

Ramy prawne skutecznego nadzoru korporacyjnego: analiza porównawcza wybranych krajów transformujących się¹

*Iraj Hashi*²

1. Wprowadzenie³

Nadzór korporacyjny to zestaw praw i mechanizmów rządzących zachowaniem firmy, który chroni akcjonariuszy, inwestorów i wierzycieli przed niewłaściwym działaniem menadżerów i dużych stakeholderów⁴ oraz zachęca ich do finansowania i kredytowania firmy. Rozwój gospodarki rynkowej w Europie Środkowej i Wschodniej oraz nieuniknione wejście niektórych krajów regionu do Unii Europejskiej wzmocniły przekonanie, że nadzór korporacyjny ma fundamentalne znaczenie dla transformacji oraz dla odnowy gospodarczej i wzrostu gospodarczego byłych krajów socjalistycznych. Istotnie, 14 lat postsocjalistycznego rozwoju pokazało, że gdy rozwijają się instytucje nowego rynku, to bardziej zaawansowane, skomplikowane i złożone mechanizmy nadzoru korporacyjnego są niezbędne dla zabezpieczenia interesów akcjonariuszy, inwestorów i wierzycieli będących bardzo ważnymi agentami dynamicznej gospodarki. „Potrzebne mechanizmy nadzoru korporacyjnego”, najpierw zauważone przez Frydmana et al. (1993), są jeszcze ważniejsze w tych krajach obecnie, ponieważ system rynkowy już powstał, a kraje, przynajmniej ich część, zbliżają się do końca transformacji.

Shleifer i Vishny (1997) twierdzą, że efektywny nadzór korporacyjny powstaje wskutek dobrze rozwiniętych ram prawnych i aktywnego rynku kapitałowego lub dzięki skoncentrowanej własności. Bazując na tym twierdzeniu, La Porta et al. (1997 i 1998) udowodnił, że w krajach lepiej chroniących akcjonariuszy rynki finansowe są lepiej rozwinięte, a firmy mają lepszy dostęp do zewnętrznego finansowania i lepsze warunki do rozwoju⁵. Pistor et al. (2000) wykorzystali tę analizę w krajach przechodzących transformację, i zwrócili uwagę na efektywność i wpływ instytucji prawnych na finansowanie zewnętrzne. Podczas, gdy La Porta et al. zajmowali się analizą „anty-dyrektorskich” praw akcjonariuszy, praca Pistora et al. sku-

¹ Opracowanie przygotowano w ramach projektu badawczego „Partnerstwo dla corporate governance i wtórnej prywatyzacji w okresie transformacji” ze środków finansowych Agencji Stanów Zjednoczonych ds. Rozwoju Międzynarodowego (USAID), kontrakt SEGIR EP nr. PCE-I-00-00-00014-00, ref. Russia Task Order No. 803 Improvement of Economic Policy Through Think Tank Partnership Project. Zawarte w opracowaniu opinii, konkluzje i wnioski wyrażają osobiste poglądy autora i niekoniecznie odzwierciedlają stanowisko Agencji Stanów Zjednoczonych ds. Rozwoju Międzynarodowego. Tłumaczenie z języka angielskiego: Justyna Gieżyńska.

² Szkoła Biznesu Uniwersytetu Staffordshire w Stoke-on-Trent, Wielka Brytania.

³ Jestem wdzięczny kolegom i przyjaciółom w wielu krajach przechodzących transformację, którzy pomogli w przygotowaniu ankiet, Jenny Herbert za pomoc w zebraniu i zestawieniu danych i przedzieranie się przez multum aktów prawnych oraz Zorice Kalezić za asystę badawczą.

⁴ Przedstawiciele grup interesów nie związanych z własnością. W polskiej literaturze przedmiotu można także spotkać określenie „interesariusze” (przyp. red.).

⁵ Podobnie przy analizie regulacji rządzących polską i czeską giełdą, praca Gleasera et al. (2001) pokazała, że dzięki regulacjom chroniącym interesy inwestorów i akcjonariuszy mniejszościowych stało się możliwe zebranie ponad miliarda dolarów na nowe i istniejące firmy w Polsce i uruchomienie 138 ofert publicznych (do 1998 r.), podczas gdy nic takiego nie było możliwe na Praskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

piła się na innych aspektach, takich jak uwarunkowania prawne dla prawa głosu i wycofania się⁶ oraz możliwości akcjonariuszy do oparcia się posiadaczom dużych pakietów akcji.

