

经济合作与发展组织公司治理委员会的结论

本文件转载了经济合作与发展组织公司治理委员会报告《后疫情时代资本市场与公司治理的未来》的前言部分。该报告对新冠肺炎疫情前的全球资本市场发展提供了一个基于实证的概述，同时记录了此次疫情对资本市场的影响，以及临时推出的公司治理相关措施。尽管这次疫情对资本市场的结构性影响及其与公司治理的相互作用仍有待充分理解，但报告叙述了可用于制定支持经济复苏政策的相关趋势，以及关键的政策信息，以指导即将进行的《二十国集团/经合组织公司治理原则》的修订。

在新冠疫情之后，如何实现企业部门的可持续复苏是政府政策的重中之重。通过研究和创新，以及在全球价值链中断期间提供稳定的商品和服务供应，企业部门在应对疫情方面发挥了核心作用。同时，这场疫情也迫使企业部门适应全球经济调整，并可能引发长期的结构性变化。

一些商业模式将改变或被逐步淘汰，而另一些商业模式则会在科技创新以及其所带动的经济增长下得以涌现。虽然疫情可能会带来相关的经济转型，但也有人担心，在疫情前就资本不足的一些企业将会在疫情后面临更高的债务水平，同时越来越多的生产资源将被束缚在低效的企业，这会影响整体上的投资水平以及经济增长。

目前，这些结构性变化的具体路径难以预测。然而可以肯定的是，复苏之路迫切需要完善的资本市场来为长期投资提供金融支持。同时也需要公司治理框架来为投资者、高管、公司董事和利益相关者提供所需的相关治理工具和激励机制。这些要素确保企业能够适应疫情后的世界。



经合组织公司治理委员会通过借鉴各国的丰富经验，特别是各国如何根据不断变化的经济环境来调整公司治理框架，并根据报告《后疫情时代资本市场与公司治理的未来》对全球发展情况基于实证的概述，强调以下信息：

股票市场将支持经济复苏和增强经济体系的长期韧性

股票市场在为公司提供股权资本方面发挥着关键作用。这些股权资本能增强公司的财务韧性，帮助公司克服暂时的衰退带来的困难，使得公司得以履行对雇员、债权人和供应商的义务。值得指出的是，自 2005 年以来，全球有超过三万家公司从股票市场退市，这一现象在美国和欧洲尤为严重。而在同一时期，并没有相应数量的公司新上市，这导致了上市公司的净流失。这意味着，与 2008 年金融危机相比，当前能够获得公开股权融资来源的公司减少了数千家。尤其是规模较小的公司首次公开发行(IPO)系统性下降，意味着这些成长型公司越来越难直接获得公开股权融资。

- 为发展良好的企业进入股票市场提供便利，应该是一个首要的政策目标。这将有助于加强这些公司的资产负债表和促使新的商业模式的出现，从而带动可持续的复苏，并增强经济体系的韧性以应对未来可能发生的冲击。
- 从包容性的角度来看，一个运作良好的股票市场还应该为普通家庭提供直接或间接的获得资本回报的机会，使他们有更多的选择来管理储蓄和规划退休养老金。
- 在危机时期，人们通常会呼吁为非金融部门制定更严格的公司治理、合规和信息披露标准。当前的危机也不例外。在评估如何适应疫情之后的情况时，政策制定者和监管者应该仔细评估干预措施的长期成本和效益，并避免过度监管，因为这可能会阻碍公司上市或使得现有上市公司退市。
- 我们应采取措施去解决股票市场中阻碍小型成长型公司上市的任何结构性缺陷。政策制定者和监管者应该采取积极的方法来解决上市成本问题。对于那些想要使用其他上市方法（如直接上市和询价圈购）的公司，应去除不必要的障碍，并减少政策和监管的不确定性。
- 目前机构投资者主要投资于大型上市公司。为了使各种规模的企业均衡发展，应该采取措施提高较小规模企业的关注度和吸引力。相关的措施例如为小规模上市公司增加分析师覆盖度，以及创办企业孵化器为成长型公司提供资本市场融资的准备。

使公司治理框架适应新的现实

一个强有力的公司治理框架对于资本市场的良好运作是至关重要的。它能保护公司股东的权利使其更加放心的投资股市，并有助于公司降低其融资成本。这就是为什么在制定《二十国集团/经合组织公司治理原则》时，特别强调了公司治理政策在加强投资者信心、资本融通等更深远的经济目标中可以发挥的重要作用。在应对新冠疫情带来的挑战下，这一原则比以往任何时候都更加重要。

