

2019 年公司治理的全球和区域趋势

曾 斌* 程 威**

摘 要:本文以美国拉塞尔·雷诺兹公司有关 2019 年各国公司治理发展趋势的研究报告为基础,从董事会质量、企业文化、公司目标、股东积极主义等方面入手,系统分析了全球公司治理的基本趋势,并对全球主要区域及市场的关注重点进行介绍、评述与检讨。归纳后认为,美加、欧盟、英国及日本等国家的公司治理准则强调对董事会质量的多元化推进,如重视机构投资者受托责任与董事会组成的多样化等;而印度、巴西等国家的公司治理重点加强董事会独立性。

关键词:董事会质量 公司治理 股东积极主义

每年年底,美国拉塞尔·雷诺兹公司(Russell Reynolds Associates)就上市公司董事会在未来一年可能面临的趋势和挑战,采访机构投资者、积极股东、养老基金经理、代理咨询顾问和其他公司治理专业人士,2018 年年末该机构就这一问题共采访了 40 多名专家,以进一步拓展观点和趋势。总结来看,2019 年各国的公司治理准则及规范,对于董事会质量、董事会有效性和对股东问责的需求将继续在全球所有市场加速。本文结合拉塞尔·雷诺兹公司的报告,对 2019 年公司治理在全球及区域的趋势概览进行评述。

* 深圳证券交易所法律部,法学博士,经济学博士后。

** 清华大学法学院博士研究生。

本文仅代表个人观点,与所在单位无关。

一、全球趋势概览

(一) 董事会质量和组成是公司治理的核心

由于投资者看不到董事会面纱背后的情况,他们只能依靠各种治理标准作为董事会质量的代表参数,包括:董事会是否真正独立?其组成是否经过深思熟虑并接受定期审查?以及董事会的能力是否与该公司的前瞻性战略保持一致和支持等。董事们面临着越来越多的关于董事会如何具备行业知识、资本配置能力和转型经验的考察。董事会需要保持更高的谨慎性,因为他们要更多地考虑个人任期、董事过度兼职和性别失衡等问题。

性别多样性仍然是许多国家和投资者关注的一个重点领域。公司可能会面临更大的压力,要求披露它们对董事会能力、董事会换届计划的优先次序,以及它们如何建立一条多元化的董事候选人队伍。世界上最大的主权财富基金挪威银行投资管理公司(Norges Bank Investment Management)在它投资的 9000 家公司的董事会中,为至少两名具有相关行业经验的独立董事制定了新的任职标准。

(二) 更注重对企业文化的监督

人力资本和无形资产,包括组织文化和声誉,是企业价值的重要组成部分,它们直接影响公司是否能吸引和留住顶尖人才。当一家公司试图体现的价值观与它所展示的行为之间存在不一致时,就会存在企业文化风险。投资者热衷于了解董事会在这个问题上是如何与管理层打交道的,以及他们如何理解企业文化。一些薪酬委员会的职权范围包括文化和更广泛的人力资本问题。

(三) 投资者限制股东至上主义,强调长期价值

在许多国家,公司的目标和作用正在发生演变,包括满足更广泛的利益相关方的需要。全球投资者越来越多地讨论社会价值、长期主义以及环境、社会 and 治理(ESG)的改变,这些改变正在将企业从纯粹的股东至上模式中转移出来。贝莱德(BlackRock)首席执行官拉里·芬克(Larry Fink)在 2018 年就社会目标的重要性和实现长期增长的战略致函所投资的公司,引发了美国市场广泛讨论。机构投资者正更加积极地关注长期目标,并与集团合作,以提高对长期、可持续结果的重视。

(四)ESG 仍然是全球的一个关键问题,并在一些国家的治理问题中处于最重要的地位

基金经理和资产所有者正在将 ESG(环境、社会与治理)纳入投资决策,其中有些是在已披露的可持续或 ESG 报告框架下进行的。投资者的首要任务是将可持续性与长期价值创造联系起来,平衡 ESG 的风险和机遇。ESG 监督、改进披露、相对于同行的公司业绩以及了解这些问题如何被纳入公司战略将成为关注的重点。气候变化和可持续性在许多投资者关注的核心问题,在许多国家处于环境治理的前沿。一些投资者将技术中断和网络安全视为 ESG 问题,而另一些投资者则继续将其归类为一种主要的商业风险。无论哪种方式,投资者都想了解董事会是如何对技术中断和网络风险提供充分准备的。

