



Working Paper No. 202002

March 5, 2020

本文已发表于《中国金融》2020年第4期

鲁桐 : [lutong0525@vip.sina.com](mailto:lutong0525@vip.sina.com)

## 国际公司治理最新发展动向



经济合作与发展组织（OECD）自 1999 年推出《OECD 公司治理原则》以来，在推动 OECD 和非 OECD 成员国建立本国公司治理规范，制定和修改相关法律法规，促进各国资本市场监管等方面都产生了积极影响。2015 年《原则》经过第二次全面修订，不仅在内容上反映了近十年来国际经济环境变化所带来的公司治理新需求，同时，也得到二十国集团（G20）和金融稳定论坛成员国（FSB）的加持，进一步扩大了其在世界范围的影响力。四年过去了，国际公司治理领域出现了哪些变化？《G20/OECD 公司治理原则》（下称《原则》）在多大程度上影响各国公司治理框架从而推动治理水平的提升？我们从经合组

---

\* 鲁桐，中国社会科学院世界经济与政治研究所全球治理研究室研究员，公司治理研究中心主任。



织最新发布的《OECD 公司治理概览》（2019）（下称《概览》）获得一些解答。

2019 年公司治理概览所收集的数据范围除包括所有 36 个经合组织成员国外，还涵盖了所有 G20 和金融稳定论坛成员国的信息，包括阿根廷、巴西、中国、俄罗斯、南非、印度、印度尼西亚、沙特阿拉伯等主要发展中国家共 49 个国家和地区。与两年前相比，国际公司治理的新进展表现在以下几个方面。

**第一，《原则》促使主要发达国家和发展中国家掀起新一轮改善公司治理框架的热潮。**

作为新增加的内容，《原则》突出强调确保有效公司治理框架基础的重要性。指出：“公司治理旨在营造一个讲信用、高透明度和问责明确的环境，进而支持经济增长和更具包容性的社会。”为达到此目标，健全公司治理的法律、监管和制度框架成为各国改善公司治理不可或缺的工作。在构成公司治理框架的法律、监管、自律安排和自愿标准四要素中，自律安排和自愿承诺的公司治理商业实践受到重视，运用“遵循或解释”方法等软性法律要素，成为对现有法律和法规的有益补充。其背后的逻辑是，改善公司治理的最终目标是促进经济增长和社会福利的提高，一切有利于实现这一目标的治理手段都应得到尊重。特别是在竞争激烈的市场环境下，企业的创新能力和企业家精神的发挥需要强有力的制度支持。考虑到企业自身的条件如经营规模、处于不同的成长阶段、所有权和控制结构、行业特性、生产要素的差异性等特点，不同企业有不同的治理需求。对于每个公司而言，最佳的治理是能够支持企业可持续发展的治理，而非一种单一模式。因此，政策制定者有责任确保治理框架的灵活性，充分满足在不同环境中运营的需要，推动公司开拓新机遇、创造新价值，提高资源配置效率。

《概览》数据显示，在过去的两年中，80%的受调查国家和地区对本国的公司法、证券法或公司治理指引进行了重新修订。绝大多数国家（占 83%）采取“遵守或解释”（comply or explain）而非强制性的公司治理监管方式，为上市公司提供更多的自我选择空间。马来西亚、墨西哥等 5 国采取强制性和选择性相结合的治理准则。包括中国在内的 23 个国家根据《G20/OECD 公司治理原则》同步修订



了本国公司治理准则。为监控公司治理准则的落实情况，越来越多的国家（33个）每年发布“上市公司治理年度报告”，对治理准则的实践进行评估，以确认公司治理的进展和风险。公布国家年度公司治理报告的比例由2015年的58%提升到2019年的67%。从发布报告的机构看，证券市场监管部门和证券交易所是主体，少数国家由私营部门或独立第三方承担此项工作。

## 第二，促进股东权利行使的便利性和有效性成为保护股东权利的重要手段。

股东权利可划分为自益权和共益权两大类，前者主要指股东为从公司获取财产利益而享有的权利，包括分享公司利润权、剩余财产分配请求权、股份转让权等等。股东共益权主要指股东参与公司决策和对公司经营者进行监督和控制的权利。股东最重要的共益权是通过股东大会表决权的行使参与公司重大问题决策。实践中，公司管理层给股东大会投票设置的障碍五花八门，从禁止代理投票，要求股东亲自参加股东大会投票，到选择偏远的地方召开股东大会，尽量缩短股东大会通知的时间，为股东提出议案设置更高的门槛等等。

