生了公司控制权争夺、野蛮人入侵等问题,典型案例如“宝万之争”“平安信托角逐上海家化董事之争”“深康佳中小股东夺权之争”。累积投票制没有成为弱势中小股东维护其权益的“保护伞”,反倒被利用成为争夺公司控制权的手段,^[30] 产生了损害公司利益的“壕沟效应”。累积投票制相应的抵消措施也很多样,公司通过运用分类选

[29] 参见吴磊磊、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》,载《金融研究》2011年第2期。

[30] 参见桑士俊、贺琛:《关于我国累积投票制的反思——基于××公司董事选举决议无效的案例分析》,载《财经理论与实践》2010年第5期。

举、缩减规模等手段来规避累积投票制的效果。

我国在制度设计上对累积投票制寄予了过高的期望,但实践过程中面临更严峻的是与美国截然不同的本土现实问题。

1. 理论争议:学界对累积投票制的立法模式未达成统一意见

支持强制性累积投票制的观点认为,采取许可主义无异于把小股东累积投票权拱手让给憎恨累积投票制的大股东摆布。^[31] 强制性累积投票制能够确保少数股东将代表其利益和意志的代言人选入管理层,在更深层次上实现股东表决权的实质公平,降低集中决策风险。强制性累积投票制也能以最大限度保护中小股东的利益,抑制控股股东掏空公司的乱象。

而支持许可性累积投票制的观点则认为,从公司所有与公司经营的关系中分析股东表决权,累积投票制有利有弊,要结合公司股权结构做出妥当判断。^[32] 从合同视角来看,强制性的累积投票制度安排没有正当性基础,其根本缺陷在于股东为获得与其剩余索取权不相称的表决权重,引发了高昂的代理成本。^[33] 也有学者支持“选入式”的立法模式,认为累积投票制更适合有限责任公司。^[34]

当前对于累积投票制立法模式,学界尚未形成统一观点。有支持完全强制主义立法模式的,有支持完全许可主义立法模式的,也有反对累积投票制的,没有为立法和实务操作打下良好的理论基础。实务中,我国证监会和证券交易所寄希望于对股权集中度较高的上市公司强制实行累积投票制以达到保护中小股东的目的,但效果却并不如意。

2. 外在因素:我国资本市场流动性较弱且上市公司股权集中度较高

与美国发达的资本市场相比,我国资本市场流动性相对较弱。并且,与美国上市公司普遍持股分散的现象不同的是,我国上市公司所有权结构展现出持股较为集中的特征,更加凸显中小投资者权益保护的重

[31] 参见刘俊海:《论股东累积投票权》,载《环球法律评论》2003年第1期。

[32] 参见梁上上:《论股东表决权——以公司控制权争夺为中心展开》,法律出版社2005年版,第93页。

[33] 参见罗培新:《公司法的合同解释》,北京大学出版社2004年版,第213页。

[34] 参见张舒婷:《公司章程在公司治理中的作用——从累积投票权谈起》,载《经济问题》2008年第6期。

要性。

有实证研究表明,累积投票制仅在控股股东持股比例低于30%的公司中能起到治理作用,而在控股股东持股比例高于50%的公司中,治理作用会显著弱化,^[35]对公司长期绩效的提升作用较差。^[36]这一研究表明,强制主义在适用对象上存在一定偏差:当股权高度集中时,累积投票制对中小股东的保护作用有限;当股权相对分散时,累积投票制有助于缓解上市公司内部人控制的局面,对中小股东的保护作用显著。

3. 实践障碍:累积投票制的前置程序门槛较高削弱了累积投票制的适用动力

在我国资本市场流动性不足、上市公司股权集中、控股股东一手控制公司的背景下,上市公司的中小股东大多不关心公司治理,热衷于“用脚投票”而不是“用手投票”。而累积投票制适用动力不足更深层次的原因在于累积投票权前置程序的高门槛。

根据我国《公司法》的规定,累积投票制的适用程序为:

第一步:股东在满足单独或合计持有公司3%以上股份的条件下,向董事会提出关于推荐董事或监事的候选人提案;^[37]

第二步:股东大会通过直接投票制决定候选人的提案是否通过,即候选人的提案需要经出席会议的股东所持表决权过半数通过;^[38]

