

## 公司治理：俄罗斯上市公司合规考察

张聪明

**【内容提要】** 公司治理结构是现代市场经济制度的微观基础。俄罗斯实施经济转轨20多年,在市场经济的微观基础塑造方面取得了很大的成就,经过私有化和公司化,组建了一大批产权明晰、权责相对明确、政企相对分开、管理相对科学的公司制企业,其中最具代表性的就是上市公司。这些公司在公司治理结构的制度安排下实现其日常运作。在俄罗斯,公司治理结构制度规范的最新成果就是2014年由俄罗斯中央银行发布的《公司治理准则》。本文就是对俄罗斯经济中最具有代表性的企业组织——上市公司遵守《公司治理准则》(即合规)状况的考察。

**【关键词】** 俄罗斯 公司治理 上市公司 合规

**【作者简介】** 张聪明,中国社会科学院俄罗斯东欧中亚研究所研究员、博士。

俄罗斯的经济转轨已经持续了26年。俄罗斯从计划经济体制向市场经济体制的过渡是艰难的,也是有成效的。单就微观层面的企业制度变革看,适应市场经济要求的现代企业制度建设取得了不小的成绩,这些变化集中体现在公司治理结构的再造及其成果上。

作为一种基本的企业制度,公司治理规制了公司的决策机构(董事会)、执行机构(经理委员会)、股东和其他利益相关者之间的关系;作为一种治理工具,它被用来确定公司的目标和作为实现目标的手段,并使其股东和其他利益相关者能够有效地监督公司的业务活动。公司治理的制度价值在于它能最大限度地保证股东投资的资金能够得到安全、有效的使用,提高公司对投资者的吸引力。公司治理的制度效益在于直接影响股份公司的经济绩效、投资者对公司股票的估值以及公司发展所需的融资能力。

关于俄罗斯公司治理结构的介绍和讨论,在国内学界曾经有过一波热

潮,但后来就沉寂了。本文试图重拾旧议,对俄罗斯公司治理的最新进展作一个简略的考察。主要以俄罗斯上市公司遵守《公司治理准则》为视角进行探讨。

本文所说的合规,就是以俄罗斯上市公司为代表的大公司对俄罗斯《公司治理准则》的遵守<sup>①</sup>。

## 一 俄罗斯《公司治理准则》出台的背景

《俄罗斯民法典》(RCC)是俄罗斯公司治理体系的基础性法律,它规定了公司组织的形式(包括有限责任公司和股份公司)、公司机构的结构和权利、利益相关方所代表的法定职责和公司管理层及控制人员的民事责任以及衍生诉讼的程序等。《有限责任公司法》和《股份公司法》分别扩展并补充了《俄罗斯民法典》的条款。这给俄罗斯的公司治理提供了最必要的制度环境。

另外,俄罗斯具有制度安排性质的公司治理法律之一是《证券市场法》。该法为所有证券市场参与者在证券发行、金融产品交易以及信息披露等方面制定了运作规则。同时,俄罗斯监管和执法机构的监管和解释行为(如证券发行标准和信息披露规则)也扩大和补充了《证券市场法》的规定<sup>②</sup>。俄罗斯上市公司最佳实践条款被安排在《公司治理准则》和特许证券交易所的上市规则中。

20世纪90年代初,在俄罗斯向市场经济转轨和实行私有化之初,公司治理标准几乎不存在,直到2002年才公布实施了《公司行为准则》<sup>③</sup>。但是,由

---

① 合规是由英文 compliance 一词翻译而来,它最早被翻译为法规的遵守,即合乎法律规定。从广义上讲合规有三层含义,一是合乎法律法规,二是合乎公司章程规定、制度规范,三是合乎(商业)行业的职业操守和道德规范;从狭义上讲仅指反腐败、反商业贿赂。[http://www.360doc.com/content/18/0224/16/38576384\\_732122674.shtml](http://www.360doc.com/content/18/0224/16/38576384_732122674.shtml)

② 活跃在俄罗斯经济某些被高度规制部门(如银行、保险公司、非国有养老基金和专业证券市场参与者)的公共和非公营企业还受到特定行业立法的约束。这些行业立法具体规定了对管理资格和声誉的要求、流动性和金融稳定的标准、风险管理和合规程序,在某些情况下还规定了与受监管公司治理机构的结构有关的具体要求。针对特定行业的立法主要由俄罗斯监管机构执行,其中俄罗斯中央银行是主要的监管机构,它负责公司上市制度,并对俄罗斯金融服务业负有审慎监管的责任。

③ 俄罗斯联邦证券市场委员会(FCSM)2002年4月4日发布实施《公司行为准则》(第421/r号令)。

于俄2002年的《公司行为准则》意图弥补当时存在的许多问题,尽管有大量的公司治理问题在立法和法规层面得到了某种程度的解决,但《公司行为准则》文本本身显得相当复杂甚至过载。因此,随着时间的推移和社会经济实践的发展,制定和实施新的《公司治理准则》就成为一个迫切需要解决的问题。

2010年,俄罗斯政府决定将莫斯科打造成国际金融中心,并以此吸引外来投资,政府为此采取的旨在改善资本市场基础设施和金融服务监管框架质量的做法成效显著。自2013年开始,由中央银行集中实施对金融服务行业的监管,其将金融服务市场上不稳定和不遵守规定的参与者排除在金融服务市场之外的努力也取得了显著的效果。

作为民法改革的一部分,2014年俄罗斯立法机构对民法典进行了修订,其中明确区分了上市公司和非上市公司(非上市公司在治理安排上具有更大的灵活性),认定:一个公司如已将其股份或可转换为股份的融资工具的说明书予以注册,并已与持牌证券交易所订立上市协议,则该公司即为公开上市公司。

就进一步的公司治理改革来看,俄罗斯政府将重点放在公司治理制度中最常见的两个方面:第一,大股东与小股东的利益冲突;第二,股东与公司管理层的利益冲突。这是因为,在俄罗斯经济中,无论是上市公司还是非上市公司,所有权和控制权都高度集中,政府的影响力非常大(政府在银行、能源、运输、机械、电信及其他各种行业的关键参与者中拥有控股权)。政策制定者通常认为,公司的大股东致力于公司长期经营,对公司发展具有战略意义,而金融投资者则对获得短期投资回报具有更大的兴趣,尽管他们也认识到吸引金融投资者进入俄罗斯企业的重要性。因此,俄罗斯的政策制定者在小股东保护问题上的主要关切是,要避免小股东权利的过度扩张,从而防止短期投机投资者(或其中被提名进入监事会的人)的股东激进主义情绪大幅上升,避免损害公司的长期稳定和发展。

为了在各种利益冲突之间保持平衡,俄罗斯政府保留了极低的股东提起派生诉讼<sup>①</sup>的门槛(涉及管理责任或质疑某些管理层越权交易的派生诉讼要

---

<sup>①</sup> 股东派生诉讼是指当公司的合法权益受到他人侵害,特别是受到有控制权的股东、母公司、董事和管理人员等的侵害而公司怠于行使诉讼权时,符合法定条件的股东以自己名义为公司的利益对侵害人提起诉讼,追究其法律责任的诉讼制度。股东派生诉讼制度对于维护股东的合法权益有重要的意义。《派生诉讼与直接诉讼的区别?》, <http://www.lawtime.cn/info/gongsi/gddbss/20110715114141.html>

求的股份比例为1%)。同时,为了预防对派生诉讼权利的滥用,《股份公司法》引入了一种更为复杂的诉讼程序<sup>①</sup>。另一方面,俄罗斯公司法还补充了有关公司控制人责任的条款,以便强化控制人的责任、保护小股东不受控制人的恶意行为之害。

从公司层面来说,21世纪初,俄罗斯经济曾有一个迅速攀升的时期,期间,俄罗斯公司的财务状况和业务状况都有明显的改善。与此相联系,公司股票的价格也有大幅提升,投资者对俄罗斯公司的兴趣大增,这就给俄公司治理实践提供了一个改善的现实基础。但那时关于股份公司的立法还比较薄弱。实践中,在筹备和举行股东大会的过程中,小股东和投资人权益经常遭到损害,增发股份的决定常常会稀释现有股东的权益,大股东交易中的舞弊和关联交易打击了国内外投资者购买俄罗斯企业股票的积极性,也损害了俄罗斯金融市场的信用。