Ponadto interpretacja tradycyjnego problemu pryncypała i agenta (tzn. konfliktu pomiędzy właścicielami i menadżerami) posłużyła do zanalizowania innych konfliktów interesów w firmach (np. pomiędzy akcjonariuszami mniejszościowymi i posiadającymi pakiety kontrolne, pomiędzy akcjonariuszami a pracownikami, lub pomiędzy menadżerami a wierzycielami) (La Porta et al. (1999), Berglof i von Thadden (1999), Pistor et al. (2000)). La Porta et al. na przykład pokazał, że duże firmy na świecie są z reguły zdominowane przez skoncentrowaną formę własności (rodziny lub rządy) i że ochrona akcjonariuszy mniejszościowych przed (potencjalnie) dominującymi akcjonariuszami jest stałym zagadnieniem w nadzorze korporacyjnym.

Przekształcenia własnościowe przebiegające w wielu gospodarkach przejściowych, szczególnie tych, w których odbywa się masowa prywatyzacja, początkowo spowodowały powstanie rozproszonej struktury własności w masowo prywatyzowanych firmach. Jednakże od połowy lat dziewięćdziesiątych firmy te wykazują gwałtowny wzrost koncentracji własności. Proces koncentracji własności w firmach sprywatyzowanych metodami prywatyzacji masowej w Polsce, Słowenii i na Węgrzech został szczegółowo przedstawiony przez Błaszczuk et al. (2003). Przykładowo w Czechach prawie połowa firm sprywatyzowanych w ramach prywatyzacji masowej obecnie posiada dominujących właścicieli kontrolujących ponad 50% akcji (Grosfeld i Hashi, 2003). Berglof i Pajuste (2003) doszli do podobnego wniosku analizując koncentrację zarówno praw własności jak i praw kontroli w dużych notowanych spółkach w dwunastu krajach gospodarki przejściowej (łącznie ze wszystkimi krajami akcesyjnymi). Ta wzmożona koncentracja własności i kontroli, a także powstawanie dominujących właścicieli w firmach gospodarek przechodzących transformację wskazały na ważkość mechanizmów nadzoru korporacyjnego. Szczególnie ważne są te mechanizmy, które dotyczą ochrony drobnych akcjonariuszy i wymogów jawności i transparentności nałożonych na kierownictwo, czyli mechanizmów prawa głosu i wycofania się⁷.

W rozwiniętych gospodarkach rynkowych trwa dyskusja na temat nadzoru korporacyjnego oraz potrzeby udoskonalania ram prawnych. Kraje OECD i Unii Europejskiej, a także wielonarodowe organizacje profesjonalne stworzyły kodeksy obowiązkowych i dobrowolnych zachowań mających na celu udoskonalanie systemu nadzoru korporacyjnego⁸. Ramy prawne oraz ustalenia dobrowolne rozwinięte w tych krajach stworzyły normy, z których mogą brać przykład gospodarki przejściowe.

Niniejsza praca ma na celu porównanie ram prawnych nadzoru korporacyjnego w wybranych krajach przechodzących transformację, aby określić dotychczasowy postęp i przedstawić niedociągnięcia obecnego systemu. Praca zidentyfikuje różnice pomiędzy systemami nadzoru korporacyjnego w poszczególnych krajach o gospodarce przejściowej. Studium podzielone zostało na cztery części. Trzy kolejne rozdziały dotyczą konkretnych aspektów prak-

⁶ Termin Alberta Hirschmana: *voice and exit* (ang.) (przyp. tłum.).

⁷ Dyskusja o prawie głosu i wycofania się została podjęta przez Roe (1993) i Hashi (1998). Jedynym autorem, który staje w opozycji do powszechnie przyjętej opinii, że nadzór korporacyjny ma wielkie znaczenie, jest Mihályi (2002), który twierdzi, że wraz ze wzrostem działalności wielonarodowych firm w Europie Środkowej i Wschodniej i wejściem tych krajów do UE nadzór korporacyjny staje się raczej „nieistotny”. Jednakże ograniczony wpływ firm zagranicznych w gospodarkach przejściowych z jednej strony i stałe zainteresowanie kodeksem nadzoru korporacyjnego a także systemami prawnymi regulującymi rynki zachodnie z drugiej, szczególnie w świetle skandali w korporacjach Enron i Worldcom, zdają się zaprzeczać poglądom Mihályi’ego.