(五)积极股东继续影响董事会

积极股东正在使用各种策略来实现他们的目标。董事会面临的问题不再是积极股东是否会参与,而是他们何时以及为什么参与公司的治理。将积极股东定性为敌对对手的论调正在减弱,因为一些积极股东对管理层的态度正变得更有建设性。机构投资者对积极股东的观点越来越开放,并且正在部署积极股东的策略,以实现预期的变革。积极股东继续密切关注个别董事的表现和履职的失误。我们看到更多的董事会成为“他们自己的积极分子”,或者委托独立评估来先发制人地发现漏洞。像拉塞尔雷诺兹这样的公司正在进行更多的董事会脆弱性分析,研究董事会组成的优势和弱点,并积极主动地确定积极股东可能攻击董事组成的地方。在以下文中,我们将探讨这些趋势以及它们将如何影响美国、加拿大、欧盟、英国、巴西、印度和日本等市场。

二、各主要区域和市场对公司治理的关注热点

(一)美国和加拿大

美国和加拿大市场的特征总体而言是基于股权结构分散这一背景的,因此它们更重视机构投资者受托责任、董事会的质量和多样性等问题。目前,在标准普尔 500 指数的成分股公司中,已经有 88% 的公司的最大股东是先锋、贝莱德或道富(State Street)这三大机构投资者,他们总共持有标准普尔 500 指数所有股份的 18.7%。这些投资者认为治理不是一项合规工作,而是创造价值和减轻风险的一个关键组成部

分。被动投资者更频繁地与公司接触,以确保董事会和管理层采取必要的行动,并提出正确的问题。投资者希望了解长期价值创造的故事,他们非常认真地对待这一问题,并继续投资于管理和治理监督。

在董事会质量提升和董事会多样性的推进方面,美国推行董事会问责项目 2.0 (The Boardroom Accountability Project 2.0),鼓励更多公司披露“董事会矩阵”(board matrix),列出董事的技能、经验和人口学特征,这种做法正在迅速成为代理投票披露的规范。更多的机构投资者希望在董事能力方面有更丰富的披露,并希望每个董事的技能与公司战略之间有更清晰、更直接的联系。美国一些最大的机构投资者正在推动更好的董事会继任和董事会评估程序,以及利用外部公司评估董事会的质量、组成和有效性。2019 年,如果董事会中没有女性(或在某些情况下,女性不足两名),董事们应该期待更多的投资者投票反对提名委员会或其主席。投资者希望看到思想和经验的多样化,以使董事会更好地识别风险和改善公司业绩。在美国,性别多样性已经成为认知多样性的代表。在加拿大,近 40% 的 TSX 上市公司董事会中没有女性。代理顾问最近制定了与 TSX 上市公司披露正式性别多样性政策和性别多样性相关的投票指导方针。

在 ESG 方面,可以看出在美国和加拿大市场 ESG 已经从一个离散的话题转变为投资者如何评价公司的一个基本部分。他们将越来越多地关注公司如何解释他们的价值创造方法,公司对社会的影响,以及公司如何权衡各种利益相关者的利益。

股东积极主义仍然是美国公司治理话语体系中非常重要的一部分,并在加拿大逐步增长。在加拿大,股东积极主义最活跃的行业包括基本材料、能源、银行和金融机构,以及具有高增长潜力的新兴部门(如区块链)。加拿大的公司也看到,由原内部人士或公司创始人发起的投票代理权争夺有所增加。加拿大相关专家预计,这一趋势将继续下去,加强股东参与至关重要。

在治理准则制订方面,2018 年早些时候,美国投资者管理集团(ISG)的公司治理原则(Corporate Governance Principles of the Investor Stewardship Group)生效,目的是为美国市场制定一致的治理标准。还出版了《公司治理常识原则》2.0 版(Commonsense Principles of Corporate Governance),美国公司将考虑主动披露它们如何遵守这些原则。

(二) 欧盟

欧盟市场总体而言是一个机构投资者占主导的市场,其在董事会多样化方面步

伐迈得较大,此外德国公司准则的修订和执行情况成为市场关注的重点。

机构投资者正在扩大他们在欧洲的深度参与和管理团队的资源。在 2019 年,投资者将重点通过董事会对人才管理、ESG 和企业文化的监督,将治理与长期价值创造联系起来。此外,一些美国的积极股东正将目光投向欧洲,并以欧洲公司为重点筹集资金。机构投资者更愿意支持积极股东,特别是当董事会监督不力导致股价和股东总收益(total shareholder return)表现不佳的话。