在这种背景下,俄罗斯《公司治理准则》草案的提出就显得非常及时、非常必要。

2014年3月21日,俄罗斯央行董事会通过了新的《公司治理准则》,这是根据市场监管机构、莫斯科交易所、经合组织(OECD)、上市公司和投资者的意见制定的<sup>②</sup>。

在获得通过后,俄罗斯《公司治理准则》就向俄罗斯的股份公司提供了一个基本的治理指引。这就为俄罗斯股份公司在适当考虑俄罗斯现有立法的独特特点的同时执行公司治理的高级标准,在股东、董事会(或监事会)成员、执行机构、雇员以及其他利益相关者之间的关系等方面提供了可供遵循的权威依据。

俄罗斯《公司治理准则》是现阶段俄罗斯大公司实施治理最重要的制度安排。

---

① 这一程序要求原告股东或原告监事会成员要将其提出派生诉讼的意向通知公司所有股东(向公司提交通知,然后由公司通知转发给股东),并规定所有股东参加本次派生诉讼的截止时间。不参加派生诉讼的股东将失去在未来就同一事项提起诉讼的权利。

② 经合组织和莫斯科交易所于2011年12月启动了经合组织俄罗斯公司治理圆桌会议。此次圆桌会议支持俄罗斯与经合组织之间的长期合作,支持俄罗斯在处理公司治理遇到的挑战和制定强有力的法律和监管框架方面所做的努力。之后,圆桌会议得到了俄罗斯银行(央行)、联邦国有资产管理署、经济发展部、财政部和莫斯科国际金融中心等机构的支持。<http://www.oecd.org/russia/corporategovernanceinrussia.htm>; <https://www.linkedin.com/pulse/20140814102743-91438878-new-corporate-governance-code-in-russia>

## 二 俄罗斯《公司治理准则》的基本内容

俄罗斯2014年《公司治理准则》是参照经合组织的《公司治理准则》制定的。它由两部分组成:第一部分(A)公司治理准则(七章24条79款),第二部分(B)执行准则的建议(针对七章24条准则共提出356条建议,涉及实际执行准则各项规定的方法和机制,是公司实施最佳公司治理实践的工具,也是制定公司治理政策和措施的基础)。

该法规的重点是:充分披露正面和负面的信息,公司季度报告;股东权利,股利政策;董事会的组成,并将独立董事的份额增至1/3;董事会各委员会的职能得到扩大和确认;审计委员会的业绩评估、风险管理、内部控制、内部审计应符合国际标准等。

俄罗斯《公司治理准则》的实施是自愿的,是基于增强自身对投资者吸引力的公司自主行为。

俄罗斯《公司治理准则》的规制对象主要是其证券在有组织市场上交易的股份制公司。当然,它对拥有大量股东的其他公司也同样是重要的治理规则。其他法律实体也可以酌情适用该准则。

该《公司治理准则》的具体实施模式是“遵守或解释”,即要么遵守准则的条款,要么解释未遵守的理由。所以,“遵守”或“解释未遵守的理由”都被视为公司的合规行为。

那么,俄罗斯2014年《公司治理准则》与2002年《公司行为准则》有什么区别?它们与经合组织《公司治理准则》有什么共同之处?

第一,俄罗斯2014年准则的新名称《公司治理准则》反映了准则的性质和作用的新定位。它不仅是关于俄罗斯股份公司股东和投资者正当行为的原则性文件,也是提升公司治理效率、促进公司长期可持续发展的“有效工具”。

俄罗斯2014年《公司治理准则》借鉴了经合组织《公司治理准则》关于公司治理的定义,而该定义在2002年《公司行为准则》中是没有的。即公司治理规制的是股份制公司的执行机构与其董事会、股东和其他利害关系方之间的利益制衡关系。《公司治理准则》确定公司目标和实现目标的方法,是促进股东和其他利害关系方对公司活动实施有效控制的工具。

第二,俄罗斯2014年《公司治理准则》继承了基于经合组织《公司治理准则》的俄罗斯《公司行为准则》中关于股东权利和股东行使其权利的条件(平等)的原则,并在建议部分中进一步阐述了这些原则(第一章)。

第三,关于公司董事会的相关准则修改最多(第二章)。俄罗斯2014年《公司治理准则》规定了董事会的责任,列入了经合组织公司治理的某些准则条款。该准则规定的董事会义务有:提出并确定公司风险管理制度和内部控制的原则和方法(2.1.3);在提升公司的透明度和促进及时全面披露信息并确保股东方便查阅公司文件方面发挥关键作用(2.1.6);完全控制公司的治理实践,并在公司事务中发挥关键作用(2.1.7);《公司治理准则》在《公司行为准则》的建议部分中附上了一个与相关条款有关的表格,专门用以处理针对董事会成员提出的要求;建议部分(要求)董事会成员具有无可挑剔的商业和个人声誉以及有效履行职责所需的相关知识、技能和经验(2.3.1)。

与经合组织《公司治理准则》相比,俄罗斯《公司治理准则》更新、升级了关于独立董事的条款(2.4.1~2.4.4),除其他外,将独立董事定义为具备充分资格、经验和独立性的人员,这些品质要能保证其作出独立、客观和审慎的判断。

根据俄罗斯2002年《公司行为准则》的建议,独立董事至少应占董事会的1/4(无论如何,至少应有3名独立董事)。与独立董事的定义一样,对独立董事人数的要求也成为《公司行为准则》的一项建议;而2014年《公司治理准则》将这项建议变成了一项准则,并将独立董事的人数增至至少1/3。《公司行为准则》建议设立由董事会成员组成的专业委员会,对公司面临的最重要问题进行初步审议;而《公司治理准则》则对专业委员会的组成提出了新的要求(2.8):审计委员会和薪酬委员会应由独立董事组成;薪酬委员会应该由独立董事(非董事会主席)担任主席;专业委员会大多数成员应通过提名担任独立董事。另外,还有一些治理建议被转变成了治理准则,涉及董事会主席(2.5)(经合组织《公司治理准则》中没有)、董事会成员的权利和义务(2.6)以及董事会、董事会成员及其专业委员会促进“提升评价董事会活动质量”的义务(2.9)。

第四,与经合组织的《公司治理准则》不同,俄罗斯的《公司治理准则》包括公司董事会秘书职责的条款。目前,这些条款组成了一个单独的小章节(《公司治理准则》第三章),它们部分基于俄2002年《公司行为准则》的建议(第五章),其中具体规定了公司董事会秘书的工作目标(即与股东建立有效的日常沟通渠道,协调公司在保护股东权益和便利董事会高效工作方面的活动)。

第五,俄罗斯2014年《公司治理准则》设立了关于薪酬制度的单独章节(第四章)。而经合组织的《公司治理准则》只是简要地规定,公司董事会成

员、执行机构和其他主要管理人员的薪酬取决于他们对公司及其股东长期利益的实际贡献。

第六,2014年《公司治理准则》更新了内部控制原则,建立了新的风险管理准则(第五章)。2002年的《公司行为准则》将风险管理安排在内部控制程序中,因此,专门的风险管理准则是空缺的。事实上,制定专门的风险管理规则是有其道理的。2008年发生的国际金融和经济危机表明,风险管理的缺失是导致危机的重要因素。但经合组织的《公司治理准则》对此则较少涉及。

第七,关于披露公司信息的规则和公司的信息政策,俄罗斯《公司行为准则》和《公司治理准则》(第六章)没有具体说明公司应披露哪些活动的信息。然而,《公司行为准则》和《公司治理准则》的建议部分包括了一份供披露的信息清单,涉及公司资本结构的信息和公司的社会和生态责任的信息等。比较而言,经合组织的《公司治理准则》明确规定披露的信息应包括关于大股东权利、表决权、与关联方的交易以及预期风险因素的信息;公司的网站是主要的信息披露平台。俄罗斯《公司行为准则》和《公司治理准则》关于保密和内部信息的规则,在经合组织的《公司治理准则》中是没有的,但在其相关说明中规定了提供信息的原则。

第八,2014年《公司治理准则》已将《公司行为准则》的一些建议转变成了公司治理准则。而最重要的转变是有关重大(实质性)公司业务的规定(这些规定已从《公司行为准则》第六章的建议部分转变为《公司治理准则》的第七章)。在《公司治理准则》中,被视为重大(实质性)公司业务的活动是指对公司的重组和接管以及导致公司注册资本大幅增加或减少的交易。《公司治理准则》的一个创新之处还在于,公司股票的上市和退市都被归于上述业务之中。而经合组织的《公司治理准则》中没有关于重大(实质性)公司业务的规定。