⁸ Szczegółowe badania porównawcze ram prawnych w krajach UE zostały przeprowadzone przez OECD (2002). Szczególnie istotne dla obecnej dyskusji są: „Zasady nadzoru korporacyjnego OECD” (OECD, 1999); oświadczenie o zasadach nadzoru korporacyjnego opracowane przez International Corporate Governance Network (ICGN, 1999); zasady i zalecenia dotyczące nadzoru korporacyjnego opracowane przez European Association of Securities Dealers (EASD, 2000); wytyczne Euroshareholders 2000.

tyki nadzoru korporacyjnego w wybranych krajach. Są to: prawa akcjonariuszy, równorzędne traktowanie wszystkich akcjonariuszy oraz obowiązki zarządów i rad nadzorczych firm. Nawiązują one do pierwszych trzech części Zasad OECD, a także innych zainteresowanych organizacji (zob. przypis 5). Praca zakończona jest wnioskami.

Dane do analizy w każdej z części zostały zebrane poprzez ankietę dotyczącą różnych aspektów nadzoru korporacyjnego wypełnioną oddzielnie dla każdego kraju. Ankietowani to prawnicy, ekonomiści, akademicy, badacze i uczestnicy rynku kapitałowego, czyli profesjonalści zaangażowani w badanie oraz/lub praktykę nadzoru korporacyjnego (zob. kwestionariusz w Aneksie 1).

2. Prawa akcjonariuszy

Prawa akcjonariuszy są tematem Zasady I dobrych praktyk OECD i stanowią podstawę każdego systemu nadzoru korporacyjnego. Rozdzielenie własności i kontroli, a także potencjalny konflikt pomiędzy pryncypałem i agentem w spółkach akcyjnych podkreślają wagę praw akcjonariuszy, w szczególności prawo do partycypowania w podejmowaniu ważnych decyzji tak na zwyczajnym, jak i nadzwyczajnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Aby to prawo mogło być wykorzystane, prawo powinno zawierać procedury, dzięki którym akcjonariusze będą należycie i w odpowiednim czasie informowani o zgromadzeniach i w związku z tym będą mogli uczestniczyć w podejmowaniu decyzji bez narażania się na niewygodę lub koszty. Ponadto, koniecznym jest, aby geograficzna odległość nie uniemożliwiała im wzięcia udziału w procesie podejmowania decyzji⁹.

Wdrożenie tych założeń wymaga przede wszystkim wiarygodnego rejestru akcjonariuszy oraz możliwości głosowania korespondencyjnego i przez pośrednika. Większość z tych wymagań jest powszechnie spełniana w krajach OECD, lecz system prawny i praktyka gospodarek przejściowych nie zawsze stosuje się do tych zasad. Tabela 1 podsumowuje sytuację prawną akcjonariuszy w wybranych krajach¹⁰.

Oczywiście, w różnych krajach istnieją zróżnicowane sposoby, w jakie właściciel bierze udział w procesie podejmowania decyzji, choć w większości przypadków wyraźnie zarysowuje się trend do wypełniania założeń OECD. Wydaje się, że niezależne rejestry akcjonariuszy istnieją w większości krajów, szczególnie w krajach akcesyjnych. Zawiadomienia o walnych zgromadzeniach akcjonariuszy zazwyczaj przekazywane są za pomocą mediów a nie listów wysyłanych do indywidualnych akcjonariuszy. W sytuacji, gdy często używa się akcji na okaziciela, takie rozwiązanie wydaje się być właściwym¹¹. Natomiast możliwość głosowania korespondencyjnego nadal jest nieosiągalna w większości krajów, a głosowanie przez pośrednika, choć możliwe technicznie, jest w większości krajów obwarowane warunkiem, że pośrednik musi dysponować oficjalnym upoważnieniem. Ponadto w niektórych krajach akcje muszą zostać zdeponowane u osób trzecich przez pewien minimalny okres przed zgromadzeniem akcjonariuszy. Wymogi te bardzo wyraźnie osłabiają możliwości akcjonariuszy do brania udziału w podejmowaniu decyzji oraz wpływaniu na ich charakter. Dodatkowo dają one żyzny grunt do nadużyć ze strony akcjonariuszy posiadających pakiety kontrolne.

⁹ Zasada II.A.3 OECD mówi, że spółki nie powinny utrudniać (także pod względem kosztów) akcjonariuszom dostępu do głosowania na walnych zgromadzeniach.

¹⁰ Innym aspektem uprawnień akcjonariuszy jest ich prawo do tego, aby być właściwie poinformowanym na temat sytuacji finansowej spółki i czynników materialnych, które mogą na tę sytuację wpłynąć. To zagadnienie będzie dyskutowane w części poświęconej odpowiedzialności zarządu i rady nadzorczej.

