



联合国
贸易和发展会议

Distr.
GENERAL

TD/B/COM.2/ISAR/19/Add.1
5 August 2003
CHINESE
Original: ENGLISH

贸易和发展理事会
投资、技术及相关的资金问题委员会
国际会计和报告准则政府间专家工作组
第二十届会议
2003年9月29日至10月1日，日内瓦
临时议程项目3

巴西的公司治理信息披露案例研究

贸发会议秘书处的报告

内容提要

2002年9月25日至27日在日内瓦举行的国际会计和报告准则政府间专家工作组第十九届会议，请求对公司治理透明度和信息披露要求进行实地案例研究。为此，进行了五个国别案例研究，重点是研究执行公司治理信息披露要求中的主要问题。案例研究涉及的国家有巴西、法国、肯尼亚、俄罗斯联邦和美利坚合众国。

本报告介绍巴西公司治理信息披露要求的案例研究，概述了巴西的资本市场情况以及公营部门和私营部门在改进公司治理透明度和信息披露方面的作用。报告还审查了立法情况，如巴西证券市场法、证券监管委员会规则条例和会计准则的颁布，讨论了圣保罗证券交易所的报告要求、全国资本市场投资者协会、巴西公司治理协会和全国投资银行协会在改进透明度和信息披露方面的作用。本案例研究参考了工作组第十九届会议讨论的透明度和信息披露要求。

本研究的主要目的是汲取巴西改进公司透明度和信息披露的经验，向希望加强各自市场透明度和信息披露的成员通报研究结果。

目 录

	<u>页 次</u>
导 言.....	3
一、公共部门.....	5
A. 立法.....	5
B. 证券监管委员会(证监会)的规则和条例.....	6
C. 会计准则.....	7
二、私营部门.....	8
A. 圣保罗证券交易所(圣保罗证交所).....	8
B. 对公司治理感兴趣的投资者、协会和其他团体.....	11
C. 公司和产业集团.....	13
三、执行问题.....	15
注.....	16

导 言

1. 巴西政府和监管人承认，公司治理问题是阻碍巴西资本市场发展的主要因素之一。它们渴望了解资本市场规模和健全程度、资本成本和总体宏观经济增长之间的相互联系。¹ 所以，为改进公司治理发起了许多倡议，有些倡议相当创新。巴西继续进行立法和监管改革，利用自愿市场机制鼓励公司改进治理。这使该国成为一个令人感兴趣的研究案例。

2. 巴西资本市场交易额占拉丁美洲交易总量的 60% 左右。约有 550 家公司在圣保罗证券交易所(圣保罗证交所)挂牌，但仅有 100-150 家公司适于投资。² 虽然几年中这些数字波动很大，³ 但巴西市场融资总额约为 4,000 亿雷亚尔或 1,400 亿美元。⁴ 2002 年，外国投资者在交易所股票交易中占 22.4%(过去超过了 35%)，机构投资者占 29.4%，个人投资者占 22.5%，金融机构占 21.3%。

3. 巴西市场在公司治理上有一些独特的地方。在一些国家，主要是英美市场传统的国家，上市公司的所有权十分分散，实行所有权和控制权分离的治理方法。⁵ 这些国家关于改进治理的讨论必然侧重于如何将业主利益与专业经理人利益相协调。披露被认为是对管理层进行监管的最重要手段之一。

4. 巴西与大多数其他国家一样，所有权十分集中。多数巴西公司由主导集团(往往家族即是业主也是经理人)控制，业主利益与经理人利益是一致的。巴西公司的所有权结构与某些欧洲大陆国家的公司近似，与英美国家不同。虽然披露是行使监管的宝贵手段，但讨论如何改进巴西公司治理时往往主要涉及如何避免控股股东滥用权力，剥夺少数股东利益。

5. 巴西公司所有权的集中是历史和法律传统的产物。所有权集中得到了《公司法》的鼓励，直到近期《公司法》一直允许公司发行最多占公司资本三分之二的非投票股票，即“优先股”。这一规则使业主得以扩展持股基础，保有公司的控制权。最近《公司法》有了一些改动，将一家公司可以发行的非投票优先股比例提高到 50%。⁶ 公开市场中绝大多数股票是非投票的优先股，与具有控制权的投票股相比，往往折扣销售。