- 这场疫情引起了人们对于上市公司风险信息披露方面的关注，并引发了与其相关的诉讼。尽管大多数与新冠有关的诉讼还没有判决，但疫情进一步突显了风险信息披露的框架（包括健康、供应链、公司声誉和环境风险）有待提高，同时审计质量、股票价格操纵和内幕交易的相关问题有待解决。在某些领域，通过使用新的数字技术，可以加强对风险的监测和披露。
- 在一些市场中，一个重要的发展变化是集团企业的增加。集团的结构越复杂，其管理的问题就越复杂，潜在的滥用行为的范围就越大。因此，应特别注意解决在信息披露框架中与集团企业的资本和控制结构有关的不足之处，其中包括董事的持股、关联交易的批准、信息的充分流动以及整个集团中母公司董事会的责任范围。
- 在过去十年中，一些市场的所有权集中度有所提高，这在很大程度上归因于各种国家控制的投资者增加的国有所有权。在此背景下，政策制定者和监管者应确保在管理上为国有控股上市公司和非国有控股上市公司创造公平的竞争环境。国有控股上市公司的各类股东应得到公平对待，公司应遵守与其他上市公司相同的透明度和披露标准。
- 关于股东大会，各国应借鉴疫情期间的经验，以推进及完善线上股东大会的监管框架。这样的监管框架会提高股东大会的参与度，并有助于股东在大会上向公司高管提出问题。监管机构需要决定在疫情期间采取的措施是否继续沿用。
- 在疫情发生后，人们担心一些公司可能通过调整业绩指标和忽视未完成的目标来重新安排高管薪酬。相关的经验告诉我们，为了确保高管薪酬与公司长期业绩挂钩，我们有必要重新审查有关高管绩效薪酬的决定程序。

完善环境、社会和治理（ESG）风险的管理

疫情使人们越来越关注识别系统性风险和意外冲击的重要性。重要的是，它促使许多投资者在做出投资和表决时考虑环境、社会和治理(ESG)风险。政策制定者和监管机构有责任确保投资者在管理其储蓄和资产时能够获得一致的、可比较和可靠的相关信息。更清晰的 ESG 披露框架还将帮助企业部门认识到和兼顾不同利益相关者（包括投资者、员工、债权人、客户和供应商）的利益及其对企业长期发展的贡献。

- 疫情凸显了 ESG 风险因素方面的新经验。因此，公司应确保他们拥有专门为评估其 ESG 风险因素而量身定制的专业知识、信息渠道、分析工具以及内部控制体系。
- 为响应日益增长的关于披露 ESG 相关风险信息以指导投资者决策和改善资本配置的需求，政策制定者和监管机构应促进全面的 ESG 框架的发展，从而为投资者提供一致的、可比较和可靠的信息。
- 公司董事会应发挥领导作用，确保 ESG 风险的有效监督手段到位，为提高整个公司及其子公司的监控和披露体系的质量和完整性建立明确的责任制度和问责机制。

应对非金融企业部门过度承担风险的问题

在疫情开始时，人们已经普遍担心公司债券的质量恶化，同时其数量还在不断增长。在过去的十年里（2018 年除外），非金融公司每年发行的所有公司债券总额中，有 20%以上是非投资级的。重要的是，在过去三年中，投资级债券中最低级别的 BBB 债券在所有投资级债券发行中的比例达到了 52%，高于 2000-2007 年期间的 39%。

- 公司债券融资使用的激增凸显了公司债券在公司治理中的作用以及债券持有人可能要求的条件，例如股息支付、资本结构和披露等。特别是在一些市场，公司债券最近才成为公司融资的重要来源，监管框架应该要求公司披露他们是否有不履行债券条款的重大风险。
- 在资本重组变得至关重要的时期，公司还应该披露他们目前的融资安排是否包括会限制他们获得额外资金能力的条款，以及这些条款会如何影响重组的结果，甚至导致资金流动性问题，使公司无法维持目前的运营。
- 高风险非投资级公司增加借贷以进行股票回购，引起了人们对公司部门过度承担风险的担忧，因为这样的做法在减少公司股本的同时增加了公司的债务，使得公司的杠杆率进一步加大。在股东批准的条件下，管理层和董事会应当最有能力决定怎样

的资本结构最有利于公司发展。然而，在这样做的时候，他们应该确保有适当的风险评估程序，考虑到未来的不同情况、公司的长期利益及其财务健全性。

完善破产制度框架以支持经济复苏和加强经济系统韧性

债券持有人和债权人是主要的公司利益相关者，他们拥有特定的索赔和参与公司治理的权利。公司可以获得的信贷条款、金额和类型将取决于这些权利的可执行性。在危机时期，当在破产程序和流动性援助方面采取非常措施时，公司董事会应该审慎考虑和公平对待所有债权人。

鉴于疫情的严重经济后果，以及航空运输、酒店、房地产和相关行业破产企业不断增加，破产和重组过程的管理至关重要，这样可以使无生存能力的公司迅速及时地退出市场，使有生存能力的公司成功重组。

- 基于在疫情期间解决资金流动性和破产问题的经验，政策制定者和监管机构应借此机会审查其破产制度框架的整体有效性，以及其市场机制可以在多大程度上保全、重组和重新分配资本。
- 考虑到资本不足、没有生存能力的公司的比例在疫情影响下会增加，应该重新考虑所采用的临时措施，以确保资源不会一直被表现不佳的公司占用。

根据这些结论以及在公司治理和资本市场的长期经验，经合组织公司治理委员会已同意对《二十国集团/经合组织公司治理原则》进行修订，以使其关键要素适应疫情后的经济环境。