¹¹ Pewnym niepokojącym zagadnieniem o podobnej tematyce, szczególnie w gospodarkach przejściowych, jest istnienie bardzo popularnych akcji na okaziciela. Naturalnie przy takich akcjach możliwości głosowania przez pośrednika lub korespondencyjnie są ograniczone, gdy spółce nie jest znana tożsamość właścicieli.

Tabela 1. Niektóre aspekty uprawnień akcjonariuszy umożliwiające im partycypację w podejmowaniu decyzji

Kraj	Niezależny rejestr akcji	Głosowanie korespondencyjne	Głosowanie przez pośrednika	Zawiadomienie o walnym zgromadzeniu
Albania	Tak	Nie	Tak ^b	Ogłoszenie w środkach masowego przekazu lub powiadomienie listowne
Bułgaria	Nie	Nie	Tak	Ogłoszenie w Gazecie Państwowej
Czechy	Tak	Nie	Tak (konieczna jest plenipotencja)	Ogłoszenie w jednej gazecie ogólnokrajowej lub powiadomienie listowne
Litwa		Tak ^a	Tak ^a	Ogłoszenie w środkach masowego przekazu lub powiadomienie listowne
Macedonia	Nie	Tak	Tak	Ogłoszenie publiczne lub zaproszenia listowne
Polska	Tak	Nie	Tak ^c	Sposoby zawiadamiania nie są podane ^d
Rumunia	Tak	Nie	Tak (konieczne jest upoważnienie)	Ogłoszenie w Gazecie Państwowej i dzienniku lub powiadomienie listowne ^e
Rosja	Tak	Tak	Tak	Poprzez listy polecone do akcjonariuszy ^f
Słowenia	Tak	Nie	Tak	Ogłoszenie w gazetach ogólnokrajowych lub na stronie WWW spółki

Uwagi:

^a Tylko jeśli pozwala na to statut spółki.

^b Tylko spółki z więcej niż 50 pracownikami.

^c Na regulowanym segmencie rynku.

^d Jeżeli akcje są imienne, to zawiadomienie o walnym zgromadzeniu *może* zostać przekazane akcjonariuszom pocztą.

^e Jeżeli akcje są imienne.

^f Lub zgodnie z rozwiązaniem zawartym w statucie spółki (np. przez zaproszenie w gazecie lub telewizji).

3. Równorzędne traktowanie wszystkich akcjonariuszy

Kodeks dobrej praktyki OECD zaleca, aby wszyscy akcjonariusze (mniejszościowi i większościowi, zagraniczni i lokalni) bez względu na rodzaj posiadanych akcji byli traktowani jednakowo. Ważnym aspektem *równorzędnego traktowania* jest założenie *jedna akcja – jeden głos*, które stosuje się w wielu, acz nie we wszystkich, krajach OECD. Zgodnie z tą anglosaską praktyką, wszystkie akcje powinny mieć takie same prawa do głosu, w celu zaopatrzenia właściciela w proporcjonalną siłę wpływu na decyzje spółki. W wielu krajach (także OECD), praktykuje się również akcje bez prawa głosu, akcje ze zwiększoną liczbą głosów itp. W innych jeszcze krajach uprawnienia dużych akcjonariuszy są ograniczone, co w praktyce pomniejsza siłę ich głosu w porównaniu z akcjonariuszami mniejszościowymi. W takich sytuacjach akcjonariusze mniejszościowi wywierają zbyt duży wpływ na podejmowanie decyzji. Zasady OECD nie preferują jakiegokolwiek rozwiązania, zaś w niektórych krajach pewne rodzaje akcji z prawem do głosu są albo ograniczane albo się od nich odchodzi (np. Dania, Grecja). ICGN (1999) także postrzega odejście od zasady „jedna akcja – jeden głos” jako niepożądane.

Kolejnym aspektem równego traktowania jest traktowanie akcjonariuszy mniejszościowych. Akcjonariusze ci mogą stawać się celem oportunistycznych, a czasami nawet nieuczciwych zachowań ze strony akcjonariuszy większościowych. W istocie, zagadnienie równego traktowania akcjonariuszy staje się niezwykle istotne w momencie, gdy wielcy akcjonariusze mają możliwość egzekwowania większej kontroli niż zezwalają im na to ich przyznane przez prawo uprawnienia własnościowe (może się tak dzieć, kiedy ma miejsce albo rozpro-

