

## 我国上市公司累积投票权 实施效果的实证研究

——基于深市上市公司 2012 年年报数据的分析  
蒋学跃\*

**摘要:**实践中上市公司采取形形色色的措施,如模糊累积投票适用范围、减少应选董事或监事的人数、等额选举、剥夺或限制中小股东的提名权的等方式,极大限制了累积投票制度的实际效用,使其沦落为“纸面上的权利”。为确保累积投票权制度发挥应有的作用,应在以下方面做出改进:修改《公司法》,实行“选出式”的累积投票制度,以便于股东通过“决议无效”的司法途径迫使上市公司采用累积投票制度;将《公司法》中选举董事或监事的股东大会表决程序,由现有的“过半数”修改为“相对多数”,以配合累积投票制度的实施;由监管机构或交易所制定具体的累积投票实施细则,贯彻“差额选举”原则,杜绝通过等额选举方式或无正当理由拒绝中小股东提名候选人的情形出现;对已上市公司章程进行全面审查,发现存在剥夺或限制股东提名权情形的,一律要求限期改正。

**关键词:**累积投票权 中小股东保护 公司治理

---

\* 法学博士、博士后,深圳证券交易所综合研究所副主任研究员。

## 一、我国累积投票制度现有的相关规范

累积投票权能够确保中小股东选出代表自己利益的董事或监事,在保护中小股东利益方面的作用不容置疑,国际组织也将其作为衡量一国公司法或资本市场保障中小股东权益的重要指标。2002年中国证监会和原国家经贸委联合发布的《上市公司治理准则》(以下简称“治理准则”)第31条规定,“股东大会在选举董事过程中应推进累积投票权制度,控股股东控股比例在30%以上的公司,应当采取累积投票权制度。”这是我国最早关于累积投票权的规范。自此之后,在上市公司普遍通过章程规定了累积投票权。2005年修订的《公司法》第106条规定,“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的决议,实行累积投票制。”但由于《公司法》采取的让公司自己决定是否采用累积投票制“选入式”的立法模式,在控股股东控制下的公司很难自愿采用。因此,就上市公司而言,《公司法》的这一规定并没有给累积投票权的实施带来新的变化。

2010年深圳证券交易所颁布三板块的相关规范中分别对累积投票权制度作出了规定。其中《主板上市公司规范运作指引》(以下简称“主板规范运作指引”)2.2.10规定:“上市公司应当在董事、监事选举中积极推行累积投票制度。控股股东持股在30%以上的公司,应当采取累积投票制。”《中小板上市公司规范运作指引》(以下简称“中小板规范运作指引”)2.2.12规定:“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。”《创业板上市公司规范运作指引》(以下简称“创业板规范运作指引”)3.1.2规定:“上市公司股东大会选举或更换董事时,应当实行累积投票制。”从适用范围上来看,主板和中小板《规范运作指引》将《上市公司治理准则》累积投票权适用范围从董事扩大到“监事”,并且强调选举董事和独立董事分别表决,而创业板《规范运作指引》仍然只适用于董事的选举。从适用主体上看,主板《规范运作指引》遵守了《治理准则》的规定,仅仅适用于控股股东持股30%以上的上市公司,但中小板和创业板则要求所有的上市公司均须采用累积投票制度。

2013年上海证券交易所在《上市公司董事选任与行为指引》第15条规定“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”,也是采取的鼓励而非强制的方式。

表 1:我国累积投票制度的相关规范

名称	颁布时间〔1〕	颁布机构	适用对象	适用范围
上市公司治理准则	2002	中国证监会、国家经贸委	强制控股股东持股30%的上市公司	选举董事
关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定	2004	中国证监会	鼓励所有上市公司	选举董事
公司法	2005	全国人大	自愿通过章程采用的股份有限公司	选举董事、监事
上市公司章程指引	2006	中国证监会	根据公司章程和股东大会决议	选举董事、监事
主板上市公司规范运作指引	2010	深圳证券交易所	强制控股股东持股30%的深市主板公司	选举董事、监事
中小板上市公司规范运作指引	2010	深圳证券交易所	强制所有中小板公司	选举董事、监事
创业板上市公司规范运作指引	2010	深圳证券交易所	强制所有创业板公司	选举董事
上市公司董事选任与行为指引	2013	上海证券交易所	鼓励所有公司	选举董事