可见,2014年《公司治理准则》的主要特点在于它的模式变得更加紧凑和方便,删除了与立法重复的多余条款,在更大程度上符合公司治理的国际标准,并有利于公司治理实践中的合规操作。

### 三 合规:俄罗斯上市公司对《公司治理准则》的遵循情况

俄罗斯《公司治理准则》通过的时间不长,由公司自愿遵守,但这并不意味着这一问题不受关注:事实上,公司合规(遵守准则)受到各种机构的积极监控和评价。

在俄罗斯,公司以“遵守或解释”的方式遵守《公司治理准则》,大公司的合规行为由俄罗斯联邦中央银行监控。相应地,中央银行于2017年4月发表了对俄罗斯上市公司治理实践的第一次审查报告,紧接着于2017年12月27日中央银行又发布了根据2016年12月进行的第二次审查作出的上市公司合规报告<sup>①</sup>。

### (一) 遵守

分析表明,在俄罗斯公司实践中引入《公司治理准则》的效果是积极的。例如,来自第一级报价清单(QL1)的6家公司遵守《公司治理准则》的水平和对未遵守《公司治理准则》相关规定的解释质量提高了20%。在第二级报价清单(QL2)的公司中,也有4家公司宣布它们在过去一年中开始遵守超过一半的《公司治理准则》条款。还有一些公司希望进一步改进他们对《公司治理准则》的遵守状况。

俄中央银行的研究结果表明,在中央银行的促进下,2016年俄罗斯上市公司的合规(遵守《公司治理准则》)水平比2015年提高了11%。

遵守《公司治理准则》不足一半条款的公司所占比重从36%降至11.5%。在第一级报价清单中,该指标份额从23%降至4%,在第二级报价清单中,遵守75%以上《公司治理准则》条款的公司所占比重翻了一番(见图1、图2)。

俄中央银行根据2016年的审查结果得出的结论是:超过75%的《公司治理准则》条款得到39.7%的公司遵守,50%~75%的条款得到47.4%的公司遵守。在2016年的样本企业中,至少遵守了《公司治理准则》34%的条款。

未遵守《公司治理准则》条款的公司比重从15%降至9%。其中,在第一级报价清单中,这一比重从12%降至6%,在第二级报价清单中,这一比重从24%降至15%。

从完全遵守《公司治理准则》各章节条款和建议的情况来看,第三章(关于公司董事会秘书)得到77%公司的遵守。其次是关于风险管理系统和内部管理的第五章,有55%的公司遵守了相关规定。在2015年的审查中,上述章节也得到了最好的遵守,但遵守这些章节的公司数量较少(分别为45%和42%)。

---

<sup>①</sup> 在第二次审查中,俄罗斯联邦中央银行审查了第一级报价清单(QL1)上的49家公司和第二级报价清单(QL2)上的29家公司,并提出了公司合规的建议。另外,第一级报价清单和第二级报价清单上各有3家公司没有提供可资审查评价的相关资料。



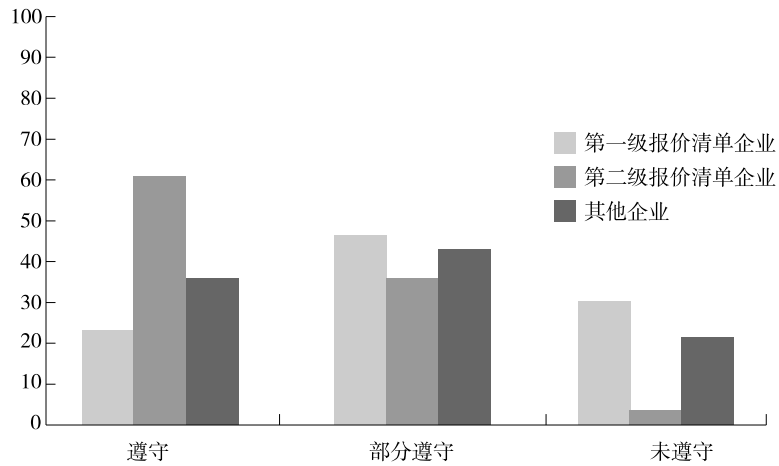


图1 2015年俄罗斯大公司(样本企业)合规状况(%)

资料来源: Обзор практики корпоративного управления в российских публичных акционерных обществах по итогам 2016 года. [http://www.cbr.ru/content/document/file/33001/review\\_27122017.pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/33001/review_27122017.pdf)

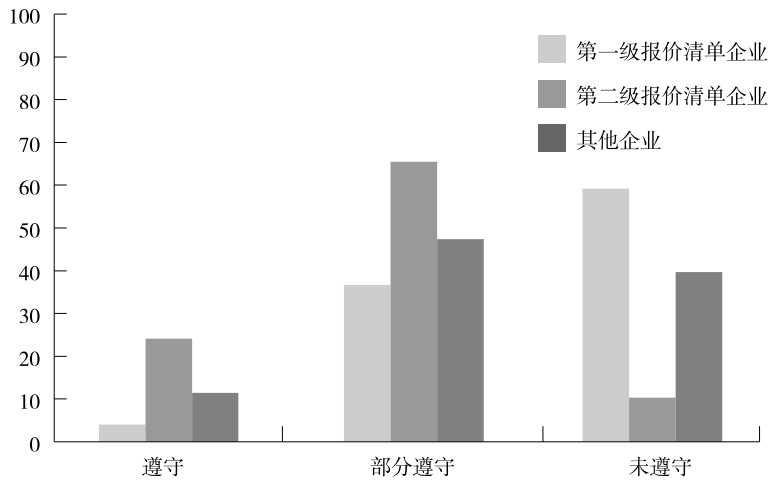


图2 2016年俄罗斯大公司(样本企业)合规状况(%)

资料来源:同图1。

遵守相关条款情况最复杂的一章是关于公司董事会的第二章,该章由36项条款组成,没有一家公司能够完全遵守这一章的所有条款。实际上,由于董事会成员对相关公司治理办法心存疑虑,使得这一章的执行变得相当复杂(见表1)。

表 1 2016 年完全遵守《公司治理准则》各条款的公司所占比重

公司治理准则的章目	准则 款数	入第一级报价 清单的公司(%)	入第二级报价 清单的公司(%)
I 股东权利与股东行使权利的条件平等	13	8	3
II 公司董事会	36	0	0
III 公司董事会秘书	2	78	76
IV 公司董事会、执行机构和其他主要管理人员的薪酬制度	10	8	0
V 风险管理和内部控制系统	6	55	55
VI 公司信息披露及其信息政策	7	24	3
VII 公司重大活动	5	12	3

资料来源:同图 1。

审查还发现,在执行《公司治理准则》第一章关于股东权利和股东身份平等的条款方面存在困难:只有 8% 的第一级报价清单公司完全遵守了这些条款,只有 3% 的第二级报价清单公司完全遵守了这些条款。特别是,在 2015 年的调查中根本就没有完全遵守这些条款的公司。

总的来说,报告完全遵守了《公司治理准则》各章所有条款的公司数目在增加。问题在于,第二级报价清单上的公司在一定程度上减少了对其中三章(薪酬制度、信息披露和公司重大活动)条款的执行。

公司最常遵守的 10 个《公司治理准则》条款相对集中且相当稳定,但遵守这些条款的程度却大大提高。2015 年,所有公司报告完全遵守了 1 项规定,即应向股东提供可靠和有效的股权计算方法,并提供自由和方便地转让其股份的途径(1.4.1),而到 2016 年,各公司则完全遵守了《公司治理准则》的 7 项规定,包括因公司控制权的改变或其他事件而提前终止董事会成员的资格时,不支付额外的款项或赔偿(4.2.3),即如果公司执行机构成员或高级管理人员由公司提前终止了其任职资格,而他们没有违规行为,公司向他们支付的补偿金额(“金降落伞”)①不应该超过其固定年度薪金的两倍(4.3.3)。

① “金降落伞”(Golden Parachute)指的是雇用合同中按照公司控制权变动条款,对失去工作的管理人员进行补偿的规定。一般来说,员工被迫离职时(不是由于自身的工作原因)可得到一笔补偿金,它能够促使管理层接受公司控制权变动,从而减少管理层与股东之间因此产生的利益冲突以及管理层为抵制这种变动造成的交易成本。