近两年，各国监管部门把股东权利保护的重心放在促进股东共益权实现的便利性和有效性方面。从股东大会召开的时间规定看，绝大多数国家规定最短需提前15天发布股东大会通知（占被调查国家的92%）。澳大利亚、印度尼西亚、奥地利和瑞典规定发布股东大会召开通知的最短时间为提前22-28天。比利时、捷克、德国、匈牙利、拉脱维亚、荷兰、斯洛文尼亚法律规定需提前30天发布股东大会会议通知。美国和加拿大各州的相关法律规定为提前10-60天不等。一些国家规定，股东大会涉及代理投票的事项，需给股东留出更长的准备时间。意大利法律规定，需根据股东大会的会议议程不同内容适当延长会议通知期限。例如，股东大会投票涉及董事会换届选举内容的要提前40天发出会议通知。发布股东大会通知的渠道也趋向多元化。

降低股东提案门槛也是各国保护股东利益的一个共同做法。过去，一些国家要求股东提出召开临时大会和股东提案权的资格需单独或合计持有20%以上的公司股权，同时设置更长的最低持股时间和提案时间。随着公司规模扩大，这

些高门槛把许多股东的诉求挡在门外，极大地影响了股东参与和监督公司重大决策的积极性。最新的变化是，越来越多的国家主动降低了股东大会召集和提案要求——朝着更低的持股比例（1%-3%）和更短的提案时间（在股东大会召开十日前提出临时提案）方向努力。韩国、葡萄牙和捷克规定股东召集临时股东大会的最低持股比例仅为1%。在49个被调查的国家中有近一半的国家规定股东提出临时议案的最低持股比例在0.5-2.5%之间。南非甚至对股东的提案权没有设置任何持股门槛，只要有两位股东共同提出议案即可。美国的股东提案门槛也比较低，允许任何股东持有2000美元市值的股票并持续持有一年以上或持股1%即可向股东大会提出议案。

《原则》对于公司自主决定选择什么样的资本结构采取了最大的宽容态度。只要经过股东大会批准，公司董事会或管理层可以决定是否发行“优先股”（preference shares），这种股票通常具有优先获取公司利润的权利，但同时仅具有有限的投票权或无投票权。这种通过二元股权结构来维系创始者对公司控制权的做法受到许多高科技和创新型企业的青睐。

经合组织对世界主要发达国家和发展中国家的调查显示，除新加坡、以色列和印度尼西亚外，绝大多数国家都允许上市公司发行多元股票但同时有公开透明的要求。有16个国家规定公司发行受限投票权的股票不能超过总资本的25%-50%，有些国家设置“封顶投票权”限制单一股东可以投票的数量，以起到重新分配控制权作用。在49个被调查国家中有26个国家允许上市公司发行“优先股”。

### **第三，董事会的独立性和有效性得到进一步加强。**

如何提高董事会监督的有效性是各国改善公司治理的核心政策。促进董事会运作效率的提高主要沿着两个方向推进，一是加强董事会的独立性，二是提高董事会和董事对股东和公司的受托责任。

董事会的独立性是其有效运作的前提。董事会是否有能力对公司事务进行客观判断，平衡公司各方利益防止利益冲突，在很大程度上取决于其相对于大股东

和管理层的独立性。这要求董事会的组成和结构必须得到进一步优化。在定义董事会成员的独立性时，许多国家的公司治理原则详细规定了非独立性推定标准，即在何种情况下某人被视为不具有独立性做出规定。实践中，能够观察到的一个明显变化是，在所有国家都要求上市公司独立董事最低比例的前提下，对独立董事资格的认定更加严格。80%的被调查国家有独立董事必须独立于公司重要股东的要求，相比之下，2015年只有64%的国家有此规定。在实行单层制的国家，董事会的客观性和相对于管理层的独立性可以通过分任首席执行官和董事会主席角色而得到加强，这有助于实现合理的平衡权力和提高董事会独立于管理层的决策能力。董事长与首席执行官两职分离在最近两年有了长足进展。2015年发表的《OECD 公司治理概览》显示，有11%的国家对董事长与首席执行官的两职分离有硬性要求，另外有25%的国家在各自的公司治理准则中有作为最佳实践的参考要求。经合组织2019年《公司治理概览》显示，目前已有70%的国家要求上市公司董事长与CEO两职分离。印度和新加坡规定，如果一家上市公司的董事长与CEO为同一人担当，则其董事会独立董事的比例必须占50%以上。以色列要求，只有获得小股东2/3票的绝对多数批准才允许董事长与CEO两职兼任。

在提高董事会和董事对股东和公司的受托责任方面，多数国家要求董事履职必须以谨慎、善意、充分知情为基础，并设立了更加明确具体的判断标准。董事的忠实义务更多地体现在平等对待股东、严格监控关联交易和禁止内幕交易、制定合理的公司高管和董事会成员薪酬政策等方面。在集团公司中，尽管一个公司可能被另一企业所控制，董事会成员的忠诚义务应当是针对公司和所有股东的，而不是仅针对控制该集团的公司。