6. 比两种股权阶级控制巴西企业更加重要的是使用“金字塔”结构。半数以上企业利用金字塔结构大力实行杠杆控制。有些企业由只拥有 8% 或 10% 资本的业

主全面控制。⁷ 一般而言，金字塔结构掩盖了企业的真实控制结构，常常扭曲控制权与所有权的关系。⁸

7. 巴西法律框架的改革是复杂的，很难实现。曾数次尝试增加巴西企业股票的自由流通量，提高巴西市场的吸引力。最瞩目的是巴西证券监管委员会(证监会) 1990年初试图修订《公司法》，将允许公司发行的非投票优先股比例从三分之二减少到总股本的50%。尽管修正案最终变成了法律，但因公司的强烈反对，原始法案一度被搁置，直到十年后才获得通过。

8. 虽然从倡导积极证券市场者的角度看是可行的，但控股股东反对改革也可以理解，因为他们将无法按自己认为合适的方法管理公司。巴西证监会法案的失败表明巴西法律改革需要多么巨大的努力，也表明证监会与圣保罗证交所采取不同的做法，后者依赖于公司自愿遵守更佳治理做法便可减少资本成本的承诺。以减少资本成本向公司提供的激励是否超出控股股东可获得的私人利益，将是巴西试验的一项关键性结论。

9. 巴西所有权的集中，也是政府私有化战略的结果。巴西的私有化没有如法国、西班牙和联合王国保留折扣股份让公众认购的做法那样预留股份向公众发行。巴西的养恤基金、银行和其他机构投资者竞相购买国有公司的控股份额。结果便产生了按股东协议治理的投资者集团。有些投资控股公司的成立只是为了利用购买时出于善意给予的免税。还有更有害的例子，如利用控股公司减少少数股东的利益。证监会在这些情况下必须进行干预，但结果有好有坏。

10. 巴西治理的另一显著特点是双层董事机构。与大多数国家一样，股东大会是公司的最高决策机构。它负责提名和批准行政委员会，即相当于单一董事会制度下的董事会。行政委员会决定公司的基本方针和政策，制定战略，审查企业规划。经行政委员会三分之二票同意，可以履行执行职能。行政委员会任命 *Diretoria* 或称执行委员会和独立审计员。执行委员会负责日常管理和执行行政委员会作出的业务决定。其成员有权代表公司行使职权。⁹

11. 这一结构由财务委员会补充。¹⁰ 巴西公司的财务委员会起监督职能。它们没有决策权，但可以从法律角度审查管理决定，核实公司管理层遵守公司法规的情况。¹¹ 财政委员会通常有一席分配给优先股东，有一席分配给持有10%以上股份的股东。组成人员不少于3人，不多于5人，由股东大会选出。任期一年，可以

连选连任。成员可以是也可以不是股东，对独立性也没有具有要求。凡大学毕业生，担任过公司经理或至少在一个财务委员会担任成员三年者，均可当选。最近又废除了必须在巴西有合法居住权这一条件。¹²

12. 要求改进披露的主要因素是各种国内和国际力量。与其他国家一样，通过立法或其他方式普遍支持治理改革始于广泛公布公司劣迹之后。在巴西，会计诈骗案引起人们对治理和透明度的更大关注。国会进而提出了一些措施，包括加强披露和强迫公司给予少数股东更多权利的立法。外来影响主要是巴西在国外交易所上市的条件和外国投资基金的要求。本案件研究侧重于过去两年的事态发展。

一、公共部门

A. 立 法

13. 经修正的第 6385 号法律(《证券市场法》)和第 6404 号法律(《公司法》)是建立巴西证券市场和调整其运行的主要法律。证券市场法设立了证券监管委员会(证监会)，证监会与中央银行一起执行国家货币委员会的政策。证监会是负责上市公司会计和报告管理的主要机构。

14. 《公司法》要求呈交经审计的年度财务报表，包括资产负债表、损益表、股权变动表、财务报表说明、管理层评述和分析以及独立审计员报告等。在财政年度头三个季度结束后 45 天内，提交不经审计的季度报表。¹³ 年度和季度报告必须包括有关治理信息，如股东、董事、管理层和子公司的信息。

15. 在国外上市并根据另一国公认原则提交财务报表的公司，必须在巴西公布在外国的财务情况。《公司法》还规定，审计员由行政委员会或董事会负责任命和解职。还如欧洲联盟要求的那样，以联合股份公司组成的私营公司必须向贸易委员会提交报表，并在报纸上公布业绩。

16. 2001 年，参议院批准了《公司法》修正案。修正案改革了巴西的公司治理做法，使治理更加透明、民主和有利于少数股东。“同比率转让权”现在要求按控制股份价格的 80% 回购投票股，只有 50% 的股份可以是“优先”(非投票)股。关于披露，财务委员会成员现在必须向年度股东大会提出意见，披露异义票。大多数观察家认为，这些改革是向正确方向迈出的必要步骤，但不足以使巴西的治理达到