另外,有 97% ~99% 的公司遵守了其他 3 个《公司治理准则》条款(1. 1. 1、1. 3. 1 和 3. 1. 2)。与 2015 年相比,80% 以上的公司充分遵守的条款数量有所增加(见表 2)。

表 2 2015 年和 2016 年遵守最好的 10 款规定(%)

	完全遵守	
	2015 年	2016 年
1. 4. 1 企业应为股东提供可靠有效的股权登记方法,并保证他们可以自由和不受阻碍地转让其拥有的股票	100	100
1. 2. 3 公司不应损害现有股东的股利分配权	99	100
2. 6. 2 董事会成员的权利和义务在公司内部文件中应得到明确详细的规定	96	100
2. 7. 1 建议根据需要同时考虑公司面临的任務举行董事会会议	93	100
4. 2. 3 由于公司控制结构变动或其他原因提前解除董事会成员的董事资格时,公司不应向其提供任何货币或实物补偿	99	100
4. 3. 3 如公司主动提前解雇执行机构或其他关键管理人员,如该机构(人)没有采取不诚实行动,则公司须支付补偿金(“金降落伞”),其数额不应超过其固定年度薪金的两倍	95	100
5. 2. 1 建议公司创建一个独立的组织部门(内部审计部)或由一个独立的第三方实体进行内部审计。为确保内部审计部门的独立性,内部审计部门应有单独的职能报告和行政报告。在职能上,内部审计部门应向董事会报告工作;在行政管理上,内部审计部门应直接向公司总经理报告工作	85	100
1. 3. 1 公司应创造条件,使其治理机构和控制人员能够公平对待每一位股东,特别是要排除大股东滥用权利伤害小股东的任何可能性	96	99
1. 1. 1 公司应为股东创造最有利的条件,使他们能够参加股东大会,就大会议程上的问题采取知情基础上的立场,并为他们提供机会使他们能够协调行动并就正在讨论的问题发表意见	87	99
3. 1. 2 公司董事会秘书应该充分地独立于公司的执行机构,并被赋予必要的权利和资源,以便履行其职责	70	97

资料来源:同图 1。

没有被遵守的 9 条规定中有 7 项与董事会有关,其中遵守得最差的条款(7. 2. 2)是公司内部文件应该规定公司实施重大业务的规范和程序,只有 19% 的公司遵守了这一规定。

目前遵守最差的条款(仅仅被 21% ~ 22% 的公司遵守)是:选举一名独立董事为董事会主席,或从当选的独立董事中选出一名高级独立董事,以协调独立董事的工作,并与董事会主席保持联系(2.5.1);公司利用公司股票(基于公司股票的期权或其他金融衍生工具)实施执行机构成员和其他高级管理人员的长期激励方案(4.3.2)(见表3)。

表 3 2015 年和 2016 年遵守最差的 10 款规定(%)

	完全遵守	
	2015 年	2016 年
7.2.2 与公司所采取的重大行动有关的规则和程序应在其内部文件中列出	17	19
2.5.1 建议选举一名独立董事担任董事会主席,或在公司独立董事中指定高级独立董事,负责协调独立董事的工作,并保持与董事会主席的联络	19	21
4.3.2 建议股票在有组织市场交易的公司为公司执行机构的成员和其他涉及公司股票(或期权、其他金融衍生工具等作为公司股份的资产)的主要经理人制定长期激励计划	19	22
1.1.6 由公司制定的股东大会程序应当为出席股东大会的所有人提供平等机会,以表达他们的意见并提出他们感兴趣的问题	17	24
2.7.4 有关公司业务的最重要问题的决定应在董事会会议上以有效的多数表决或所有当选的董事会成员的多数表决作出	21	27
2.9.2 董事会及其专业委员会、董事会成员的工作质量应定期进行评估,至少每年一次。为了对董事会的工作质量进行独立评估,建议长期保留一个第三方实体(顾问),至少每三年更换一次	21	31
2.9.1 对董事会工作质量的评估应着眼于考察董事会、其专业委员会和董事会成员的工作是否有效率、他们的工作是否符合公司的需要,以使他们的工作更加集约,并能确定需要改进的领域	21	31
2.8.2 为了促进高效和透明的薪酬制度建设及其实践,建议成立一个由独立董事组成的薪酬委员会,由一名不担任董事会主席的独立董事担任其主席	18	36
2.8.1 为了对公司财务和业务活动实施有效控制,建议成立一个由独立董事组成的审计委员会	21	38
2.7.3 董事会会议的形式应依会议议程上所讨论问题的重要性而定。最重要的问题应在董事会成员亲自出席的会议上决定	30	42

资料来源:同图1。

总体看来,尽管俄罗斯公司合规的程度还不高,但与 2015 年的情况相比,还是取得了一些进展。例如,完全遵守条款 7.2.2、2.5.1 和 4.3.2 的公司增加了 2%~3%。符合其余 7 项规定的公司数量增长了 11.4%。

## (二) 解释

在俄罗斯公司治理机制中,“遵守或解释”是两种基本的合规办法。“解释”就是未遵守《公司治理准则》的个别规定,但披露相关信息,解释不遵守的原因。

俄罗斯中央银行的审查和分析认为,俄罗斯上市公司的解释质量比较差。

统计表明,截至 2016 年年底,俄受审查公司的解释质量达到 39%,与 2015 年相比提高了 4%。在第一级报价清单的公司中,解释质量从 38% 提至 45%,在第二级报价清单中,这一水平从 33% 降至 30%。需要指出的是,这种下降有可能是因为第二级报价清单中公司的构成有了实质性的更新,第二级报价清单中的许多新公司缺乏提供解释的经验。因此,与 2015 年相比,只有少数第二级报价清单中的公司设法提高了解释的质量。审查发现,只有少数公司对未遵守《公司治理准则》规则的原因作出高质量的解释(超过 75%)。解释质量需要升级的公司所占比重也有所增加。在第一级报价清单中,这一比重与 2015 年相比从 18% 增至 29%,而在第二级报价清单中,这一比重从 7% 增至 17%。据估计,解释质量低于 10% 的公司数量减少了 50%,降至 3 家。

最集中的高质量解释(占受审查公司总数的 33%)是对未遵守《公司治理准则》7.2.1 之原因的解释。根据 7.2.1 的规定,公司应披露关于实施重大(实质性)公司业务的信息,并解释开展这类业务的原因及其期限和结果。公司的解释质量最低的 10 项条款中有 5 项涉及董事会工作的监管(2.2.1、2.3.3 等)(见表 4)。

表 4 解释未遵守《公司治理准则》的理由质量最好的 10 项条款(%)

准则条款	高质量	有待改进	需要大幅度改进
7.2.1 在披露有关重大公司行动的信息时,建议对此类行动的原因、条件和后果作出解释	33	17	50
2.1.2 董事会应当制定公司活动的基本(长期)目标,评价和批准公司的主要业绩指标和主要业务目标,并对公司主要经营领域的战略和业务计划进行评估和批准	25	19	56

4. 2. 1 固定年薪应是董事会成员首选的货币报酬形式。不应为其参加董事会或其委员会的个别会议单独支付费用。对于董事会成员,不宜使用任何形式的短期激励或额外的奖励	22	26	52
6. 3. 1 股东行使查阅公司文件和信息的权利,不应给股东造成不合理的负担	22	7	71
2. 6. 4 所有董事会成员都应有平等的机会查阅公司的文件和信息。应尽快向新当选的董事会成员提供关于公司及其董事会工作的充分信息	20	23	57
2. 7. 3 董事会会议的形式应依会议议程上所讨论问题的重要性而定。最重要的问题应在董事会成员亲自出席的会议上决定	20	29	51
2. 1. 1 由董事会任命和罢免执行机构的(成员),包括与其未能适当履行职责有关的决定。董事会还应促使公司执行机构按照核准的发展战略和公司的主要业务目标行事	19	27	54
5. 2. 2 在进行内部审计时,建议评估内部控制制度和风险管理制度的效率,以及评价公司治理和适用普遍接受的内部审计标准的情况	18	18	64
2. 1. 3 由董事会制定建立公司风险管理和内部控制制度的原则和方法	18	27	55
7. 1. 1 重大公司行为包括公司重组、收购其 30% 或以上的有表决权股份、公司参与重大交易、增加或减少其股本、其股票上市和退市以及可能导致股东权利发生重大变化或侵犯其利益的其他行动。建议在公司章程中列入属于重大公司行动类别的交易或其他行动的清单(识别标准),并在其中规定,关于任何此类行动的决定应属于公司董事会的管辖范围	18	31	51