## 二、影响累积投票制度实施效果的因素分析

总体而言,累积投票制度的实施效果受制于以下三个因素的影响:

### (一) 股权结构

一般来说,股权结构越分散,累积投票权的作用就越显著,股权结构越集中,累积投票权的作用就越小。根据美国公司法学者威廉姆斯和康贝尔的研究,运用以下公式(以下简称“威康公式”)可以准确计算出股东欲选

〔1〕 在没有特别说明的情况下,这里的颁布是涵盖了最新修订的时间。

出特定董事的持股数: $X = (Y \times N1) / (N2 + 1) + 1$ 。X 代表股东选出代表自己利益的董事所需的最低持股数量,Y 代表股东大会投票总数,N2 代表本次应选出的董事人数,N1 代表股东欲选出的董事人数。<sup>[2]</sup> 假设应选董事人数为 5,公司总股份是 100,控股股东选出不同数量董事的持股分别如下:

表 2:控股股东选出自己董事的持股数

应选出的董事人数(N2)	拟选出的董事人数(N1)	所需股份数(X)
5	1	17
5	2	34
5	3	51
5	4	67
5	5	84

如上表所示,在控股股东持股 67% 以上时,即使采取累积投票制度,并且假设其他中小股东齐心协力众志成城地选出共同的董事,控股股东也可以轻松控制五个董事候选人中的四个席位。

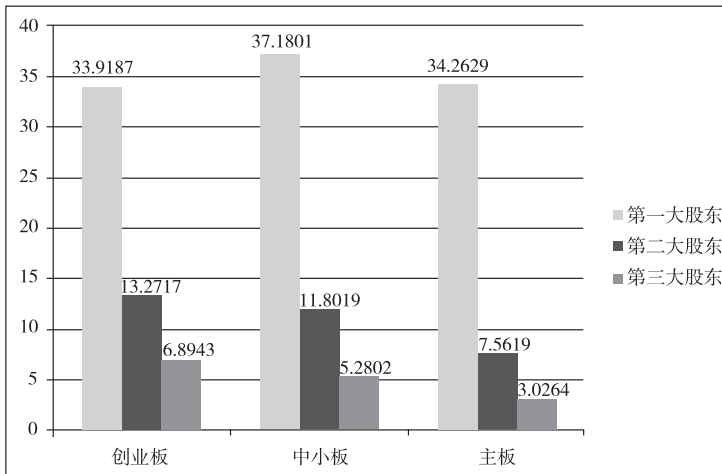


图 1:深市公司前三大股东平均持股比例情况<sup>[3]</sup>

[2] Lewis D Solomon & Alan R. Palmiter, Corporations: Examples and Explanations (Third Edition). p. 123. Aspen, 1999.

[3] 数据来源于深圳证券交易所公司治理研究中心《2012 年深市上市公司治理情况报告》,后续数据没有特别说明的情况下,均来源于此报告。

首先,我们假定所有的股东都是出席股东大会的前提下,按照深市公司前三大股东所持的股份也足以控制了董事会。从深市前三大股东持股比例来看,合计最低的主板公司前三大股东也占据了近 50% 以上,而中小板和创业板的前三大股东持股达到了 54% 左右。也就是说,这三个板块的前三股东即使按照累积投票的方式,也基本上能够选出半数以上的董事。

表 3:深市股东大会出席会议的股东及股东代表个数情况

描述统计	出席股东数最多	出席股东数最少	平均值	中位数	众数	标准差
深市 A 股	5893 人	1 人	30 人	8 人	3 人	177.85
主板 A 股	5893	1	61	6	2	302.06
中小板	1628	1	17	9	2	51.95
创业板	160	1	13	9	6	13.69
分段统计	1~3 人	4~10 人	11~50 人	51~100 人	100 人以上	出席股东数不详
公司数量	1013 次	2154 次	1754 次	193 次	176 次	84 次
占比	18.85%	40.08%	32.64%	3.59%	3.28%	1.56%