所要求的水平。与较详细立法和条例经常遇到的问题一样，公司容易遵守法律条文，但符合它的精神则很困难。¹⁴

B. 证券监管委员会(证监会)的规则和条例

17. 2002年6月，证监会颁布了《公司治理建议》，并称这些建议是比法律规定和自身条例“更好”的公司治理办法。另一方面，证监会也承认，它的建议不是“最佳做法”，只是鼓励公司自愿实行更高的标准。证监会实行要求“遵守或解释”其建议的政策。建议主要涉及企业所有权透明度和控制结构透明问题，以及其他必要的披露项目。守则中与披露有关的问题摘要叙述如下。¹⁵

- 年度股东大会的组织不应该阻碍股东的参与，建议要求制定详细的议程和及时发出通知。
- 公司应该披露公司签署的所有股东协议。
- 公司应该披露股东名单。持有至少0.5%已发行股票的股东有权拥有与其他股东进行联系的信息。
- 董事会至少要有两名成员必须具有金融领域的经验和会计方面的基础知识。
- 董事会必须设立专门委员会，特别是审计委员会，审查与审计员的关系、业务结果和相关方交易。审计委员会成员应该具有金融领域的经验，负责监督与审计员的关系。审计委员会必须确保审计员提供的其他服务不构成利益冲突。还必须为非审计服务制定最高收费标准。
- 相关方之间的交易应该在财务报表中披露为“正常”或普通关系交易。
- 公司必须提供管理层的评述和分析，指出影响财务业绩的因素和主要风险。
- 建议设法使财务委员会的职能专业化。只要信息披露不违反保密要求，财务委员会应该获得与其审议的事项有关的信息。
- 公司应该提交根据巴西会计标准编制的并符合《国际财务报告准则》(《报告准则》¹⁶ 或美国的《公认会计原则》(《会计原则》)的经审计的财务报告。
- 董事会全体会议和财务委员会必须审查审计员的建议。

18. 以下规则要求强制披露：证监会第 202 指令，规定开业时注册和以后定期报告；第 31 号指令，要求披露实质性信息；第 69 号和第 299 号指令(分别经第 358 号和第 361 号指令修订)，规定披露购买大宗股份情况。这些指令要求按《公司法》规定填报经审计的年度财务报表和未经审计的季度报表。近期又规定对违反披露要求者进行较严厉处罚，以鼓励遵守常常遭到违反的规则。还必须向证监会和所上市的证券交易所呈交报表，一般可以在网上进行。

19. 关于报表的认证，证监会要求由证监会注册的独立审计员对年底财务报表进行认证。审计员注册程序是：(a) 接受考试，以验证他们的技术资格；(b) 表明具有确保遵守审计规范的内部监管措施；(c) 定期进行同行审查；(d) 建立持续的专业教育方案。

20. 1999 年 5 月，证监会在第 358 号指令中提出了新的注册要求，这项指令是根据国际证券监管委员会组织的¹⁷《国际审计标准》决议颁布的。新规则(a) 禁止独立审计员从其用户或相关实体中购买证券；(b) 强制实行审计企业轮换制度；(c) 禁止审计实体中未独立的会计公司执业。

21. 清单中包括审计员为保持独立性可不向用户提供的服务，如：(a) 公司结构调整；(b) 企业估价；(c) 资产估价；(d) 协助估价备付金；(e) 纳税规划；(f) 内部监管制度；(g) 可威胁审计员独立性的任何其他服务。第 358 号指令禁止的某些服务预计若干年后将成为美国在安然公司倒闭后通过的类似立法。第 381 号指令则要求披露所允许的服务收费。

C. 会计准则

22. 巴西使用两套公认的会计原则：(a) 《公司法》原则；(b) 联邦会计委员会确定的会计方法——所谓的完全指数化，即在做出通货膨胀的调整后重报财务情况。《公司法》确定的原则是法律，所有巴西公司在纳税和财务报表中都必须执行。联邦会计委员会要求的报表不是必须的，有时是在法定报表以外提出的。

23. 此外，私营部门的专业组织——巴西会计协会¹⁸也颁布标准，用以补充上述两类原则。这些标准得到了证监会的批准，由上市公司采用。证监会还可以发出进一步的指令。当在国内来源找不到对待某一特别问题的会计规则时，巴西公司可以向《报告准则》或美国的《会计原则》寻求指导。