szczenie własności, albo niektóre akcje mają więcej niż jeden głos)¹². Dlatego potrzebne są specjalne mechanizmy dla zapewnienia równego traktowania wszystkich akcjonariuszy. Akcjonariusze mniejszościowi mogą być chronieni na szereg sposobów: (i) wymóg uzyskania kwalifikowanej większości przy podejmowaniu pewnych ważnych decyzji na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy pozwala mniejszości zablokować niektóre decyzje (takie jak powiększenie kapitału, likwidacja, fuzja i inne); (ii) nałożenie na walne zgromadzenia akcjonariuszy wymogu wysokiego kworum; (iii) przyznanie miejsca w radzie nadzorczej reprezentantowi akcjonariuszy mniejszościowych (głosowanie oddzielnymi grupami); (iv) prawo do zakupu akcji proporcjonalnie do obecnej liczby posiadanych akcji, kiedy kapitał zakładowy spółki ulega podwyższeniu (tzw. prawo pierwokupu); (v) prawo do wstąpienia na drogę sądową przeciwko menedżerom, jeżeli ich działalność szkodzi spółce (tzw. *oppressed minority rule*)¹³. Tabela 2 podsumowuje przepisy prawne dotyczące równego traktowania akcjonariuszy i ochrony mniejszości.

Tabela 2. Równe traktowanie akcjonariuszy (łącznie z akcjonariuszami mniejszościowymi)

Kraj	„Jedna akcja – jeden głos” jako norma ^a	Kworum na walnym zgromadzeniu (% obecnych z prawem głosu)	Kwalifikowana większość przy ważnych decyzjach (% akcji obecnych na WZA)	Prawo pierwokupu akcji w nowych emisjach	Prawo akcjonariuszy mniejszościowych do skarzania decyzji zarządu	Prawo akcjonariuszy mniejszościowych do wybierania swoich przedstawicieli do rad nadzorczych
Albania	Tak	51%	75%	Nie	Nie	Nie
Bułgaria	Tak	Nie ma	67%	Tak	Nie	Nie
Czechy	Tak ^b	30%	67% ^d	Tak	Tak	Nie
Litwa	Tak	50%	66%	Tak ^f		
Macedonia	Nie	50% ^c	75%	Tak	Nie	Nie
Polska	Nie	Nie ma	67% ^c	Nie	Tak	Tak
Rumunia	Tak	50%	75%	Tak ^g	Tak	Tak ^h
Rosja	Tak	50%	75%	Tak	Tak	Nie
Słowenia	Tak	Nie ma	75%	Tak	Tak	Nie

Uwagi:

^a W trakcie prywatyzacji w niektórych krajach stworzono tzw. złote akcje, które dały państwu (jako właścicielowi złotej akcji) dodatkowe uprawnienia. Nie zostały one uwzględnione w tabeli.

^b Jest jednak możliwe wprowadzenie ograniczenia prawa głosu największych akcjonariuszy (*voting cap*).

^c 50% akcji z prawem do głosu.

^d Aby przestać być spółką notowaną, potrzeba 75-procentowej większości kwalifikowanej.

^e Inne ważne decyzje wymagają 75%, 80% i 90% głosów.

^f Chyba że walne zgromadzenie akcjonariuszy zadecyduje inaczej (jest konieczna 75-procentowa większość kwalifikowana).

^g Nie jest to wymóg prawny, ale może zostać włączony do statutu spółki.

^h Jest to prawnie dopuszczalne, ale nie było jeszcze praktykowane.

Oczywiście, wszystkie kraje podjęły pewne kroki, aby stworzyć lub poprawić swoje przepisy prawa zapewniające równe traktowanie akcjonariuszy łącznie z akcjonariuszami mniejszościowymi. Zasada „jedna akcja – jeden głos” wydaje się być normą w większości

¹² Co interesujące, w wielu krajach UE (szczególnie w Austrii, Belgii, Niemczech i Włoszech) większość spółek notowanych na giełdzie ma akcjonariuszy posiadających pakiety kontrolne większe niż 50% akcji (Barca i Brecht, 2001).

¹³ Niniejsza lista nie jest wyczerpująca, lecz zawiera kilka najbardziej podstawowych sposobów chronienia mniejszości przed nadużyciami ze strony dużych akcjonariuszy.