资料来源:同图 1。

平均而言,有 88% 的公司没有提供高质量的解释。

因此,与俄罗斯公司对《公司治理准则》的条款和建议的遵守在 2016 年得到很大程度改善有所不同,解释未遵守个别治理规则的理由时,其解释的质量仍有很大的改善余地(见表 5)。俄中央银行规定,上市公司有必要在解释中明确说明公司普遍存在这种情况的原因;有哪些因素可以证明这一情况是合理的;这种情况是否符合公司的特殊情况、有利于公司的发展因

而可以接受？公司采取或将要采取什么措施以减少因未能实施最佳公司治理规范而可能导致的风险？公司是否计划在一定的时限内采纳相关的公司治理建议？

表 5 解释未遵守《公司治理准则》的理由质量最差的 10 项条款(%)

准则条款	高质量	有待改进	需要大幅度改进
2. 5. 2 董事会主席应确保董事会会议在建设性气氛中举行,并确保会议议程上的任何事项都得到自由讨论。主席还应监督董事会所做决定的执行情况	3	3	94
2. 2. 1 董事会工作信息应当披露,并提供给股东	0	7	93
6. 1. 2 公司应披露有关其公司治理制度和实践中具体做法的信息,包括遵守《公司治理准则》的原则和建议的详细信息	9	4	87
4. 1. 4 公司应该制定一项报销费用的政策,包括一份可报销费用清单,并具体说明董事会成员、执行机构和公司其他主要管理人员可享受的待遇	0	15	85
2. 9. 2 董事会及其委员会和董事会成员的工作质量应定期进行评估,至少每年一次。为了对董事会的工作质量进行独立评估,建议定期保有一个第三方评估实体,该实体至少每三年更换一次	9	6	85
1. 1. 5 每一位股东都应该以一种直接和最方便的方式自由地行使其投票权	8	9	83
6. 1. 1 公司的信息政策应该保证公司能够与股东、投资者和其他利益相关者有效地交换信息	5	13	82
2. 3. 3 董事会的组成应当平衡,特别是在其成员的资格、专门知识和商业技能方面。董事会应得到股东的信任	4	14	82
4. 1. 3 公司的薪酬政策应该透明,以便确定董事会成员、执行机构和公司其他主要管理人员的薪酬数额,并对以上人员可得的所有类型的款项、福利和特权作出规定	5	14	81
2. 6. 3 董事会成员应有足够的时间履行职责	8	11	81

资料来源:同图 1。

### (三) 国有控股公司的合规状况

在俄罗斯,除中央银行外,12家国家控股的股份制公司、“开放政府”<sup>①</sup>、俄罗斯联邦政府下属的专家委员会和国际金融中心设立的工作组都在处理引入《公司治理准则》的问题。

鉴于国家参与其活动的股份制公司的特殊性,自2014年以来,俄罗斯国有资产管理署一直在监控国有控股的股份制公司实施《公司治理准则》的情况。2016年,该机构分析了20家有国家参与其活动的股份制公司遵守《公司治理准则》的条款和相关建议的年度报告后认为:总体而言,这些公司遵守《公司治理准则》关键条款的合规水平达到90%,比2015年提高13%。遵守最好的章节包括关于公司董事会秘书的第三章(100%)、关于股东权利的第一章(93%)和关于董事会成员薪酬制度的第四章(92%)。其余章节的遵守程度也超过70%<sup>②</sup>。

采用《公司治理准则》关键部分水平最高的是俄罗斯天然气工业股份公司(100%)和俄罗斯航空公司(100%),还有现代商船队股份公司(97%)和俄罗斯石油公司(95%)。与2015年相比,2016年采用《公司治理准则》进展最快的是俄罗斯航空公司(从81%提至100%)、俄罗斯石油管道运输公司(从58%提至74%)和俄罗斯水电集团公司(从38%提至63%)。

<sup>①</sup> “开放政府”是一种治理理念和治理方式,它认为公民有权查阅政府的文件和办事程序,这样能进行有效的公共监督。“开放政府”一词起源于二战后的美国,目前,联邦法院将这个词作为政府透明度的同义词。经合组织的“开放政府”概念包括政府的整体协调、公民参与和获取信息、预算透明度、廉正和打击腐败、利用技术和促进地方发展等([https://en.wikipedia.org/wiki/Open\\_government](https://en.wikipedia.org/wiki/Open_government))。在俄罗斯,时任总统梅德韦杰夫于2012年年初倡议建立了类似的机制,在中央和地方政府层级中运行,目的在于促进民众参政议政,加强对当局的问责,促进反腐,解释政府决策等。具体内容包括在互联网上公开信息,允许民众对法案进行讨论并提出建议等。在政府层面,俄设立了“开放政府”活动协调委员会,负责协调联邦执行机构与民间社会、公共协会和工商界代表就“开放政府”机制的形成和运作进行互动,同时由不管部部长米哈伊尔·阿贝佐夫负责相关事项。此外,俄政府办公厅还成立了“开放政府”机制形成部。在非政府层面,非营利基金论坛分析中心建立了“开放政府”项目办公室,确定与政府的互动议程并对相关政府草案进行讨论,此外,还有专家委员会对相关机制及结果进行评估(N. S. Vinogradova, O. A. Moiseeva: Open Government and "E · Government" in Russia; Sociology Study, January 2015, Vol. 5, No. 1, pp. 29 - 38)。

<sup>②</sup> The Minutes No. 4 of September 21, 2017 of the Meeting of the Public Council under the Ministry for Economic Development of the Russian Federation, <http://economy.gov.ru/wps/wcm/connect/c6b9eee6-365e-4022-ac85-eeca22d7e12a/4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=c6b9eee6-365e-4022-ac85-eeca22d7e12a>



虽然俄罗斯国有资产管理署没有分析不遵守《公司治理准则》条款的原因,但“开放政府”、俄罗斯联邦政府下属的专家委员会和国际金融中心的工作组每年定期对上述 12 家有国家参与的股份制公司采用《公司治理准则》13 条主要建议的情况进行监测,这些建议涉及提高董事会的效率及其在公司治理中的作用。它们是:禁止准库存股投票<sup>①</sup>;以董事会所有成员的简单多数作出决定;由董事会“在实践中”处理的问题;与董事会成员利益冲突有关的问题;董事会成员查阅公司和受公司控制的法律实体的文件和信息的权利;公司董事会关于该公司所属立法实体董事会和其总经理的权利;公司董事会关于该公司所属法人实体运行的权利;公司董事会关于控制公司管理层的权利;由独立董事组成董事会审计委员会;反腐败政策,“热线”;内部审计;风险管理部;正规化的风险管理体系<sup>②</sup>(见表 6)。

表 6 俄罗斯大公司全面引入《公司治理准则》优先建议的评级

公司	“俄电信” Rostelekom	“埃罗莎” ALROSA	“外经银行” VTB	“俄航空” Aeroflot	“俄电力” Rosseti	“俄管道” Transneft
已执行 建议的 数量	11/13	9/13	9/13	8/13	8/13	8/13
公司	“俄石油” Rosneft	“俄水电” RusGidro	“俄电网” FSK UES	“俄气” Gazprom	“俄铁” RZhD	“现代商船” Sovkomflot
已执行 建议的 数量	6/13	6/12	5/13	3/13	2/12	2/12

资料来源: The Data of the Outputs of the Monitoring by the Open Government, the Expert Council under the Government of the Russian Federation and the Working Group on Establishment of the International Financial Center for November 2017. 转引自盖达尔经济政策研究所“Russian Economy in 2017, Trends and Outlooks”, <https://www.iep.ru/en/publikacii/publication/8343.html>

在过去几年中,有国家参与的俄罗斯公司的治理已开始普遍达到较高的

① 库存股 (treasury stock) 是用来核算企业收购的尚未转让或注销的该公司股份金额,是权益类科目。它的特性和未发行的股票类似,没有投票权或是分配股利的权利,而公司解散时也不能变现。所谓准库存股 (quasi-treasury shares) 就是公司 (甲) 控股的法人实体 (乙) 所持有的公司 (甲) 的股份。