表 4:深市股东大会出席股份比例情况

描述统计	出席股份数最多	出席股份数最少	平均值	中位数	标准差	方差
深市 A 股	100%	0.01%	53.69%	55.83%	18.04	325.27
主板 A 股	100%	0.01%	42.29%	40.45%	18.36	336.95
中小板	100%	0.01%	58.59%	60.08%	15.39	236.71
创业板	100%	13.23%	60.73%	62.26%	14.03	196.93
分段统计	0~20%	20%~40%	40%~60%	60%~80%	80%~100%	出席股东数不详

如果我们结合深市上市公司股东大会股东出席情况以及所代表的股份情况来看的话,累积投票的实际效果就更加让人悲观了。从上表所反映出的深市上市公司股东大会股东出席人数以及所代表的股份比例来看,出席股东大会的股东通常限于前三大股东以及所代表的股份比例。由此可见,在现有的股权结构下,即使是强制实施累积投票权也无法使中小股东控制董事会。

但即使如此,无法控制董事会的累积投票权对中小股东也意义重大,因为它为中小股东提供信息渠道,为中小股东创造了给控股股东施加压力的机会,为中小股东提供了和独立董事结盟左右公司政策的机会〔4〕,同时也对控股股东从事明目张胆的违法行为能够形成一定程度的威慑。因此,集中的股权结构并不能成为我们拒绝实施累积投票权的理由。

(二) 应选董事的人数

根据威康公式,  $N_2$  越大,也就是每次选出应选出的董事人数越多,中小股东选出自己董事所需的持股数就越少。

表 5:不同应选董事人数下中小股东选出一名董事需要的持股数

应选出的董事人数(N2)	拟选出的董事人数(N1)	所需股份数(X)
3	1	34
4	1	21
5	1	17
6	1	15
7	1	13
8	1	12
9	1	11
10	1	10

根据上表,这意味着在一个 5 人规模的董事会中,中小股东要想获得一个董事席位,必须至少持有 17% 比例;在一个 9 人规模的董事会中,股东需持股 11%。

表 6:深市上市公司董事会规模概况

单位(人)	平均值	最高值	最低值	中位数	众数
深市 A 股	8.49	18	5	9	9
主板 A 股	8.77	18	5	9	9
中小板	8.50	17	5	9	9
创业板	8.09	14	5	9	9
分段统计	1~3 人	4~6 人	7~9 人	10~15 人	15 人以上
公司数量	5	143	1173	198	12
占比	0.33%	9.34%	76.62%	12.93%	0.78%

〔4〕 亨利·汉斯曼等:《公司法剖析》,刘俊海、徐海燕译,北京大学出版社 2007 年版,第 64 页。

如果董事会是整体换届选举的话,<sup>[5]</sup>根据上表的深市公司董事会规模,中小股东最低持股 11% 以上才能选出一名董事;如果按照上市公司将非独立董事与独立董事是分开选举,中小股东最低持股必须是 13% ~ 17%;如果上市公司在选举两个董事时采用累积投票制,则中小股东持股 34% 以上才能选出一名董事。

### (三) 中小股东的提名权

累积投票权的目的是中小股东能够用有限的投票权选出代表自己利益的董事或监事,如果在所有候选人中间没有中小股东的利益代言人,无论赋予中小股东多大的选举权都是没有意义的。因此,确保代表中小股东利益的人员能够进入董事候选人名单是累积投票权发挥作用的前提条件,否则中小股东根本没有意愿参与选举过程。

## 三、实践中我国累积投票制度实施中存在的问题

由于监管部门的积极推广,在现有的上市公司章程中,都普遍采用了累积投票权。但实践中累积投票制度的效果并不显著,除了 2012 年格力电器董事选举过程中能够看到累积投票制度的身影以外,其他场合下几乎沦落为大股东或实际控制人的“做秀”。究其原因,除了我国股权集中的因素以外,以下几个方面是累积投票制度失去作用的原因:

### (一) 章程对累积投票制度规定的含糊不清或名存实亡

从深市公司章程具体规定来看,除了 6 家主板公司以外,深市三个板块的其他上市公司都采用了累积投票制。这种表面让人乐观的现象还是要归功于监管部门对累积投票制的积极推动,如深市上市公司的《规范运作指引》分别要求控股股东持股 30% 以上的主板公司、所有的中小板公司和所有的创业板公司强制采用累积投票制。但在令人乐观的表象之下,上市公司很多“策略性的行为”使累积投票无法真正发挥

---

[5] 之所以用“整体换届”的表述,是因为在我国上市公司董事选举中存在“交错董事会”的情况,即每年只能更换部分董事,如三分之一。那么在一个 9 人规模的董事会中,如果采取的这种更换三分之一的方式,会造成应选董事人数急剧减少,更加不利于中小股东。

其应有的作用。

由于我国《公司法》是通过“选入式”实施累积投票制度的,如果上市公司没有在章程中采用累积投票制度也算不上违法。虽然《治理准则》和深市《规范运作指引》做出了强制的规定,但还是通过公司章程引入累积投票制度的,如果上市公司没有在章程中规定或规定的含糊不清,股东是没有明确的救济途径,特别是司法的救济途径。

首先,在如何实施累积投票制度上,很多上市公司(主要是深市主板公司)就“打擦边球”。一些公司虽然名义上采用累积投票权,但在章程中没有明确何时采用,如万方地产的章程规定“根据法律和章程有关规定,在选举董事时采取累进投票权”;如意集团的章程规定,“章程或股东大会决议才能实行累积投票权”。这导致何时采用累积投票权完全由大股东或实际控制人说了算。

其次,在如何具体实施累积投票制度方面上,由于现有相关规范对累积投票制度只有一个概括性的规定,对于如何具体实施累积投票完全由上市公司自由决定。因此,一些公司在章程中规定的累积投票制度的细则复杂多变或人为地增加很多限制条件,如一些上市公司的董事会以中小股东提名的董事候选人超过了本次应选董事人数,即“等额选举”为借口限制累积投票制度的实施效果。

## (二)在章程中减少每次应选董事的人数

### 1. 独立董事与非独立董事的分别选举

平心而论,独立董事与非独立董事的分别选举,并不是上市公司有意为之,而是监管机构为了确保独立董事选任的公正性而特意规定,但这无意中减损了累积投票权的实施效果。一些采用累积投票权的上市公司在章程中规定,独立董事与非独立董事的选举是分开表决的,如海螺水泥章程第83条的规定。这种分开表决的办法无形中将每一次应选董事的人数至少减少了三分之一,大大减弱了累积投票权的作用。

### 2. 职工董事和监事的分别选举

一些上市公司中设立了职工董事和职工监事,这些董事和监事由职工代表大会选举、职工大会或者其他形式的民主选举产生。这就减少了每次应选董事和监事的人选。职工董事和监事制度设置初衷是为了让职工参与到公司治理中,但实践中职工董事和监事的人选被公司的控股



股东或实际控制人所把持,很难真正反映职工的意愿。

### 3. 分类董事会制度

分类董事会是指上市公司的董事会每年只能更换特定的比例,如每年只能更换三分之一的董事。分类董事会最早是国外一些公司作为反收购措施,以防止收购方进入目标公司的董事会。我国的一些上市公司在章程中也引入分类董事会,如 ST 赣能的章程规定,每年只能换四分之一的董事;渤海物流的章程规定,每年可以换三分之一的董事。分类董事会能够大大减少每次应选董事的人数。

#### (三) 剥夺或限制中小股东的提名权

我国《公司法》只是在第 103 条规定了股东的提案权,并没有对股东提名董事候选人的权利进行明确的规定,但从文义解释的角度而言,提名董事会候选人自然属于提案权的范畴,因此我国《公司法》实质上是赋予了中小股东提名董事候选人的权利〔6〕。虽然股东的提案权并不限于提名董事候选人的提案,但《公司法》第 38 条规定的股东大会的 10 项职权中,就第 2 项选举董事、监事和第 10 项修改公司章程这两种情况以外的其他事项提出提案的可能性非常小,或者说没有多大意义。而修改公司章程需要参会股东三分之二以上表决通过,如果不能实行累积投票制,中小股东提出修改公司章程的提案在股东大会获得通过的可能性非常小。只有董事候选人提案才真正体现出《公司法》第 103 条所规定股东提案权的价值。同时,根据监管部门的要求,上市公司在选举董事时通常需要实行累积投票制,如果中小股东没有提出自己董事候选人的权利时,累积投票制也失去了存在的价值。