第三步:若候选人提案经股东大会决议通过,则在董事、监事选举时再采用累计投票制将候选人真正选入董事会或监事会。

累积投票制的适用在第一步和第二步都会遇到阻碍。中小股东提名候选人需要单独或者合计持股3%以上,势单力薄的个人投资者要达到这一持股水平难度较大。即使投资者们努力团结在一起,满足了持股比例3%以上的要求,由于需要通过直接投票制通过临时提案,控股股东仍然有机会否决其推荐董事或监事候选人的提案,此时运用累积投票

[35] 参见蒋言:《累积投票制立法之反思》,载《科学·经济·社会》2018年第2期。

[36] 参见朱文字、刘尔卓:《累积投票制与投资者保护》,载《经济理论与经济管理》2019年第11期。

[37] 《公司法》(2018年修正)第102条第2款、《上市公司章程指引》(2022年修订)第54条、《上市公司股东大会规则》(2022年修订)第14条。

[38] 《公司法》(2018年修正)第103条。

制的前置条件落空,中小投资者的候选人也无望进入公司管理层。

(三) 累积投票制的本土化破局

在美国,市场主导着累积投票制立法制度的变迁,为保护少数股东权益创造出了强制性累积投票制。但随着公司管理层的强烈反对,引发后续一系列立法的变革,形成了许可主义的立法主流态势。而我国则是主动引入累积投票制,在立法层和监管层积极鼓励的政策背景下推广并适用,不是完全由市场自然演化形成的需求。为保护中小投资者,发挥累积投票制治理公司的实效,需要结合美国的历史和实践现状与我国本土实际情况进行制度改进。

1. 理论吸收:立法模式以许可主义为主,强制主义为辅

累积投票制从美国移植而来,我国在借鉴制度建构时应当汲取美国的立法经验。美国强制性累积投票制日渐衰弱的根本原因在于美国资本市场流动性高,上市公司股权分散,加之投资者权利救济体系完善。而在我国,上市公司股权集中现象普遍,并且中小股东的救济体系尚待完善,因此,累积投票制当下仍然是保护中小股东权益的途径之一。许可主义的立法模式已然通过历史证明其合理性。鉴于我国当前已经确立了许可主义与强制主义并行的立法模式,应当在这两种模式兼容并包的基础上重新划分累积投票制的适用对象。

有学者认为,累积投票制在有限责任公司中起到了主要作用,但在股份有限公司中实施可能是一种妨害。^[39] 诚然,除累积投票制自身弊端以外,股份有限公司中大量采用代理投票,使投票过程更为复杂,但事实上又较少影响投票结果。因此,有必要区分公司的具体情况,不宜一概采用累积投票制。

对于股份有限公司,尤其是上市公司,当前控股股东滥用控制权的问题仍存在。为加强对中小投资者的保护,需要对公司股权集中程度进行划分,分类适用强制主义和许可主义。我国现行立法规定强制主义适用30%的门槛相对较高,建议降低上市公司持股比例的下限标准,对“控股股东持股比例达到15%以上的上市公司”采用强制性累积投票制。鉴于累积投票制在持股集中度过高的上市公司已然暴露出削弱公

[39] 参见石少侠:《论公司内部的权力分配与制衡》,载《中国法学》1996年第2期。

公司治理效用的缺陷,因此,建议对持股集中程度再设立一个上限标准50%。对“控股股东持股比例达到50%以上的上市公司”适用许可主义立法模式,不再强制其适用累积投票制,而是作为公司章程设计时的一项“选入式”条款。通过将上市公司股权结构划分为三段,即对控股股东持股比例在15%以下和50%以上的上市公司采用许可主义中的选入式累积投票制,对控股股东持股比例居于15%~50%的上市公司采用强制性累积投票制,将更有利于发挥累积投票制治理公司、保护投资者的效果。

有限责任公司基于较强的人合性特点,股东往往会参与公司治理,并且股东数量相对没有股份有限公司的股东数量多,因此,累积投票制的表决权计算相对简便,累积投票制存在适用空间。对于有限责任公司和非上市公司,可以对照美国累积投票制在闭锁公司中的适用情况,采许可主义下的选入式累积投票制。股东可以通过意思自治在公司章程中规定是否采取累积投票制,如果没有做出适用累积投票制的规定,则适用直接投票制。