由于立法和监管的原因,欧盟区的公司董事会中往往有更多的女性董事。随着欧洲各地已经广泛采用了性别多样性条例,奥地利已经强制规定,上市公司董事会中至少要有 30% 的女性董事。然而,由于董事会任期通常为 5 年,因此,在今后的选举周期之前,可能无法看到更全面的影响。

欧盟地区鼓励更多的投资者使用与气候相关的财务披露(Climate-related Financial Disclosures,TCFD)框架,对 ESG 风险进行一致的衡量、评估和披露。投资者可能会以某种形式将应对气候变化的能力和风险监测纳入他们的投票指引中,董事会需要证明他们正在战略性地思考气候变化所带来的机遇、风险和影响。法国一项新的立法提案可能要求公司考虑各种利益相关者、社会环境以及其行动的非财务化的结果。

在治理准则修订和遵守方面,最近的一项研究发现,除高管薪酬和董事会组成建议外,“德国公司治理准则”的遵守率很高。德国董事会应该期待更多的投资者参与,并在这些问题上施加压力,包括加强披露。2020 年,德国的准则可能引入包括影响董事独立性和高管薪酬的修正案。荷兰新修订的治理准则更密切地关注长期价值创造和文化在治理框架内的重要地位。丹麦的治理准则建议至少每四年批准一次薪酬政策,并禁止退休的首席执行官担任董事长或副主席的职务。

(三) 英国

英国在 2018 年对公司治理准则进行了大范围的修订,为英国实施将继续影响全球市场的治理改革奠定了基础。新的“英国公司治理准则”将从 2019 年 1 月 1 日开始的财务报告周期开始适用,新的准则为董事会有效性提供了补充的指导,再次强调董事会需要侧重于提高其有效性——而不仅仅是它们的遵守情况。与此同时,“遵守或解释”(comply or explain)的自愿原则本身正在经受考验,因为《金曼评论》(Kingman Review)重新考虑了财务报告委员会(Financial Reporting Council)的权力,以及它作为政府指定的监管机构和准则遵守监管者的双重角色。2019 年“英国公司

治理准则”的修改包括围绕董事会的职责提供指导,以考虑主要利益相关方的观点,并将其利益纳入讨论和决策中。公司职工可以通过指定现有的非执行董事(已经加入董事会的)、劳工咨询委员会或职工董事来代表他们的利益。

在董事会领导和组成方面,英国公司治理准则的其他修改包括优先考虑由非执行董事任董事长(非执行主席)的继任计划,并将非执行主席的总任期限制在9年(包括以前担任非执行董事的任何时间)——这一建议可能会影响富时350指数(FTSE 350)的10%以上的公司。如果董事在四家以上的公司兼职,股东可能更会对这些董事的连任投反对票,需要更好地披露董事能力和承诺来稳定投资者的信心。

董事会在监督企业文化方面不断增强的角色将成为投资者在2019年的主要关注点。财务报告委员会建议,可以使用几个因素来衡量文化,如更替率和缺勤率、奖励和晋升决定、健康和安​​全数据以及离职面谈等。“英国公司治理准则”强调,董事会有责任建立一种健康的企业文化,促进长期可持续的业绩。此外,关于审计师改革也非常重要。鉴于公众对最近大量公司丑闻的担忧,外部审计师的作用和审计事务所市场的结构正在接受重新的审视。政府面临着改善审计和增加竞争的压力。审计师的独立性、严谨性和质量可能会受到审查,董事会可能面临更大的压力,要求更经常地更换审计师。

(四)巴西

在竞争激烈的总统选举之后,巴西仍面临着一些政治不确定性,特别是新政府将推行的商业和政治议题。但考虑到政府与企业事务有着千丝万缕的联系,全球投资者可能仍将对在巴西的投资持谨慎态度。

巴西的公司治理监管仍处于初级阶段,继续侧重于改革合规行为和实施治理改革。巴西证券交易委员会(CVM)最近发布了关于公司与董事会成员(和其他公司利益相关者)之间的赔偿协议指南,该指南旨在提醒公司注意潜在的利益冲突,并告诫董事要密切关注这些新政策。作为2016年《公司治理守则》最初强制要求的一项内容,巴西的上市公司需要提交一份“不遵守即解释”的治理报告,并且重点关注披露报告的质量。管理者责任被放在了越来越重要的地位,其中最关注的是董事会的作用。

巴西的监管机构目前正在推动在治理框架内实现更大的独立性,越来越多的独立董事被任命为董事会成员。巴西正致力于实施针对国有企业的政府代表席位提名的改革,允许再次提名政治家进入国有企业董事会。像巴西公司治理研究所(Brazilian Institute of Corporate Governance)这样的组织正坚定地反对这项法律变革,