因此,任何直接剥夺股东提名权、将持股比例提高到 3% 以上、附加持股时间以及采取交错董事会来限制股东提名权的行为,都是有违《公司法》第 103 条第 2 款的主旨,应为无效条款。

#### 1. 直接剥夺或限制提名权

直接或间接剥夺股东提名权的做法主要有以下几种情形:公司章程明文规定,只有董事会才能提名董事候选人,如海螺型材章程规定,第一

---

〔6〕 参见张航:“上市公司章程中选任董事条款的有效性分析”,载《法学》2009 年第 1 期。

届董事会候选人由公司发起人提名,新一届董事会候选人由上一届董事会提名;有的公司章程规定,董事会与控股股东提名董事候选人,如云内动力的章程规定,董事候选人只能由上一届董事会与控股股东商定后才能确定;有的公司章程规定,股东提名的董事候选人必须由董事会进行资格审查,审查完毕后再提交股东大会,如南宁糖业的章程规定,单独或合计持股5%以上的股东提名的董事候选人,必须先由董事会进行资格审查,再提交股东大会表决。而董事会往往会借口股东提名的董事候选人超过了本次应选董事的总人数为由,即等额选举的方法主张中小股东提名董事不符合要求。主板有54家公司直接或间接剥夺了股东的提名权;中小板有11家公司剥夺了股东提名董事的权利;创业板有8家公司直接剥夺或限制了股东提名董事的权利,如汇冠股份就要求股东提名的董事必须经过现任董事会的审议后,才能提交股东大会审议。

## 2. 提高持股比例

提高持股比例是指上市公司通过章程的规定,将《公司法》规定的3%的持股比例提高到5%,甚至10%,以此来限制一些小股东提名董事候选人。在2012年格力电器所发生的机构投资者联合选任董事的创举中,假如格力电器将提名董事的持股比例提高到10%以上,那么作为机构投资者的耶鲁大学基金会与鹏华基金合计持股比例是达不到这一比例的,也就无法发生中国资本市场中这一里程碑式的事件。

## 3. 增加持股时间要求

增加持股时间要求是指额外增加提名股东持股时间的要求,因为《公司法》本身对于提名(提案)权是没有持股时间要求的,但一些上市公司会在章程中专门规定持股时间为90天到180天。这一限制对于一些通过二级市场增持达到3%持股门槛的股东而言特别具有杀伤力,因为他必须等上一个季度或半年后才能提名董事候选人,而有时可能错过了这一次的股东大会,不得不再等上一年。

## 4. 交错董事会制度

交错董事会制度又称为分类董事会,最早出现在美国。从表面上看,我国上市公司存在的交错董事会制度与美国分类董事会是相似的,但实际上二者存在很大的差别。美国的交错董事会是指将董事会成员分为ABC三类,A类董事第一年满了就要被更换,B类董事要在第二年

才被更换,C类董事在第三年才被更换〔7〕。美国的交错董事会是指由任期不同的董事组成的董事会,将董事的任期平均分布于三次股东大会。美国式的交错董事会制度可以为董事提供安全港,董事不必担心落选,使他们可以对公司的长期经营做出规划并付诸实施,公司在新老董事的传承中保持公司经营的连续性和稳定性。此外,交错董事会可以与“毒丸”措施相结合,加大反收购的力度,董事会据此与收购者充分协商,提高收购价格〔8〕。而我国本土化的“交错董事会”并非由任期不同的董事组成董事会,而只是限制每年更换的董事人数或比例,如长江证券的章程规定每年只能更换董事会的五分之一,美达股份的章程规定每年更换的董事人数最多不超过董事会的四分之一。这些限制已经不是对董事任期的精心安排,而是赤裸裸地限制股东选举和罢免董事的权利。