2. 实践优化:强化机构投资者作用,改进累积投票制的实施程序

美国机构投资者的加入使累积投票制再次成为保护中小投资者权益的手段。机构投资者专业性强,以长期投资为目的,在公司内部的发言权尤为重要,由于他们无法在薪酬中获得额外收益,所以也没有动机去追求私人利益。^[40]在累积投票制下,机构投资者的目的就是提高董事会决策质量以提高公司业绩。当前,我国机构投资者在上市公司中同样扮演着非常重要的角色,故可以适当强化机构投资者的作用,让机构投资者带动中小投资者积极参与公司治理,赋予机构投资者将代言人安排进董事会、监事会的权力。在格力电器2011年度股东大会董事选举中,以机构投资者为代表的中小股东运用累积投票制选举出了由机构投资者提名的候选人为董事。该次累积投票制的有效运用,体现出以机构投资者为代表的小股东具有带头作用,可以积极维护自身权益,对公司

[40] See Gordon, J. N., *Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting*, *Columbia Law Review*, Vol. 94, No. 1.

治理起到积极作用。^[41]可见,以机构投资者为核心,利用累积投票制能够在董事会、监事会组成战略中发挥重要作用,累积投票制也将成为增强中小股东权力、加强董事会独立性和监督管理能力的良方。

对于累积投票制行使的前置程序问题,不能仅仅通过特定条件下的强制适用来改善实践效果。一方面,要鼓励中小股东通过积极选举自己的代言人参与公司治理;另一方面,可以适当降低股东行使提名权的门槛,赋予中小股东对于董事、监事候选人提名权以特殊优待。提名权的行使可以从持股比例和人数两方面考虑,如果股东单独或者合计持股达到一定比例,或者虽未达所要求的持股比例但股东人数达到一定数量,就可以行使提名权。2006年深圳证券交易所发布的《中小企业板投资者权益保护指引》中明确,单独或合计持有公司1%以上股份的股东可以提名董事、监事候选人,相比《公司法》的规定降低了股东行使提名权的持股比例条件。尽管该指引由于2020年《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》的出台而被废止,但持股比例1%的要求是证券交易所层面认为比较合适的提名权门槛,故《公司法》规定的股东持股比例3%的提名权门槛可降低到1%。为从源头上保证中小股东能够运用累积投票制选出自己的代言人,控股股东不能无故通过直接投票制否决中小股东对董事、监事候选人的提名,除非能举证证明该名候选人具有不符合当选董事、监事的条件,可参照《公司法》第146条关于董事、监事和高管资格的规定。

在累积投票制的适用方式上,随着网络技术的发展和成熟,中小股东参与投票的技术更为先进。深圳证券交易所、上海证券交易所先后发布了关于上市公司股东大会网络投票的实施细则,为激发中小股东参与投票的动力,上市公司、非上市公司以及有限责任公司可以推广通过证券交易系统、网络投票系统进行投票,^[42]减少投票成本、提高选举效率。

3. 教训反思:化解由累积投票制引发的后续不良问题

尽管累积投票制的适用可能会引发公司控制权斗争、恶意收购、公

[41] 参见袁蓉丽等:《累积投票制和股东积极主义——基于格力电器董事选举的案例分析》,载《财务与会计》2016年第19期。

[42] 参见李勇军:《解读公司累积投票制效用之假设——基于对我国〈公司法〉第106条的分析》,载《东方法学》2009年第6期。

司管理层变动不稳定等问题,但当前我国投资者保护力度较弱,累积投票制具有存在的必要性和合理性,需要转变管理层对累积投票制的抵触心理。在西藏药业控制权争夺事件中,股东之间通过约定采用“非累积投票制”实现了公司控制权变动。可见,控制权争夺事件不仅仅存在于适用累积投票制的公司,在上市公司中也有可能发生。对于累积投票制增加了公司恶意收购风险这一问题,“毒丸计划”以及其他反收购措施已经可以降低恶意收购的风险。其实,累积投票制能激励管理层采取措施积极应对后续带来的变数和压力,化解由此引发的风险。