② The Open Government, the Corporate Governance Level at Companies with State Participation Started to Meet Higher Standards, but Some System - Based Problems Still Exist (14. 11. 17), [http://open.gov.ru/events/5516467/?sphrase\\_id=236270](http://open.gov.ru/events/5516467/?sphrase_id=236270)

标准,但在大多数公司中,一些具体建议还没有得到充分执行。此外,还有一些公司曾经遵守了这些建议,但又出现了不遵守的情况。根据调查的结果,俄罗斯电信公司(Rostelekom)在执行建议方面比其他机构更有效。该公司本来有一个符合《公司治理准则》要求的风险管理系统,并引入了内部审计和其他若干措施来加强董事会的作用,以便更加符合《公司治理准则》的要求。然而,该公司却违反了禁止准库存股投票的建议。尽管俄罗斯天然气工业股份公司设立了一个特殊的风险管理部门,但该公司没有遵守关于提高董事会作用和效率的建议以及那些涉及禁止准库存股投票、内部审计和风险管理系统建议,但根据国有资产管理署的数据,该公司已经完全(100%)引入了《公司治理准则》的关键部分。相反,俄罗斯铁路公司(Russian Railways, RZhD)尽管在评级中排名倒数第二位,但却根据专家的建议准备了一份公司章程的修改草案,考虑强化有关董事会的条款,以便实质性改善公司的治理状况及评级排位。

## 四 评价和国际比较

### (一) 评价

#### 1. 俄罗斯国内机构的评价

俄罗斯中央银行和其他一些机构相当肯定地评价了俄罗斯公司遵守《公司治理准则》的态度和实践达到的水准。

首先,俄中央银行认为俄罗斯现行的《公司治理准则》是一份高质量的文件,其模式和内容符合包括经合组织《公司治理准则》在内的全球公司治理标准。就准则的文本来说,俄罗斯《公司治理准则》并不比其他国家的公司治理准则差,在某些方面甚至更好。例如,俄《公司治理准则》的第二部分具有咨询建议性质,而不是注解的性质;它也给出了独立董事的定义,并就薪酬制度等单独列出一章。就其模式和内容来看,俄罗斯公司对《公司治理准则》中规定和建议的遵守是自愿的,是基于公司吸引投资者的意愿。为此,俄《公司治理准则》设计了“遵守或解释”这样一种有一定回旋余地的合规模式,股票公开交易的股份制公司遵守规范和解释未遵守这些规范的理由都被认为是合规的适当方法。

其次,俄罗斯已经为上市公司合规创造了必要的条件:制度和监管机构。俄中央银行2014年关于股票证券发行人信息披露的有关规定明确要求实施《公司治理准则》。此外,为了将公司的股票列入第一级报价清单,莫斯科证

券交易所上市规则要求从2015年起披露公司的有关信息,并解释公司不遵守《公司治理准则》关于公司董事会秘书的建议之理由(第2.18条)。

俄中央银行是监督公司遵守《公司治理准则》情况的权威机构,并对公司未遵守《公司治理准则》作出的解释进行评估。从执行的情况来看,俄中央银行很好地履行了相关的职责:制定了相关的监管文件,与公司互动,开展解释性工作,并编写和发布了内容丰富的报告。俄罗斯联邦国有资产管理署、“开放政府”、俄罗斯联邦政府下属的专家委员会和国际金融中心工作组等组织也参与了处理某些俄罗斯公司采用《公司治理准则》的问题。

最后,上市公司的合规状况是积极的。根据各公司披露的信息,俄中央银行对俄罗斯上市公司遵守《公司治理准则》的平均水平进行了积极的、肯定性评估。2016年,69%的《公司治理准则》条款被遵守,比2015年增加11%。2017年的合规水平仍有所提高。根据俄罗斯联邦国有资产管理署的评估,在20家由国家控制的股份制公司中,这一合规水平平均达到90%。包括俄中央银行在内的机构都认为,俄罗斯上市公司遵守有关董事会的准则的情况最差。俄罗斯公司对未遵守《公司治理准则》条款所作解释的质量水平并没有实质上的变化,在2016年仅达到39%。

## 2. 第三方机构的评价

与俄罗斯中央银行等机构的评估不同,一些相对超脱的第三方机构对俄罗斯公司的合规情况作出的评价比较消极。

欧洲复兴开发银行指出,在10家俄罗斯大型上市公司中,只有5家披露了遵守《公司治理准则》的信息,此外,大多数对未遵守准则条款作出的解释都没有提到目前公司治理实践的具体状况;在俄罗斯的司法实践中也没有提及《公司治理准则》是公司权利和义务的来源<sup>①</sup>。

德勤独联体地区分部(the Deloitte CIS)公司治理中心(以下简称“德勤中心”)也认为,自2012年以来,俄罗斯的公司治理状况没有发生任何变化。“德勤中心”2015年的一项相关研究包括了120家俄罗斯样本公司,这些公司的普通股在莫斯科证券交易所(99家公司)上市,并在伦敦证交所、纽约证交所和纳斯达克(21家公司)上市。值得注意的是,120家样本公司中的22%来自能源部门,10%来自石油和天然气行业,8%来自银行业。政府直接

---

<sup>①</sup> EBRD, Corporate Governance in Transition Economies: Russian Country Report (December 2017), <http://www.ebrd.com/documents/ogc/russia.pdf>

或间接控制 34 家公司,虽然比 2012 年减少了 3 家,但国家在这些公司的平均参与值却上升了 7%,达到 70%。

“德勤中心”还认为,受西方制裁和油价下跌的影响,外国投资者对俄罗斯的上市公司缺乏兴趣,俄罗斯公司在最佳公司治理实践方面的合规程度没有明显提高。此外,2016 年以来,新的上市规则和“遵守或解释”的准则没有完全得到实施,同时,在莫斯科证券交易所为公司治理水平较高的公司设立溢价上市的项目安排也被冻结。

关于董事会的组成,“德勤中心”指出,俄罗斯公司董事会中独立董事人数不足;独立董事分别占国有公司和私有公司董事会全部席位的 27% 和 32%,而在《公司治理准则》中,相应的条款建议至少 1/3 的当选董事会成员应该是独立董事。很大程度上,2014~2015 年政府任命高级官员进入国有企业董事会的做法导致了独立董事人数不足,与 2012 年相比,董事会中这类官员的比重大幅上升,达到 21%。

此外,所有被调查的俄罗斯公司都缺少高效的独立董事。一方面,独立董事候选人的范围受到《公司治理准则》对独立性概念的严格要求的限制(要求与公司股东没有关系,包括亲属关系;在当选董事会成员之前一年内没有从事公务员工作等)。另一方面,俄罗斯公司的所有权(股权)特别集中,大股权组合的平均规模达 57.6%,这与小股东提名独立董事的正常情况大为不同。

从积极方面看,61% 的样本公司有外籍董事会成员,他们分别占国有和私有公司席位的 30% 和 72%,这是一个相当高的指标。

关于俄罗斯大公司设立董事会的专业委员会,根据“德勤中心”在 2012 年和 2015 年进行的两项研究的数据,设立这样的专业委员会的公司数目有所减少(见表 7)。

表 7 俄罗斯大公司设立董事会各专业委员会的比重及变化(%)

年份	2015 年	2012 年
审计委员会	95	98
薪酬和任命委员会	64	88
薪酬委员会	18	—
提名委员会	13	—
战略委员会	53	43
风险管理委员会	9	8

道德委员会或道德/公司治理委员会	3	13
公司治理委员会	8	—

资料来源: The Deloitte Research Data for 2012 and 2015. 转引自盖达尔经济政策研究所 "Russian Economy in 2017, Trends and Outlooks", <https://www.iep.ru/en/publikacii/publication/8343.html>

按照《公司治理准则》的规定, 审计委员会应由独立董事组成, 然而, 在 111 家设立了审计委员会的公司中, 只有 23% 的公司的审计委员会按这个规定成立并披露了其组成情况。在 47% 的审计委员会中, 多数成员是独立董事, 而在 19% 的审计委员会中, 根本没有独立董事。在样本公司的审计委员会中, 独立董事平均占 51%。特别是, 还有 25% 的公司在薪酬和任命委员会方面也没有独立董事。

根据《公司治理准则》的规定, 董事会主席应当由独立董事担任, 或董事会必须从独立董事中指定高级独立董事。但只有 27% 的公司遵守了这一规定。更具体地说, 只有 13% 的董事会由独立董事任主席, 18% 的董事会指定了一名高级独立董事。

尽管《公司治理准则》提出了明确的建议, 但只有 22% 的公司报告了董事会对公司活动的自我评价(16%)或外部评估(6%)。

根据《公司治理准则》, 准库存股在公司股东大会上不能投票, 但这种股权还是存在于 28% 的公司中, 它们平均占相关公司市值的 7%<sup>①</sup>。

## (二) 国际比较

在不同的国家, 公司遵守《公司治理准则》的合规水平有很大的不同。有资料显示, 比利时、西班牙、意大利、荷兰和德国超过 90%, 而中欧和东欧国家的比重要低得多<sup>②</sup>。其中, 德国可以作为评价俄罗斯上市公司治理水平和合规程度的一个参照。

2015 年, 德国联邦政府的公司治理委员会修订了《德国公司治理准则》

<sup>①</sup> The Corporate Governance Pattern at Russian Publicly Traded Companies, Research by the Deloitte CIS Corporate Governance Center, 2015, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ru/Documents/aboutdeloitte/pressrelease/corporate-governance-structures-of-public-russian-companies-rus.pdf>, The Deloitte Research Data for 2012 and 2015.