24. 巴西会计标准与《报告准则》很不一样。2001年五家大型会计事务所所作题为“美国的《会计原则》2001年：关于以国际会计准则为基准审查国内会计规则”的调查概括叙述了最主要的差别。调查对国内标准与《报告准则》进行了比较，将差别组合成四大类：(a) 缺少与《报告准则》可比较的规则；(b) 缺少有关披露的具体规则；(c) 规则之间的不统一可能导致与《报告准则》的差别；(d) 其他问题导致与《报告准则》的不同。有些第一类差别(可能造成财务报表的重大差别)涉及有关确认和计量、特殊目的实体的合并、雇员津贴义务、无形资产、资产减值和租赁等规则。¹⁹ 巴西是接受“美国的《会计原则》2002年：标准的统一”调查的59个国家之一。²⁰

25. 人们广泛承认，与《报告准则》趋同可以大大提高财务报告的质量。本着这一目标，证监会委托了一个小组就如何使巴西会计做法与《报告准则》相统一提出建议。讨论之中的提案要求对《公司法》做出修改，包括以现金流量表代替财务状况变动表，收入报表实行新的格式，增加分部信息的披露，还有特别项目，以及非持续业务等。报表需要酌情合并，并经过审计。

26. 虽然改革是必要的，但有些观察员质疑是否应该将会计原则变为法律。有些国家确实常常将详细的会计和审计指令列入法律。然而，立法往往是一种难以操作的工具，不适于经常修改和改进，而会计和审计标准又要求这样做。人们经常建议法律只提出最基本的要求，再委托专门机构制定技术细则。²¹ 有些观察者引述标准有可能弱化的说法，建议地方标准制定者不加修改地直接适用《报告准则》。

二、私营部门

A. 圣保罗证券交易所(圣保罗证交所)

27. 圣保罗证交所成立于1890年8月23日。巴西原有9家股票交易所。1960年代中叶，圣保罗证交所和其他巴西交易所成为官方实体，隶属政府财政部门。这些交易所于2000年合并成为圣保罗证交所。现在圣保罗证交所是一个在证监会监督下的自律机构。它曾因创新地使用市场力量鼓励自愿改进信息披露和公司治理而吸引了国际公司治理界的注意。

28. 巴西新做法的主要特点是创立了三个新的上市板块：新市场板块和两个“不同公司治理级别”板块(称为 1 级和 2 级板块)。新市场板块是为新上市公司设立的全新市场，对新上市公司的要求严于对已正常交易的公司的要求。不同公司治理级别板块适用于已上市的公司。上市公司现在可以根据其遵守较高治理标准的情况而获得较高的评级。

29. 圣保罗证交所 1 级板块公司的附加承诺主要是增加透明度和披露范围。2 级板块公司则需要更进一步，使用国际公认的会计标准和采用较好的治理规则平衡控制权与少数股东利益。新市场上市规则实质上与圣保罗证交所 2 级板块类似。此外，新市场板块公司承诺只发行拥有一票的投票股。

30. 在这些特殊的板块上市可产生一些重要的影响。董事会和经理必须签署一份合同，同意承担一套新义务。所有这些板块都至少维持 25% 的自由流通股票，保证所有有兴趣的投资者可以买到股票，或向个人或机构投资者拨出 10% 的总发售量。一个公司的说明书中必须介绍“分散程序”。如果一家公司不希望继续按 2 级或新市场板块规则上市，它必须征得股东的同意，按公司公平市场价值公开出售公司已发行的股票。²² 2 级板块公司必须按圣保罗证交所成立的新仲裁小组的判决来解决股东的争端。如违反规则，将予处罚。

31. 圣保罗证交所自发起新级别板块以来一直致力于鼓励公司自愿地向新的板块移动。据认为移动和提高透明度有许多好处，可以降低资本成本和增加企业知名度。给股票市场带来的好处是增加了股票流通量和在国际上获认可为“重要交易所”。

32. 此外，创立新板块后不久，圣保罗证交所出台了新的股票指数，由新市场和 1 级、2 级板块的上市公司组成。“公司治理指数”是巴西五大指数中 2002 年年底唯一获得上升的指数。

33. 以下摘要叙述对两个公司治理级别板块的新报告要求。²³

34. 对 1 级板块公司的报告要求：

- 季度和年度综合财务报表，包括综合或非综合性现金流量表；
- 披露在公司有直接或间接利益并持有投票资本超过 5% 的受益股东；
- 披露控股股东、董事会成员、财务委员会成员和行政主管持有的股票数量和种类。这一信息可以在总表中披露；