认为这是最近治理变革中的一项倒退。然而,新市场规则(novo mercado code)和巴西公司治理准则加强了独立性的定义,并利用股东大会来确认这些董事的独立性。

在董事会有效性方面,专家们预计在巴西完善董事会机制和流程的压力将进一步加大,包括制定董事和专门委员会任命及提名政策、例行的董事会评估程序、继任规划和选任/培训方案等。巴西证券交易委员会(CVM)和巴西证券交易所(B3)将会继续推动更高的治理标准和流程,更加注重董事会和董事的评估(无论是内部领导还是外部领导),以确保董事会的有效性和适当的董事会组成。根据“巴西公司治理准则”,公司必须对为何没有董事会评估程序进行“不遵守即解释”的披露。

(五) 印度

出于吸引全球投资、遏制腐败和加强公司治理的愿望,印度继续推动监管改革。2018 年春天,令很多人感到意外的是,印度证券交易委员会(SEBI)采纳了 Kotak 委员会提出的 81 项条款中的许多条款。这些建议的采纳使许多公司考虑并渴望达到这一新标准。Kotak 的实施引发了一波以提高透明度和财务报告为中心的重大治理变革。这些治理改革的采纳时间并不一致,大多数公司力求在 2019 年 4 月至 2020 年 4 月达到合规水平。

在董事会将面临更多关于董事技能和经验的披露规则,这促使许多公司参与董事会构成的评估工作。董事兼职的公司数量也将受到限制;2019 年限制为 8 家;2020 年限制为 7 家。印度最大的 1000 家上市公司将需要确保在 2019 年 4 月前董事会至少有 6 名董事,接下来的 1000 家公司还有一年要遵守这一规定。除这些变化外,还有关于董事薪酬变动的新标准。此外,对市值前 500 强的上市公司还要求首席执行官或董事总经理不得兼任董事长,这将大大改变董事会的领导和控制,在许多公司这种兼职很普遍,新规将提高整体独立性。为了进一步推动董事会和董事的独立性,独立性的定义得到了加强,董事成员的关联将受到更严格的审查。

在 2013 年印度《公司法》颁布 5 年来,印度继续在性别多样性方面取得进展,投资者和政府决策者不断在这方面施加压力。然而,机构投资者和投票代理顾问呼吁取得更大进展,因为在公司中有 1/4 的女性董事席位是由企业的家族成员的担任(因此这些人并不是独立的)。从 2019 年开始,前 500 名市值上市公司的董事会将需要确保至少有一名女性独立董事;到 2020 年,前 1000 名市值的上市公司将需要遵守这一规定。

(六) 日本

日本政府仍然是改善公司治理的主要动力,为了使日本对全球投资者更具吸引

力,政策制定者越来越注重改善董事会的问责机制。尽管出现了更积极主动的投资者参与受托管理的趋势,包括金融服务局(Financial Services Agency)在内的监管机构仍在领导着治理改革,并在2018年生效的新修订的《日本公司治理准则》中增加了几项新的“不遵守即解释”准则。这些指导方针,如最低限度的独立性要求,建立了一个相对客观的首席执行官继任和解雇程序,废除了交叉持股,旨在提高透明度。

董事独立性一直是投资者关注的问题,外部董事仅占董事会席位的31%左右。虽然一些评论家认为《日本公司治理准则》中有关独立性的措辞有所减弱,但投资者不太可能降低他们的期望和标准。修订后的准则现在要求至少1/3的董事会由外部董事组成(高于以前规定的两名董事的席位要求)。这一改变旨在鼓励董事会决策过程中的透明度和问责制。从2020年开始,机构投资者服务公司ISS将对其日本的治理政策采取类似的做法,也将采用1/3的独立董事门槛。

鉴于最近发生的公司丑闻,机构投资者和监管机构将继续密切关注高管薪酬结构。基于业绩的薪酬计划将是2019年公司的一个重点领域。越来越多的公司正在推出基于股权的新型薪酬计划,比如限制性股票,预计2020年也会继续这一趋势。在董事会多样性方面,超过50%的上市公司董事会中仍然没有女性,为了提高董事会的质量和业绩,投资者可能会更有力地参与性别多样性、董事会组成和程序、董事会监督职责和作用、董事会以及董事评价的进程。

此外,日本监管机构还敦促各公司处理交叉持股问题(当一家上市公司在同一市场持有另一家上市公司的股票),并采取限制措施,以明确这种类型的所有权是否恰当。监管机构可能会对此类持股进行更多监管,因为此类持股倾向于使董事会免受外部压力,包括面临敌意收购。