<sup>②</sup> Harper Ho, Virginia E., Comply or Explain and the Future of Nonfinancial Reporting (July 15, 2017), 21 Lewis & Clark Law Review (2017), p. 320. 转引自盖达尔经济政策研究所 "Russian Economy in 2017, Trends and Outlooks", <https://www.iep.ru/en/publikacii/publication/8343.html>

(Deutscher Companies kodex, dcgk)。新的公司治理准则包括上市公司的治理和监管规范以及公认的良好和负责任的治理标准。该准则的治理追求是使德国公司治理制度更加透明和清晰,以此提升国外和国内投资者、客户、雇员和公众对德国上市公司监管和治理的信心。

2017年3月底,所有在DAX和MDAX<sup>①</sup>上市的公司都发表了关于合规的声明,平均而言,96.4%的大型上市公司都有《德国公司治理准则》规定必须解释的未遵守事项,有一些公司表示100%遵守了准则;但也有8%的公司至少没有遵守《德国公司治理准则》1/10的建议。与2016年相比,2017年DAX的上市公司的合规水平没有变化,而MDAX的上市公司的合规水平增长了0.4%。值得注意的是,只有7%的公司解释了可以不解释但鼓励解释的未遵守某些准则条款的原因<sup>②</sup>。

没有得到遵守的《德国公司治理准则》主要是有关董事会、监事会和透明度的规范。特别是,一些公司没有遵守以下方面的建议:董事会成员薪酬的上限;解雇人员福利的上限;通过《德国公司治理准则》提供的表格披露监事会成员薪酬的数额;监事会的组成和目标;董事的薪酬等。

关于监事会构成的条款遵守程度最低(56%)。在董事会目标的设定方面也有类似的情况。关于董事会成员薪酬模式的条款在未遵守规定方面排名第二(只有60%)。通过《德国公司治理准则》提供的表格披露董事会成员薪酬的条款合规率不到90%,但大公司展示了更高水平的合规性。

值得注意的是,约3/4的DAX(德国)上市公司在“监督和控制”、“透明度”和“股权稀释”指标上达到了最高的合规水平,在“激励计划”方面合规性较低。只有一半的MDAX上市公司在以上四个指标上都达到了最佳的合规

---

① 德国DAX指数(德语:Der Dax,最早来源于Deutscher Aktienindex)是德国重要的股票指数。这是由德意志交易所集团(Deutsche Börse Group)推出的一个蓝筹股指数。该指数包含30家主要的德国公司。DAX指数是全欧洲与英国伦敦金融时报100指数齐名的重要证券指数,也是世界证券市场中的重要指数之一。DAX是德国股市30只权重股票加权平均计算的指数,算法与中国的A股一样,类似于中国的上证50。MDAX也是德国重要的股票指数,在DAX30支权重股的基础上又加入其他股票,所以MDAX相当于中国的上证指数。

② Beyenbach J., Rapp M. S., Strenger C., Wolff M. Code Compliance Study 2017 – Analysis of the Declarations of Conformity with the German Corporate Governance Code (Version May 2015) (June 27, 2017), <https://ssrn.com/abstract=2993262>. 转引自盖达尔经济政策研究所“Russian Economy in 2017, Trends and Outlooks”, <https://www.iep.ru/en/publikatcii/publication/8343.html>

水平。“股权稀释”指标的变化很大:2017 年的最低估值与 2016 年相比从 67% 降至 50%。近 30% 的 DAX 上市公司对“激励计划”指标的遵守程度低于 85%。

另外,欧洲复兴开发银行在 2016 年发布一项报告显示,对相关国家公司治理体系的状况及其各个组成部分、公司治理制度的优缺点以及在 33 个国家进一步进行公司治理改革的必要性做了评估。根据这个估计,波兰、斯洛文尼亚、克罗地亚、爱沙尼亚、立陶宛和拉脱维亚等国实施了以“遵守或解释”为特征的中等强度的公司治理准则,相比之下,俄罗斯是这 33 个国家中公司治理水平相对较高的(见表 8)。

表 8 33 个国家公司治理准则评级

国家	等级	国家	等级	等级说明
阿塞拜疆	2	马其顿	2	“5”——强或非常强:公司治理准则与公司治理目的和最佳实践规范相一致。
阿尔巴尼亚	2~3	摩洛哥	2	
亚美尼亚	3	摩尔多瓦	2	
白俄罗斯	2	蒙古国	2	
保加利亚	2	波兰	4	
波黑	2	俄罗斯	4	“4”——中等强度:公司治理准则的绝大部分符合公司治理的目的,但需要在某些方面做进一步的改革。
匈牙利	3	罗马尼亚	3	
希腊	3	塞尔维亚	2~3	“3”——很好:公司治理准则代表了一些良好治理实践规范,但有一些关键问题需要重新评估,公司治理准则整体上需要改革。
格鲁吉亚	2	斯洛伐克	3	
埃及	2~3	斯洛文尼亚	4	
约旦	2	塔吉克斯坦	2	“2”——弱:公司治理准则可能代表了一些良好的治理实践,但需要从总体上修改。
哈萨克斯坦	2	突尼斯	2	
塞浦路斯	3	土耳其	3	“1”——很弱:公司治理准则本身存在巨大风险,需要进行认真彻底的改革。
吉尔吉斯斯坦	2	乌克兰	2	
拉脱维亚	3~4	克罗地亚	4	
立陶宛	3~4	黑山	2	
爱沙尼亚	4~5			

资料来源:该表基于欧洲复兴开发银行的相关报告制作。转引自盖达尔经济政策研究所"Russian Economy in 2017, Trends and Outlooks", <https://www.iep.ru/en/publikacii/publication/8343.html>

在这 33 个国家中,爱沙尼亚的金融监管局(FSA)和塔林证券交易所

(Tse)于2005年制定的《爱沙尼亚公司治理准则》(目前正在修订)文本相当完整,执行得也非常好。有10家大型全国性上市公司都在其网站和年度报告中发表公司治理声明。对未执行守则条款的解释也都有充分的理由,并提供了充分的信息。但大多数上市公司没有遵守关于电子投票和披露董事会成员薪酬的建议。爱沙尼亚的问题在于,准则没有涉及董事会的组织形式、对董事会的评估、道德规范、董事资格、内部控制等关键问题。这在一定程度上解释了高合规程度的原因。总的来说,爱沙尼亚金融监管局通过定期发表详细报告,评估和促进上市公司的运作和披露信息的进展情况,有效地促进了公司治理的合规化。

波兰、斯洛文尼亚和克罗地亚的《公司治理准则》得到了全面和良好的执行。

波兰最大的10家上市公司报告了它们遵守国家《公司治理准则》的情况,其中9家公司在不遵守准则个别规定的情况下提供了解释。总体而言,公司没有遵守《公司治理准则》的1~3条规定,但大多数解释都提供了丰富的信息。不过,随着公司规模缩小,合规的质量正在下降。华沙证券交易所是负责促进公司遵守波兰《公司治理准则》的机构。