目前,深市主板的44家公司,中小板的6家公司,创业板的6家公司采用了交错董事会制度。

表7:深市公司对股东提名权剥夺或限制状况

板块		剥夺股东提名权	提高持股比例	增加持股时间	交错董事会
主板	家数	54	147	68	44
	占比	11.4%	31.2%	14.5%	9.4%
中小板	家数	11	48	38	6
	占比	1.6%	6.8%	5.4%	0.8%
创业板	家数	8	37	33	6
	占比	2.3%	10.4%	9.3%	1.7%

#### (四) 其他减损累积投票权效用的措施

##### 1. 策略性的使用“选举失败”制度以挫败中小股东的努力

选举失败是指上市公司在章程中规定,如本次选举的董事人数达不到特定的比例,通常为董事会的半数,则本次选举失败,由现任董事会继续履行职责,等待下一次再行召集股东大会选举。2012年9月远兴能源就颁布了《累积投票管理制度》,其中第17条规定:“如果在股东大会上当选的董事人数未超过应选人数二分之一时,此次选举失败,原董事会

〔7〕 参见美国《特拉华州公司法》第141(d)条、美国《标准公司法》第8.06条。

〔8〕 Richard H. Koppes, Lyle Ganske & Charles T. Haag, Corporate Governance out of focus: the debate over Classified Boards, 54 Bus. Law. 1023 (1999).

继续履行职责,并尽快组织实施新一轮选举程序。”实践中,如果控股股东或实际控制人发现本次选举的候选人不符合自己的意愿,或确保自己中意的董事候选人当选的可能性不大,可能会故意弃权或分散投票,使每个候选人得票不超过半数,以使本次选举无效,继续控制董事会。在2011年,S\*ST生化的中小股东试图通过累积投票制度选出代表自己利益的董事,但就是因为大股东的选票作废导致当选董事不足董事会人数的一半而导致选举失败,中小股东几个月的辛苦努力也功亏一篑。

#### 2. 累积投票权选出的董事可能会被控股股东或实际控制人解聘

虽然我国《公司法》规定了股东大会无故不得解聘董事,但没有对违反“无故解聘”规定具体法律的责任,导致实践中在任期届满前重新选任董事是经常发生的。因此,即使是中小股东通过累积投票选任了自己的董事,但也无法保障该董事在任期届满前稳定居于董事位置。

### 四、完善和强化累积投票权制度的若干建议

#### (一) 修改《公司法》

##### 1. 通过“选出式”明确累积投票制度的适用范围和主体

从长远来看,应该通过修改《公司法》的方式来完善累积投票制度。我国现有《公司法》采用了“选入式”的累积投票制,只有上市公司在章程中明确采用累积投票时才能适用累积投票,这给予了上市公司的控股股东较大的不采用累积投票的权利。虽然证券交易所的《规范运作指引》对强制实施累积投票制度方面做出了规定,但由于不具有国家正式法律文件地位,将来一旦发生纠纷,股东是否可以援用《公司法》第22条主张无效就成为了疑问。<sup>[9]</sup> 因此,将来在《公司法》中应采用“选出

---

[9] 根据《公司法》第22条规定,公司股东会或者股东大会、董事会的决议内容违反法律、行政法规的无效。那么只有上市公司没有在章程中排除累积投票制,但在实际选举董事或监事过程中没有采用的,其他股东可以请求法院确认决议无效。2003年8月,深圳新都酒店因为选举董事过程中没有采用累积投票权,而被第四大股东诉至深圳罗湖区法院,最终被判决新都酒店选举的董事决议无效。但实务界对此案判决的合理性颇有微词,因为该决议本身并不存在违反法律或行政法规的问题。

式”,即除非章程特别规定不实行累积投票权,否则所有的上市公司都必须实行累积投票权。如此一来,当上市公司没有在章程中明确排除累积投票制度,而在选举董事或监事没有采用累积投票时,股东就可以依照《公司法》第22条的规定,主张该决议无效,由此对上市公司形成威慑。

将“选入式”改为“选出式”的好处是,不损及上市公司的自主权的前提下,可以有效地对控股股东形成一种遏制。因为“选出式”是一种缺省性规则,只有上市公司通过股东大会决议不在章程中采用“累积投票权”时,才能排除累积投票制。缺省性规则的好处是减少了交易成本,并促进了信息分享,更加有利于资本市场的公平。<sup>[10]</sup>