- 按月或按个人报告上述任何群体过去 12 个月的购买、出售和所持证券的变动；
- 报告自由流通量；
- 季度财务报表的独立审计员公布的特别“审查报告”；
- 每年至少一次有机会与分析人士和其他有关当事方会谈，讨论公司财务状况和前景；
- 公司必须公布年度日程，列出所有重要日期，如会议、季度数据的公布和其他有关事件；
- 必须披露有关当事方超过一定限度的交易额，包括以足够数据评价交易是否按“正常”市场条件进行；
- 必须披露股东协议；
- 必须披露雇员和行政主管的股票期权计划；
- 必须每月报告内部人交易股票和衍生物的情况；
- 说明书必须披露风险因素、公司业务情况和管理层的评述及分析。

35. 对 2 级板块公司的要求：

- 遵守 1 级板块公司要求的情况；
- 根据美国的《会计原则》或《国际财务报告准则》编制年度财务报表。报表必须用英文提交；
- 加强公司治理规则，包括减少董事侵害、某些股东对关键问题的投票权、企业出售时加强控股权(“同比率转让权”)等特点。

36. 圣保罗证交所所做的初步研究结果表明，向证交所高一级板块移动的公司都有股票增值、交易量扩大和流动资金增加的经历，证明了实际上改进了公司治理的理论。²⁴ 在较实际方面，圣保罗证交所受到来自公司要求“灵活”对待的强大压力，但它还是维持了两个级别和新市场板块的承诺不变。当巴西国家航空公司因违反上市规则而失去 1 级板块地位时，圣保罗证交所赢得了严格执行的声誉。

37. 巴西公司治理协会过去对已确定的公司治理水平不大乐观。对 15 家 1 级板块公司的调查发现，虽然有所提高，但只有少数公司完全遵守巴西公司治理协会的规则。今天，建立新市场板块两年后，各公司已适应新要求，修正和提高要求的时机已经成熟。²⁵

B. 对公司治理感兴趣的投资者、协会和其他团体

38. 阻碍投资者行使更大监管权的关键因素是优先投票股的普遍实行。因为没有投票权，巴西投资者影响公司的能力有限。机构投资者历来不关心，外国投资者也不愿意采取积极立场。随着法律条例的修改，为投资者提供了更好机会维护自己的权利，各方的态度开始变化。主张更好的公司治理的其他群体在传媒频繁曝光，发挥了更加有力的作用。

(a) 全国资本市场投资者协会(投资者协会)

39. 全国资本市场投资者协会在很大程度上推进了少数股东的利益。它成立于1999年，目的是维护少数股东的利益，²⁶ 设法向塑造巴西资本市场的所有关键机构包括立法、执法和司法机构以及证监会和单个证券交易所施加影响。目前，投资者协会没有提出任何专门的披露声明；它似乎倡导与有力的公众意识运动相联系的法律活动方法。

(b) 巴西公司治理协会(治理协会)

40. 推动公司治理的其他私营部门团体的力量和知名度不断增加。最闻名的是巴西公司治理协会。它成立于1995年，原名为巴西董事协会，更名为治理协会后扩大了职责范围，将治理包括进去。它于1999年编制了第一本董事会做法手册，最近进行了修订和扩充。2001年4月，新的《公司治理最佳做法守则》完成。《守则》是政府与和私营部门广泛协商的结果，从其他著名国际守则中汲取了若干启示。关于公司治理披露的关键内容摘录如下。²⁷

41. 关于披露：

- 公司首席执行官负责向股东披露有关信息，无论该信息是否属于法律所要求的；
- 年度报告应该超出法定要求。财务报表应该按照《报告准则》和美国的《会计原则》编制。两个报告期之间的重大变化应该立即向公众披露。公司报表应该公正；
- 公司应该在年度报告中披露治理政策；

- 应该逐一披露所有行政主管和董事的薪酬；
- 关于有选择的披露，应该同时向所有市场参与者披露重大信息。

42. 关于审计：

- 审计员应该对财务报表提出意见。应该根据有关专业标准进行审计。审计员应该对内部监管和程序进行评估；
- 应该由董事会和审计委员会共同商定审计工作计划和审计费用；
- 当审计员向公司提供咨询服务时，董事会必须确保审计员的独立性；
- 审计员的客户是业主，董事会和审计委员会；
- 审计员必须与财务委员会全力合作，协助其履行职责。审计员不得在财务委员会任职；
- 审计员必须向董事会提交年度书面报告确认其独立性。

(c) 全国投资银行协会(投资银行协会)

43. 投资银行等中间人积极地寻求促进最佳的披露标准。全国投资银行协会(投资银行协会)于2002年1月公布了《巴西证券公开配售交易自律守则》。这套自律守则对投资银行规定了一套发行证券的标准，并建议在公开销售中提高透明度。它从美国证券和交易委员会的披露标准中汲取若干启示。投资银行协会的所有60名成员在交易时必须遵守这一守则。