斯洛文尼亚10家最大的上市公司中,有9家在其年度报告中说明了基于“遵守或解释”模式的对《公司治理准则》的遵守情况。其中有两家公司各自任命了一名高管来监督公司遵守准则的情况。在过去的几年中,斯洛文尼亚公司的合规水平有所提高。然而,年度报告中表达的合规水平可能有所夸大,一些公司对《公司治理准则》条款的解释也有问题。此外,一些公司对未遵守准则条款的解释也缺乏具体的论据。

克罗地亚最大的10家上市公司发表了关于它们遵守国家《公司治理准则》的声明,但是,关于未遵守《公司治理准则》的有些解释并不合理。同时,克罗地亚金融监管局和萨格勒布证券交易所对公司提供的解释没有进行适当的管理和评价。

一个共同特点是,上述国家的法院很少或从未将《公司治理准则》作为公司权利和义务的来源。俄罗斯也是这样。

在拉脱维亚和立陶宛,公司对不遵守《公司治理准则》条款的解释往往缺乏信息。另外,一个很大的问题是缺乏有效的监控机制来监测公司合规的情况。

根据“遵守或解释”模式制定良好的《公司治理准则》的国家还有匈牙利、希腊、塞浦路斯、罗马尼亚、斯洛伐克、塞尔维亚和土耳其。上述绝大部分



国家都是欧盟的成员国或准成员国。

在匈牙利,国家的立法和布达佩斯证券交易所的上市规则都规定上市公司有义务报告对《公司治理准则》的遵守情况,并要求解释未遵守准则规定的原因。匈牙利10家大公司都在其网站上发布合规声明,大多数声明表明他们的合规程度相当高,但对未遵守规范的解释往往是形式化的,缺乏有价值的信息。此外,《公司治理准则》有一个相当复杂的模式:规定分为建议、提议和解释。同时,有些条款也不符合最新的立法修订和最佳公司治理实践范例。更重要的是不清楚哪个机构负责监管公司的合规行为。

这一组的其他国家情况大致类似,但也有一些差异。例如,希腊的公司对“遵守或解释”模式的实践是:至少有1/3的上市公司自行制定了自己的《公司治理准则》,并就遵守准则的情况提供了说明。但这不是有权威和有效率的做法。

在土耳其的《公司治理准则》中,有关独立董事、委员会和董事会主席与首席执行官之间职责分离的规定对上市公司是强制性的。其他规定的履行是以“遵守或解释”的方式为基础的。然而,无论是在违反强制性规定的情况下,还是在违反非强制性规范的情况下,都不一定要施加惩罚。这种治理力度比较薄弱。

在保加利亚、马其顿、黑山、波黑和摩尔多瓦都可以看到基于“遵守或解释”模式的薄弱的《公司治理准则》。这些国家《公司治理准则》的特点是内容薄弱;只有少数公司遵守《公司治理准则》;对未遵守《公司治理准则》规定的解释很少;缺乏必要的信息;对公司的合规行为缺乏适当的监管。

在公司治理薄弱的其他国家,遵守《公司治理准则》是自愿的(白俄罗斯、哈萨克斯坦、蒙古国、突尼斯、乌克兰及其他国家),从公司遵守准则的程度来看,阿塞拜疆、格鲁吉亚、埃及、约旦和摩洛哥等国家的水平相当低<sup>①</sup>。

## 五 结 论

第一,俄罗斯是一个从计划经济体制向市场经济体制转轨的国家,经过

---

<sup>①</sup> The EBRD, Corporate Governance Sector Assessment, <http://www.ebrd.com/what-wedo/sectors/legal-reform/corporate-governance/sector-assessment.html>. 转引自盖达尔经济政策研究所“Russian Economy in 2017, Trends and Outlooks”, <https://www.iep.ru/en/publikacii/publication/8343.html>

漫长而痛苦的私有化、公司化改革,市场经济的微观基础建设取得了令人瞩目的成绩,一大批产权明晰、权责相对明确、政企相对分开、管理相对科学的公司制企业开始活跃在国内外市场上。市场是公开的、复杂的,参与其中的企业是竞争的、逐利的。上市公司应该是俄罗斯经济中最具有活力和代表性的力量。他们的治理水平应该是当代俄罗斯所有企业中最好的,了解他们的行为所受的制度性约束以及对约束他们行为的制度的遵循状况,也就有可能从根本上了解和把握当代俄罗斯企业的制度建设水平和企业对制度的遵从程度。因而,考察俄罗斯上市公司的合规状况十分重要。

第二,俄罗斯的企业制度环境已经初步形成。《俄罗斯联邦宪法》(1993年)、《俄罗斯联邦民法典》(1995年)、《俄罗斯联邦股份公司法》(1996年)、《俄罗斯联邦有价证券市场法》(1996年)、《俄罗斯联邦有限责任公司法》(1998年)、《俄罗斯证券市场投资者权利与合法利益保护法》(1999年)等各项法律法规的颁布,使公司制企业有了依法活动的法律制度基础和法治环境框架。

第三,基于俄罗斯《公司行为准则》(俄罗斯联邦证券市场委员会,2002年),全面升级完善的俄罗斯《公司治理准则》(俄罗斯中央银行,2014年)是大型上市企业实施公司治理的最新制度安排。它确实是一份高质量的规制文件,其模式和内容与经合组织《公司治理准则》为代表的全球公司治理标准相一致并有所创新。它的治理准则(七章24条79款),尤其是执行准则的356条建议,为以上市公司为代表的大型股份公司提供了相当完备的治理依据,是公司制定章程和其他一系列治理规范的有价值的法规参照,也是企业界法制建设的指引性文件。

也就是说,单就俄罗斯2014年的《公司治理准则》来看,它是一个完备的、高水准的、符合国际标准的公司治理的制度安排。

第四,至于俄罗斯上市公司的合规程度判断,一方面要依据相关监管机构的审查数据及其评价,肯定其取得的成绩(相应地认识其存在的不足),但另一方面一定要考虑到俄罗斯上市公司合规审查的具体方式——俄中央银行依据上市公司提供的数据和资料进行分析进而作出相应的判断和评价,而不是由中央银行自己深入上市公司一线亲自调查。考虑到这一点是非常重要的。同时,我们还应该重视相对超脱的第三方机构对俄罗斯公司(包括上市公司)的合规状况进行的研究以及由此得出的结论。

总体而言,俄罗斯上市公司的合规程度还不高,存在的问题也不少,问题集中在公司对有关董事会规制的遵循还有相当大的差距,特别是公司对不遵

循某些条款的解释还需要下更大的功夫。

第五,俄罗斯上市公司合规状况的进一步改善需要国际国内政治、经济、文化环境的优化。上市公司实践最优公司治理的最重要的理由是取得投资者的信赖,获得投资者的支持,实现公司市值的提升和直接融资,从而获得更好的发展,实现各方利益相关者的利益最大化。这就需要一个良好的市场环境,有一个繁荣的资本市场。但就俄罗斯目前的实际情况来看,克里米亚危机导致的西方制裁还看不到解除的征兆,国外资本市场的投资者还无法顺畅地投资于俄罗斯上市公司,国内资本市场资金有限,一句话,上市公司还缺乏进一步优化合规状况的资本市场激励。

另外,国际市场上大宗商品的行情也是一个重要影响因素。鉴于俄罗斯上市公司的行业属性、俄罗斯出口的产品结构,一旦国际市场行情看涨,俄罗斯上市公司就可以获得来自国际商品市场的高额回报,自有资金就会成为事业发展的方便手段,从而弱化提高合规水平进而获得资本市场支持的激励。更进一步来说,国家深度参与大公司尤其是上市公司的全部经济活动(高份额股权、政府高级官员进入董事会和经理层,国家以黄金股——一股否决权参与公司重大活动的决策等)也是优化俄罗斯公司治理水平的重大约束条件。全社会对于股市投资、公司直接融资的认知和认可也需要一个过程。同时,市场经济也是法治经济,全社会,包括政府、企业界、社会团体、家庭和个人依法活动,重合同守信用也是上市公司改善和提高合规水平的约束条件,这方面的全面改观不是短时间能够完成的任务。

第六,鉴于上市公司是俄罗斯企业中的佼佼者这一事实,联系上述俄罗斯上市公司的合规水平及其改善的条件,我们可以对俄罗斯公司治理的总体水平,也就是企业制度建设的实际状况作一个简略的判断,那就是:制度环境初步具备,制度安排趋于完善;但真正的高质量、大面积、可持续的合规实践还有待时日,更进一步地说,这将是与整个经济体的转轨共进退的历史过程。

(责任编辑:李丹琳)