为发挥累积投票制的预期效用,应当更加强化公司管理层以公司整体利益为重的观念。恶意代言人问题可以通过信义义务加以规制,董事本身对公司和股东负有信义义务,经股东(大)会有效决议恶意董事可被随时解除职务。此外,股东直接诉讼、股东代表诉讼也是有效的救济手段。

针对管理层采取的各种抵消累积投票制效用的措施,需要有的放矢、逐一击破。在股份有限公司,尤其是上市公司中,应当限制分类选举,任意缩减董事会、监事会规模以及任意解聘等问题。第一,针对分类选举措施,可参照美国加利福尼亚州《公司法》中关于“加利福尼亚州所有私人公司的董事每年都必须参与选举”的立法经验,要求上市公司所有董事、监事每年都必须参与选举,不得分类选举,强化累积投票制的强制性。^[43] 第二,针对缩减董事会、监事会规模的措施,加利福尼亚州的立法措施是规定“任何将董事会规模减至五人以下的提案必须得到至少83.3% 股东的批准”,但这样的规定也限制了大股东围绕累积投票制与中小股东订立股东协议的能力,不具有灵活性和合理性。我国可通过《公司法》硬性规定董事会、监事会规模须比照公司注册资本决定,^[44] 从公司资本角度限制任意缩减管理层规模。第三,针对中小股东选出来的代言人被任意解聘措施,美国特拉华州《法典注释》在第八章第141条^[45] 规

[43] See Coyle, J. F., *Altering Rules, Cumulative Voting, and Venture Capital*, Utah Law Review, No. 4.

[44] 参见周凯军:《论资本多数决及其限制——为了少数股股东的利益》,载《河北法学》2000年第1期。

[45] Del. Code Ann. tit. 8, § 141(K)(2)(West).

定:“如果少数股东仍有足够的票数当选,则多数股东不得无故撤换少数董事。”这也是美国大部分采取选入式累积投票制的州公司法的普遍规定。然而,最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(五)》(2020年修正)第3条肯定了董事无因解除的合法性,廓清了董事与公司的关系,强调董事职务解除的随时性和无因性。对于通过累积投票制选举出来的董事,为增强中小股东运用累积投票制的信心和动力,可给予其选举出来的代言人一层特殊保护,参照美国的规定,即如果反对该名董事被解除的票数通过累积投票制能够选出1名以上董事则不能罢免;反之,则可以被无因解除。对于中小股东选举出来的监事,可通过证明该名监事是否履行信义义务的方式规制被任意解聘的问题。除非发生严重损害公司利益行为,否则公司不得无故更换现任监事。以上应对措施,公司可以通过股东自治选择是否引入章程,这与美国普遍采用的股东协议发挥着异曲同工的作用。

四、结语

“橘生淮南则为橘,生于淮北则为枳。”累积投票制的价值意义不容否定,但这项制度要在我国真正落地生根、发挥实效,还需要结合我国本土实际情况做出改进。美国累积投票制的制度变迁有其特殊的历史原因,公司管理层推动着立法变革,并伴随投资者保护体系的完善、上市公司股权分散、资本市场充分竞争而逐步淡出。反观我国,上市公司控股股东“一股独大”、滥用控制权剥削中小股东利益的乱象普遍,公司内控机制和外部监督机制仍有不足,因此,累积投票制当前仍然可以作为保护中小股东利益的路径之一。

累积投票制要真正发挥其效用,有赖于公众的充分理解和配套措施的细化完善。第一,吸收美国的立法理念,以许可主义为主,强制主义为辅。根据上市公司股权结构划分累积投票制的适用对象,对控股股东持股比例居于15%~50%的上市公司采用强制性累积投票制,对于有限责任公司、非上市公司以及控股股东持股比例在15%以下和50%以上的上市公司,实行选入式累积投票制。第二,优化累积投票制的实践,强化

机构投资者的带头作用,降低累积投票制前置程序的适用门槛,激发中小股东的选举动力。第三,对美国累积投票制的实践教训进行反思,化解由累积投票制引发的后续不良问题以及各类抵消措施。通过对于发源于美国的累积投票制的本土改良,累积投票制才能真正适应于中国特色社会主义市场体系,真正为我国中小投资者保护做出应有的制度贡献。