董事会应当履行的关键职能之一是对公司风险管理的监控。2008年以来爆发的国际金融危机暴露了当下公司董事会普遍在风险管理上的缺失，给公司和股东利益带来直接损害。经济合作与发展组织在对公司治理原则进行第二次修订中，突出强调应从公司发展战略的高度看待风险管理工作。董事会应制定明确的公司风险管理政策，包括公司可接受经营风险的类型和程度，以及风险控制的责任和流程。董事会对公司风险管理策略、组织职能体系、内部控制系统负有领导和监



督责任。在公司治理实践中，加强董事会在内部控制和风险管理的作用是近年来各国改善董事会运作效率的一个重要抓手。经合组织最新的调查数据显示，目前90%的公司都建立了内部控制和风险管理体系，相比之下2015年这一比例仅为62%。有些公司把风险管理职能放在审计委员会中，更多的公司单独设立风险管理委员会以承担风控监督和管理职责。从公司风险管理和内部控制的监管角度看，49个被调查国家中，法律法规要求上市公司董事会设立风险管理委员会的已占1/3，这一比例是2015年的两倍。银行、保险、证券公司普遍设立了首席风险运营官职位。美国证券交易委员会要求公众公司每年披露董事会风险管理的政策和执行情况。印度要求资本市场规模前500大上市公司董事会必须设立风险管理委员会，其他上市公司可自愿选择是否设立该委员会。

#### **第四，公司治理框架显现灵活性特征。**

当前公司治理监管面临的一个重要挑战是，政府如何塑造一个有效公司治理监管框架，在这一框架下，一方面能够满足资本市场的各方期待，保护投资者和利益相关者的利益，另一方面，确保治理体系具有足够的灵活性，以支持企业满足市场新需求，把握新机遇，支持企业家创新精神，给企业提供自我调整的空间。如何使公司治理营造一个讲诚信、问责明确和高度透明的环境，从而支持强劲的经济增长是目前经济合作与发展组织公司治理委员会关注的重点。

经合组织对其成员国的调查显示，无论是英美法系国家还是大陆法系国家，公司治理的监管框架都表现出一定的灵活性发展趋势，特别在信息披露、董事会构成、大股东信息披露、股东的优先权、关联交易、股东对高管薪酬投票以及公司并购七个领域。公司规模和上市地位是影响一家企业有多大治理自我选择空间的主要决定因素，公司的法律形式和控制权结构也是造成治理实践差异性的重要诱因。

在董事会构成及运作方面，近年来不同国家在董事会最低规模、委员会设置、董事任期、独立董事资格等方面表现出一定的差异性。即使在同一国家考虑公司规模、所处行业等因素，对董事会的构成和运作的要求也存在明显不同。其目的



是让公司选择适合自身的治理方式。英国最新修订的《公司法》在董事会构成和运作方面给公司更大的自由度，没有设置任何实质性的限制条款。伦敦证券交易所对主板市场、另类投资市场不同规模的上市公司同样实行遵守或解释的方法，由公司自己选择最适合的治理模式。

在信息披露领域，为了实现满足投资者信息需求于控制信息披露成本之间的平衡，多数发达国家采取以公司规模为基础的“按比例披露要求”（scaling disclosure requirement）。美国对年销售额小于 10.7 亿美元的上市公司在股票发行和定期信息披露内容上较大公司要求降低。比如，小型上市公司年报中在公司整体情况阐述，董事经理高管薪酬政策等方面可进行适当缩减性披露。美国联邦证券法给外国在美国的上市公司同样给予差别性信息披露待遇。对特定行业的信息披露差异性要求更是各国的普遍做法。

优先股票认购权是公司增发新股时为保护老股东的利益而赋予老股东的一种特权。多数国家通过制定多种优先认购权参考标准，把选择权留给公司决定。在英国，上市公司可在公司章程或通过股东大会确定实施优先认购权。

总体上看，经合组织在 2018 年进行另一项调查显示，已有 20 个国家在公司治理 7 个领域都允许公司有自我选择的空间。市场经济体系越发达，法制体系越健全，其公司治理框架越具有灵活性特征。



### 全球治理研究团队

任琳 熊爱宗 鲁桐 吴国鼎 陈兆源  
韩永辉 宋锦 刘玮 沈陈 彭博

### 研究助理团队

兰馨彤 孙振民 张尊月 郭蔚霄

责任条款：本报告仅供内部讨论，版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所全球治理研究团队所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，我们保留追责权利。本报告仅代表作者的个人观点，并不代表所在单位的观点。