krajów. Jeśli chodzi o uprawnienia akcjonariuszy mniejszościowych, większość krajów wprowadziła zasady kworum i wymogu większości kwalifikowanej dla walnych zgromadzeń akcjonariuszy. Kraje akcesyjne, jednakże, wydają się mieć mniej restrykcyjne przepisy niż kraje nie ubiegające się o wejście do Unii Europejskiej (niższe kworum na zgromadzeniach, niższy procent głosów przy decyzjach wymagających większości kwalifikowanej)¹⁴. Prawo pierwokupu obowiązuje w prawie wszystkich krajach (z wyjątkiem Polski¹⁵), a zasada *oppressed minority rule* również znajduje się w statutach większości krajów. Co ciekawe, tylko w Polsce i Rumunii akcjonariusze mniejszościowi mają prawo do posiadania jednego członka w radzie nadzorczej spółki (w Rumunii i ten warunek jest rzadko spełniany). Możliwość pozwania kierownictwa do sądu przez akcjonariuszy mniejszościowych doprowadzało czasem do nadużyć tego prawa przez akcjonariuszy mniejszościowych. Choć takie nadużycia są rzadkością (zob. przykłady w Błaszczuk, Hoshi i Woodward 2003), politycy powinni być świadomi ich potencjalnego pojawienia się i powinni stworzyć mechanizmy zmierzające do ich ograniczenia¹⁶.

4. Jawność, transparentność i odpowiedzialność rady nadzorczej i zarządu

Interesy akcjonariuszy, właścicieli pakietów i menadżerów artykułowane są na posiedzeniach rady nadzorczej i zarządu. Tamże objawiają się różne typy konfliktu interesu. Z tego powodu, a także po kilku zapytaniach i raportach na ten temat, wiele krajów OECD optowało za tym, by wprowadzić wymóg włączenia do składu rad nadzorczych lub zarządu pewnej liczby członków którzy są niezależni od spółki i od akcjonariuszy. Będąc rzeczywiście niezależnymi (ponieważ zazwyczaj menedżerowie i duzi akcjonariusze wybierają do tych organów swoich przedstawicieli), tacy członkowie są w stanie wyrażać bezstronne opinie w przypadku konfliktu interesów. Różne kodeksy dobrej praktyki zachęcają do obecności sensownej liczby „niezależnych” czy też „nie-zarządzających” członków w radzie nadzorczej i zarządzie, ale wystarczająco licznych, by zachować niezależność rady nadzorczej i zarządu w przypadkach krytycznych i w razie konfliktu interesów. Prawie wszystkie gospodarki przejściowe zastosowały tzw. niemiecki model¹⁷ dwupoziomowego systemu zarządzania (rada nadzorcza i zarząd)¹⁸. Chociaż istnieje techniczne rozdzielenie funkcji pomiędzy radą nadzorczą i zarządem tak, aby członkowie rady nie zajmowali się codziennym kierowaniem firmą, rada pozostaje reprezentantem właścicieli, a konkretnie nie wszystkich właścicieli a jedynie właścicieli du-

¹⁴ W Bośni-Hercegowinie wymóg 75% większości kwalifikowanej, nałożony przez ustawę o przedsiębiorstwach Republiki Serbskiej, spowodował niemożność zmiany nieefektywnych menadżerów i członków rady nadzorczej czy zarządu przez akcjonariuszy większościowych. To samo prawo także pozwala akcjonariuszom mniejszościowym zostać członkami rady nadzorczej.

¹⁵ Należy zwrócić uwagę, że polskie prawo pozwala na wprowadzenie prawa pierwokupu akcji. W odróżnieniu od innych krajów, w Polsce prawo pierwokupu nie jest obowiązkowe. To samo dotyczy wymogów kworum na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy.

¹⁶ W sytuacji zagrożenia popełnienia nadużyć przez akcjonariuszy mniejszościowych i obecności lepszego prawa te pozornie mniej restrykcyjne metody mogą okazać się nie mniej skuteczne (zob. następny rozdział). Należy dodać, że w niektórych krajach pewne decyzje rad nadzorczych i zarządu wymagają jeszcze większej większości kwalifikowanej, niż podano w tabeli 2 (np. na Litwie podjęcie uchwały w sprawie likwidacji prawa pierwokupu wymaga 75% głosów).

¹⁷ Nazywany także modelem kontynentalnym (przyp. red.).

¹⁸ Oczywiście, rada nadzorcza i zarząd mogą się różnie w różnych krajach nazywać (np., rada administracyjna w Rumunii i rada dyrektorów w Rosji) choć ich zasadnicze cechy pozostają takie same. Jedynym wyjątkiem jest Kosowo, gdzie „Rozporządzenie o podmiotach gospodarczych” (UNMIK 2001) wprowadziło anglosaski model jedynej rady dyrektorów dla spółek akcyjnych, jedynie dopuszczając możliwość wyboru innego modelu przez walne zgromadzenie akcjonariuszy. Także w Bułgarii na początkowym etapie transformacji spółki miały możliwość wyboru modelu.

zych pakietów. Koncepcja „niezależnych” członków jest całkiem nowa i nadal nie jest praktykowany nawet w największych spółkach w większości krajów przechodzących transformację.