附录:美国各州累积投票制立法情况统计(更新到2021年)

本文在 Jeffrey N. Gordon 所撰 *Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting* 一文的基础上进行更新,于 Westlaw 网站查阅美国各州现行有效的商事企业法及其他州法中关于累积投票制的规定,汇总出以下附表中数据:

附表 美国各州累积投票制立法情况(截至2021年)

美国州名	强制性累积投票制 年份	许可性累积投票制年份	
		选入式	选出式
亚拉巴马州		(√)1959	
阿拉斯加州	1913		(√)1964
亚利桑那州	(√)1910		
阿肯色州	1927	(√)1987	
加利福尼亚州	1878		(√)1989
科罗拉多州	1895	1915	(√)1958
康涅狄格州		(√)1959	
特拉华州		(√)1917	
哥伦比亚特区		(√)1954	
佛罗里达州		(√)1925	
佐治亚州		(√)1968	
夏威夷州	1945、(√)2000		1985

续表

美国州名	强制性累积投票制 年份	许可性累积投票制年份	
		选入式	选出式
爱达荷州	1890	(√)2015	1983
伊利诺伊州*	1870	(√)1981	(√)1981
印第安纳州		(√)1929	
艾奥瓦州		(√)1959	
堪萨斯州**	1876	(√)1988	(√)1988
肯塔基州	1891	(√)2002	
路易斯安那州		(√)1915	
缅因州		(√)1931	
马里兰州		(√)1888	
马萨诸塞州		(√)1955	
密歇根州	1885、1937	1931、(√)1972	1929
明尼苏达州		1905	(√)1933
密西西比州		1890、(√)2001	1890、1988
密苏里州	1875		(√)1989
蒙大拿州	1879	(√)2019	1991
内布拉斯加州	(√)1875		
内华达州	1881	(√)1925	1903
新罕布什尔州	1981	(√)1982	
新泽西州		(√)1900	
新墨西哥州		(√)1905	
纽约		(√)1878	
北卡罗来纳州***	(√)1905	(√)1905	
北达科他州	1889	(√)2005	
俄亥俄州	1898		(√)1986

续表

美国州名	强制性累积投票制 年份	许可性累积投票制年份	
		选入式	选出式
俄克拉何马州		(√)1947	
俄勒冈州		(√)1953	
宾夕法尼亚州****	1874	(√)1968	(√)1968
罗得岛州		(√)1920	
南卡罗来纳州	1895		(√)1981
南达科他州	1889		(√)2005
田纳西州		(√)1929	
得克萨斯州		1957、(√)2003	1955、1961
犹他州		(√)1961	
佛蒙特州		(√)1951	
弗吉尼亚州		(√)1903	
华盛顿州	1933	(√)2019	1965
西弗吉尼亚州	1872	(√)2002	
威斯康星州		(√)1989	
怀俄明州	1911	(√)1989	

注：* 伊利诺伊州于 1981 年转变为许可性累积投票制，对新公司适用选入式条款，但对 1982 年之前的公司则要求选出式条款。

** 堪萨斯州于 1988 年转变为许可性累积投票制，对新公司适用选入式条款，对 1988 年之前设立的现存公司适用选出式条款。

*** 北卡罗来纳州于 1905 年对股东持股 25% 以上的公司实行强制性累积投票制，对所有其他公司实行许可性累积投票制，并规定为选入式条款。1955 年对新公司实行强制性累积投票制。1986 年对上市公司实行许可性累积投票制，并规定为选入式条款（但保留非上市公司的强制性累积投票制）。1989 年对所有新公司实行许可性累积投票制，但对 1957 年以前股东持股 25% 以上的公司和 1957 ~ 1990 年非上市公司仍保留强制性累积投票。

**** 宾夕法尼亚州于 1968 年转变为许可性累积投票制，对新公司适用选入式条款，对 1968 年之前设立的现存公司适用选出式条款。1968 年时强制性累积投票制对 1968 年之前关闭的公司仍有效，后于 1988 年取消强制性累积投票制。

(编辑:何昕)