44. 投资银行协会守则要求披露以下信息：²⁸

- 有关风险因素；
- 产业概述；
- 商业概述；
- 管理层对财务报表的评述和分析；
- 在巴西或国外发行的证券；
- 待决的法律和行政诉讼；
- 有关当事方的交易；
- 协调股票发行的投资银行与发行人之间的关系。

45. 投资银行协会成员有权表明它们的说明书是根据协会规则编制的。在确保行业内专业精神情况下，投资银行协会成员可以使自己与竞争有所区别，履行重要的公共利益责任。

C. 公司和产业集团

46. 巴西公司治理信息披露的最佳做法可以从“巴西公司治理指数”所列部分公司中看到。指数由圣保罗证交所新市场板块和较高一级板块的公司组成。在本报告撰写期间，新市场板块有 2 家公司，2 级板块有 3 家公司，1 级板块有 27 家公司和另外 2 家预计进入的公司。

47. 在获得圣保罗证交所 1 级和 2 级认证的 30 家公司中，董事会中有一名独立董事公司的不足三分之一。²⁹ 虽然治理的实质和报告可以改进，但各公司主要关心自己的资本需求和投资者的要求。少数巴西公司成功地引入更大的独立性。³⁰ 在新市场板块上市的第一家公司——*Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR)*——最近任命 Ana Novaes 为董事会的完全独立董事。公司的战略是寻找一名具有金融市场经验的董事，他可以协助公司，维护其业务，而不是维护一个或另一个股东集团的利益。按国家惯例所作的改革实际上是可行的。

48. 在新市场板块上市的另一家公司是 *Sabesp*³¹ (圣保罗州卫生设施公司)。这是一家混合经济、开放资本的公司，圣保罗州政府是其主要股东。政府大约拥有 30% 的股份，其余 30% 自由流通。公司根据特许权经营市政卫生设施服务。与 CCR 一样，它感到有义务透明，因为它提供的是公共产品。CCR 和 *Sabesp* 两家公司在披露方面都好于自己的同行。它们辟有葡萄牙文和英文的网址，明确地展示财务报表和证监会要求的其他填报项目。还可从网址中查阅季度报表和分析人士会议笔录。*Sabesp* 获得了许多管理奖项，包括业务可持续发展奖。

49. *Aracruz* 是另一家被经常引述的良好治理范例。它向市场披露的信息在质量、速度和透明度上获得广泛好评。最近的两个奖项是：全国金融、行政和会计主管协会颁发的“第五次透明度杯奖”，将 *Aracruz* 列为制造业提交最佳财务报表的五家公司之一；第二，巴西公共公司协会³² 的“年度报告奖”，认为 *Aracruz* 的年度报告是巴西最佳三份财务报告之一。该协会挑选 *Aracruz* 是因为它在管理层评

述和分析所作经济财务因素分析、有关风险的信息以及公司治理结构和做法方面有着良好透明度。

50. *Marcopolo* 是一家汽车零件制造公司，它在公司治理上的重大改进也值得一提。在与投资者讨论后，公司决定修改管理细则，以便更好地应对投资者的关切，寻求在圣保罗证交所 2 级板块上市。它的密切注意少数投资者利益的新政策，使其得以于 2002 年底在巴西市场相当疲软时成功地筹集到额外资金。它还赢得了许多市场参与者的赞许。³³

51. 最佳披露做法在持有二级和三极“美国存托凭证”、根据美国标准披露治理信息的公司中也可见到。³⁴ 2001 年 9 月，巴西公司分别有 10、25 和 44 份三级、二级和一级“美国存托凭证”。其中一家是巴西最大的石油、天然气和能源公司 *Petrobras*。*Petrobras* 改革了筹资和治理战略，以便与同行相比提高财务业绩。

52. 它的新战略是协调控股股东和少数股东的利益，重点是盈利和环境责任。它的主要措施是实现股东基础多样化和加强公司治理、新的附则、道德守则和旨在保护少数股东的规则。透明度是一个特别重点。*Petrobras* 现在开辟了一个英文、葡萄牙文和西班牙文网址，其中包括向美国证券交易委员会的申报档案以及分析报告和评级等其他信息。它在网上进行在线广播、会议呼叫和频繁的分析人士会议，致力于在圣保罗证交所 2 级板块交易。*Petrobras* 已在马德里上市，认为与在纽约上市一样，是实现其成为世界级能源公司的重要步骤。