Podjęcie decyzji inwestycyjnych przez potencjalnych inwestorów, a także efektywne działanie kontroli korporacyjnej i rynku menadżerów wymaga dokładnych i w porę przekazywanych informacji o różnych aspektach dokonań spółek i ich sytuacji własnościowej. Odpowiedzialność za dostarczenie takich informacji spoczywa na radzie nadzorczej i zarządzie. Właśnie z tego powodu od spółek wymaga się regularnego upubliczniania danych księgowych poświadczanych przez niezależnych audytorów; spółki notowane na giełdzie muszą upubliczniać swoje dane jeszcze częściej.

Ponadto członkowie rad nadzorczych i zarządu, a także menadżerowie zobowiązani są, poprzez restrykcje związane z wiedzą o działalności firmy, do zachowania w tajemnicy informacji konfidencyjnych i mogących wpływać na zmianę cen; nie wolno im użyć takich informacji dla celów własnych. Tak samo po to, aby zapobiec nadużyciu swoich uprawnień przez członków rady nadzorczej i zarządu, komisje odpowiadające za audyt, wynagrodzenia i obsadzanie stanowisk (składające się w większej części lub całości z niezależnych członków) zajmują się nadzorem nad przygotowaniem oświadczeń finansowych spółki i przygotowują propozycje dotyczące wynagrodzenia członków rady nadzorczej, zarządu i menadżerów oraz obsadzania stanowisk w organach spółki.

Rynki finansowe i potencjalni inwestorzy zainteresowani są również posiadaniem informacji o strukturze własności spółki i interesach własnościowych członków rad nadzorczych i zarządu. Dlatego powstał wymóg prawny, w myśl którego nie tylko deklaruje się interesy własnościowe członków, ale także tożsamość największych akcjonariuszy spółki i każdego właściciela osiągającego określony próg własności (3% w Wielkiej Brytanii, 5% w większości krajów OECD).

Wreszcie, Zasada III OECD uznaje prawa innych stakeholderów w spółce i zachęca do współpracy pomiędzy firmą a jej akcjonariuszami. Główni stakeholderzy w spółce to pracownicy, klienci, wierzyciele, dostawcy i rząd. Spośród tych grup, pracowników traktuje się specjalnie i oferuje im się takie przywileje, jak konsultacje i reprezentację w radzie nadzorczej. W gospodarkach przejściowych sytuacja jest zróżnicowana. W krajach z tradycjami partycypacji pracowniczej (np. była Jugosławia i Polska) naturalnym było, że pracownicy mieli swoich reprezentantów w radach nadzorczych. Niektóre kraje bez takich tradycji też praktykują podobny sposób zarządzania (np. Czechy). Tabela 3 podsumowuje niektóre cechy zarządu i rad nadzorczych spółek oraz członkostwo w nich; określa także wymogi transparentności i jawności w niektórych gospodarkach przejściowych.

Jak wspomniano powyżej, koncepcja niezależnych członków rady nadzorczej i zarządu znajduje się w gospodarkach przejściowych, nawet w krajach akcesyjnych, w powojakach. Tylko Polska i Rosja wprowadziły *zalecenie*, aby włączać niezależnych członków do rad nadzorczych i zarządu na zasadzie dobrowolności. Podobnie rzadka jest reprezentacja pracowników w radach nadzorczych; Słowenia i Czechy są jedynymi krajami, w których istnieje statutowa reprezentacja pracowników na poziomie rady nadzorczej i zarządu. Z drugiej jednak strony, praktyka wykorzystywania niezależnych audytorów i regularnego raportowania finansowego jest mocno ugruntowana we wszystkich omawianych krajach (w niektórych krajach istnieje nawet konieczność raportowania kwartalnego).

Ujawnienie informacji o dużych właścicielach spółki posiadających więcej niż określoną progowo ilość akcji jest praktykowane we wszystkich krajach, większość z nich przyjmuje 5% próg oraz inne wyższe progi. W większości przypadków konieczność ogłoszenia wezwania do sprzedaży akcji innym akcjonariuszom cechuje się progiem pomiędzy 30% a 50% i jest okazją, by zapewnić akcjonariuszom mniejszościowym wycofanie się bez strat finansowych, jeśli pojawi się inwestor posiadający kontrolny pakiet akcji. Jednakże w niektórych krajach,

np. w Rosji, efektywność takiego warunku jest zredukowana przez fakt, że niektórzy duzi akcjonariusze to spółki zarejestrowane za granicą i prawdziwa tożsamość ich właścicieli pozostaje niejawna. Ponadto można przypuszczać, że istnieją wzajemne powiązania własnościowe i holdingi-piramidy, co także ukrywa prawdziwą tożsamość takich właścicieli (zob. przykłady w Berglof i Pajuste, 2003).