## 2. 将董事选举的决议由现有的确定多数改为相对多数

根据我国《公司法》第104条规定,股东大会做出决议必须经出席会议的股东所持表决权的过半数通过,即所谓的“确定多数原则”。在采取差额选举,且采用累积投票选举董事或监事过程中,如果采用“确定多数原则”,有可能出现所有的候选人都无法过半数的情形。因此,为避免出现这一问题,在采用累积投票选举董事时,应该采用的是“相对多数原则”,即得票最多的候选人即使没有获得过半数的选票,也可以当选。事实上,国际上选举董事基本上都是采取相对多数原则的。

### (二) 完善累积投票细则,堵住累积投票实施中的漏洞

在修改《公司法》之前,监管机构或证券交易所(深交所可以在现有的《规范运作指引》中增加)可以规定具体的《累积投票制度实施细则》,明确以下内容:

#### 1. 将累积投票制度扩大到监事的选举

深交所的主板和中小板《上市公司规范运作指引》将累积投票制扩大到监事的选举,但创业板仅仅适用于董事的选举。因此,未来应该将累积投票权的适用范围扩大到监事选举。

#### 2. 将独立董事与非独立董事合并表决

主板和中小板《上市公司规范运作指引》还专门强调董事与独立董事的表决分开进行,无疑削弱了累积投票制的效用,正中控股股东的下怀。因此,为了使累积投票制度发挥作用,未来应在三个板块中统一规

[10] 参见伍坚:“论公司法上的缺省性规则”,载《法学》2007年第5期。

定为非独立董事与独立董事分开表决,但合并计算累积投票数。

### 3. 规范“选举失败”制度

目前上市公司选举董事或监事时普遍采用多数表决机制,即每个候选人必须获得参会表决权的半数才能当选。在采用差额选举的情况下,多数表决机制很容易出现无人当选的情况,或只有少数候选人当选的情况。由于部分上市公司在章程中规定“选举失败”制度,即当选人数不足应选人数的一半,则选举失败。由于选举失败将会被控股股东策略性的运用,以对付中小股东的累积投票权,因此,我们可以通过两种方式对“选举失败”制度进行规范:其一,借助《公司法》的修改,要求上市公司在差额选举时采用相对多数表决机制,即多个候选人都没有过半数赞成票,但得票最多者仍然可以当选,这样就减少了“选举失败”情况的出现概率;其二,即使出现了“选举失败”的情况下,也应在本次股东大会上重新选举,而不允许由现任董事会择期召开股东大会另行选举。

### 4. 强制规定等额选举,确保中小股东能够提名董事候选人

在实践中,上市公司的股东大会的召集人——董事会经常采取各种方法阻挠中小股东提名的董事候选人,最常见的理由就是董事候选人超过应选任人数,这种“等额选举”的方法使代表中小股东的董事候选人无法进入候选人名单。因此,未来明确规定累积投票过程中必须采用“差额选举”,不允许上市公司以“等额选举”理由拒绝中小股东提名的董事候选人。

### 5. 禁止董事会或控股股东无故解聘累积投票选出的董事

为确保累积投票权选出董事在后续工作中不受控股股东或实际控制人的影响,应在自律性规则中强调该董事在无重大过错的情况下,董事会或控股股东无权提出解聘的议案。

## (三) 其他相关措施

### 1. 定期审查上市公司章程,确保中小股东的提名权

证券交易所的公司管理部门定期审查一些上市公司的章程,对于剥夺或限制股东提名权的公司,如提高提名持股比例或增加持股时间要求的,可以发出监管函,要求限期改正。对于一些公司章程中存在的“股东提名的董事候选人必须先经董事会进行审查”现象,也可以认定为是不合理地限制股东的提名权,要求上市公司必须限期改正。

2. 继续完善网络投票和征集投票制度,降低参与累积投票的成本

证券交易所应不断完善现有的网络投票制度,以降低中小股东参与公司治理的成本,累积投票制度才能发挥应有的作用。此外,我国现有的征集投票制度也有待完善,使机构投资者相互之间的沟通与协调,集中使用表决权。