53. 巴西密切关注安然危机、2002 年通过 Sarbanes-Oxley 法和后来美国公司治理的变化，这些事件在美国上市的巴西公司之间引起了激烈讨论。引入独立的审计委员会——现在在美国是强制性的——成为一个关注的主要问题。有些巴西公司如 *Pão de Açúcar* 已经引入独立的审计委员会，其他巴西公司如 *Petrobras* 和 *Aracruz* 希望将现有获得美国承认的财务委员会变成审计委员会。

54. 主要问题之一是巴西公司可以允许财务委员会有多大的独立性。美国的要求规定，审计委员会必须全部由独立董事组成，这一要求财务委员会难以满足，因为控股股东通常提名一些席位。此外，招聘和解聘独立审计员由行政委员会而不是由财务委员会负责。美国审计委员会责任和权力的扩展，必然与《公司法》对财务委员会的要求相冲突。为使现有的财务委员会适应新的要求，巴西可能需要修改它们的责任，列入独立审计员监督和审计员与委员会通信的内容。

55. *Pão de Açúcar* 认为审计委员会和财务委员会的职能是不同的，所以各具有一。按照 Sarbanes-Oxley 法和美国上市的要求，审计委员会由三名独立董事和一名财务专家组成，但与巴西《公司法》仍有冲突，因为法律要求董事会而不是审计委员会批准独立董事的任命。

56. 巴西的大公司历来是资源密集型的，对环境有着重要影响。它们也表现出更强的社会和环境意识，反映在自愿披露社会责任上。许多公司现在都披露可持续性和环境影响的信息，如上述 *Sabesp* 和 *CCR*。另一实例是圣保罗证交所 1 级板块中的 *Ripasa Celulose e Papel* 公司。它披露了遵守 ISO 环境规范的情况和“企业公民计划”的部分内容。*Petrobras* 网址的一大部分专门用于讨论社会责任和其业务对环境的影响。虽然这些披露很少载有数字信息，而且与其他财务披露不一样，公司或一定时期之间不可比，但披露是重要的进步。

三、执行问题

57. 鼓励公司治理更加透明的最重要市场驱动因素，是寻求通过“美国存托凭证”进入美国资本市场的巴西公司日益增多。国外上市提高了国内报告的质量，但总体结果是巴西的交易量流向了美国和欧洲市场。今后，夺回失去的部分交易量意味着需要吸引喜欢较为安全的美国或欧洲交易所的投资者回归巴西。

58. 提高透明度的另一因素是向国际投资者开放金融市场。外国证券投资者对公司的信息和披露提出了更高的要求，一些巴西公司的披露政策也在适应它们的需要。绝大多数交易股票没有投票权，仍是严重阻碍巴西市场增长和投资者维护自身权益的因素。

59. 强制实施披露条例是一个具有根本重要性的问题。证监会定期公布违反该机构要求者的名单。2002 年 12 月，有 91 家公司上了名单，违反行为跨越数年。虽然违反披露要求可以造成罚款和摘牌，³⁵ 但公司还是经常无视证监会的规则。股东权益遭受侵犯时不能诉诸法律，也影响了投资者的积极性。冲突可能经过多年才能解决，判决又会遇到多重上诉。证监会承认它没有权力或资源强制执行它的判决。

60. 自愿改进公司治理办法的效果尚未得到证明。虽然降低公司资本成本似乎是一个很有吸引力的选择，但迄今巴西控制企业产生的私人利益超出了减少资本成

本等改进公司治理的好处。为控制巴西企业支付巨大的代价和公司部门改革遇到很大的阻力也似乎证明了这一结论。

61. 未来要解决的一些关键问题是老的和熟悉的问题：进一步改进《公司法》，以加强和保护投资者权利；在会计披露足够性上加以改进；加强执行机制，以确保遵守；为监管机构调拨更多的资源。可能需要改革某些监管机构，创立一些新的监管机构，如审计行业的独立监管机构。这些方面的变化可能产生更好的会计和审计标准及做法，最终提高透明度。结构改变还可能给予机构投资者更多的激励和行动权力，使它们摆脱过去的被动局面。

注

¹ 资本市场增长在现有政府改革重点中如何定位还有待观察。

² Mauro Rodrigues da Cunha, Bradesco-Templeton.。

³ 例如，圣保罗证交所上市的股票资本总额 1997 年 7 月为马德里证券交易市场的 55%，2001 年为 6.3%。与其他国际证交所比率的变化更加显著。资料来源：圣保罗证交所。

⁴ 圣保罗证交所“巴西经济和资本市场综述，2003 年 3 月”提供的 2002 年数字为近似数字，采用了 2003 年 5 月 9 日雷亚尔与美元的汇率。

⁵ 在不同证券市场中，分散所有权往往是例外，而不是常例。

⁶ 直到最近，巴西法律规定的投票股一直占已发行股票的三分之一(33.33%)。持有一半投票股或不足 17%的总发行股票者便可实行绝对控制权。《公司法》近期的修改将这一数字提高到 50%，现在持有 25%的总发行股票者可行使控制权。

⁷ Flavio Marcilio Rabelo and Luciano Coutinho, “Corporate Governance in Brazil”, April 2001.

⁸ 《国际会计和报告准则》关于披露要求的最佳做法清单没有就不成比例的控制结构发表看法。但这些要求确实支持对控制结构全面披露，以使投资者能够更好地评估潜在风险。

⁹ *Directoria* 在葡萄牙文中称为 *directors* (法文称 *directeur*, 西班牙文称 *director*)，但英文中更多地称 *executives or officers*。将葡萄牙文的 *director* 译成英文的 *director* 常常与董事会成员一词混淆。

¹⁰ *Conselhos Fiscais*(财务委员会)有时被译为审计委员会。这种译法容易造成误解，因为它们有不同的历史渊源，履行不同的职能。

¹¹ 意大利和俄罗斯联邦也存在类似结构。

¹² Heloisa Bedicks, Executive Director, IBGC。

¹³ 上市公司的季报也须经过审计检查，但不是完全审计。

¹⁴ Mauro Rodrigues da Cunha, “The Corporate Law: The Beginning of the End,” *Jornal Valor*, 24 September 2001.

¹⁵ 建议的英文和葡萄牙文全文，见证监会网址 www.cvm.gov.br。

¹⁶ 国际会计准则委员会订立的《国际财务报告准则》。关于该组织的详情，见 www.iasc.org.uk。

¹⁷ 国际证券监管委员会组织，网址是 <http://www.iosco.org/>。

¹⁸ 国际会计协会详情，见 <http://www.ibracon.com.br/>。

¹⁹ “美国的《会计原则》2001年：关于以国际会计准则为基准审查国内会计准则”：http://www.ifad.net/content/ie/ie_f_gaap_frameset.htm。

²⁰ “美国的《会计原则》2002年：标准的统一”，http://www.ifad.net/content/ie/ie_f_gaap_frameset.htm。

²¹ 委托是常事，虽然实际执行很难。政府出于各种原因对委托十分慎重。会计标准的变化对纳税基础有着直接影响。人们对强制执行私营部门的标准和私营专业机构内的可能利益冲突常表担心。

²² 实际要求规定，必须按“经济价值”收购，并建立确定该价值的方法。“经济价值”与市场价值似乎是等同的。

²³ 关于圣保罗证交所上市规则的英文本，详见 www.bovespa.com.br/indexi.htm。

²⁴ Antonio Gledson de Carvalho 所作“向圣保罗证交所特别公司治理级别板块移动的效果”报告全文，2003年1月，见 <http://www.bovespa.com.br/indexi.htm>。

²⁵ Heloisa Bedicks, 巴西公司治理协会会长，详见以下巴西公司治理协会守则。

²⁶ 全国资本市场投资者协会网址：<http://www.animec.com.br/>。

²⁷ 巴西公司治理协会守则全文，见该协会网址：<http://www.ibgc.org.br/home.asp>。关于披露和审计的章节见该文件附件。

²⁸ 守则第9节(关于披露的主要部分)见于该文件附件。英文或葡萄牙文的守则全文，见：<http://www.anbid.com.br/>。

²⁹ 资料来源：巴西公司治理协会。

³⁰ 现有治理结构的一些支持者质疑巴西情况下独立的必要性。他们指出，业主与经理之间的密切联系事实上可被认为是理想的做法，因为所有权与控制权没有分离。然而，这一论点没有考虑控股集团经常滥用少数股东，而经常滥用少数股东可能影响总体市场的信誉等问题。最后，业主和经理在巴西事实上不是等同的，因为金字塔结构给予通常仅持有少数资本的群体以控制权。

³¹ 网址：www.sabesp.com.br。

³² 巴西上市公司协会。

³³ Mauro Rodrigues da Cunha, Bradesco-Templeton.

³⁴ 巴西有很大部分的国内公司股票在国外交易,例如在美国的交易量占 37%,资料来源:圣保罗证交所。

³⁵ 摘牌是不常见的,尽管巴西国家航空公司 VARIG 最近失去了圣保罗证交所 1 级板块的认证。

-- -- -- -- --