Tabela 3. Rada Nadzorcza, zarząd, jawność i transparentność

Kraj	Niezależni członkowie w radzie nadzorczej i/lub zarządzie	Niezależni audytorzy	Wymóg składania raportów finansowych dla spółek notowanych	Próg ujawniania danych o akcjonariuszu	Konieczność ogłoszenia wezwania do sprzedaży (próg) ^c	Upublicznienie udziału kadry kierowniczej we własności oraz jej zarobków	Kadencja dyrektora generalnego (w latach)
Albania	nie	tak	nie dotyczy	nie ma	nie ma	nie	3
Bułgaria	nie ^a	tak	kwartalnie	5%		nie	3
Czechy	nie	tak	co pół roku	5% ^d	40 i 50%	częściowo ^g	5
Litwa		tak					4
Macedonia	nie	tak	kwartalnie	10%	45%		6
Polska	nie ^b	tak	kwartalnie	5%	50%	tak	5
Rumunia	nie	tak	co pół roku	5%	50,1 i 75%	nie	4
Rosja	nie ^e	tak	kwartalnie	5%	30%+ ^f	tak	5
Słowenia	nie	tak	rocznie	5%		częściowo ^g	8

Uwagi:

^a Z wyjątkiem spółek publicznych, gdzie 1/3 rady nadzorczej musi być niezależna.

^b Kodeks dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego *zaleca*, aby 50% członków rady nadzorczej było niezależnych (dla jednoosobowych spółek Skarbu Państwa prawo wymaga 3/5 niezależnych członków w radach nadzorczych).

^c Zalecane przez kodeks postępowania korporacyjnego, choć praktyka ta ogranicza się tylko do niektórych największych spółek.

^d Każdy outsider może dowiedzieć się o tożsamości akcjonariusza, który osiąga próg 10%.

^e Akcjonariusz osiągający ten próg musi ogłosić wezwanie do sprzedaży akcji należących innych akcjonariuszy.

^f Ten wymóg może być wycofany przez statut spółki lub walne zgromadzenie akcjonariuszy.

^g Pokazuje się tylko ogólną sumę.

Wyższa kadra kierownicza spółek w gospodarkach przejściowych nadal posiada znaczną władzę. Jej kadencja jest zazwyczaj bardzo długa (3-8 lat, średnio 5). W porównaniu z krajami UE jest to długo — w Wielkiej Brytanii Cadbury Committee zalecało dla wyższej kadry kierowniczej kontrakty roczne lub dwuletnie (Cadbury, 2002r.). Podobnie sprawy przedstawiają się, jeśli chodzi o posiadane akcje i płace menadżerów i członków rad nadzorczych i zarządu, większość krajów nadal utrzymuje tę wiedzę za woalem tajemniczości i w najlepszym razie podaje inwestorom i rynkom częściową informację (np. wartość agregowana wynagrodzenia i akcji posiadanych przez menadżerów).

Wszystkie kraje posiadają przepisy prawa przeciw nadużyciom uprawnień menadżerów. Niemal wszędzie zabrania się działań w zмовie z innymi, pozwalających na sztuczne manipulowanie cenami akcji dla celów własnych. Wykorzystywanie informacji wewnętrznych dla własnego profitu (*insider trading*) jest także oczywistym łamaniem prawa. W obydwu tych przypadkach do kar zalicza się: kary pieniężne, karę pozbawienia wolności oraz utratę prawa do zajmowania stanowiska dyrektora spółki. Wdrożenie i wyegzekwowanie litery prawa jest, niestety, niewystarczające, a procesy znacznej liczby menadżerów spółek w gospodarkach przejściowych nie kończą się ukaraniem winnych (przykładem mogą być skandale fi-

nansowe i przypadki nadużycia władzy, np. tzw. tunelowanie¹⁹, powodujące takie konsekwencje jak kryzys finansowy w Czechach lub rozruchy w Albanii z powodu upadających piramid finansowych).

Wreszcie należy zauważyć, że choć ramy prawne nadzoru korporacyjnego w rozważanych krajach są całkiem dobrze rozwinięte i spójne, nie oznacza to, że ich wdrażanie i egzekwowanie jest w praktyce równie skuteczne. Zaiste, jak wielokrotnie zaobserwowano, wdrażanie i egzekwowanie prawa w krajach przechodzących transformację jest znaczącym problemem. W ostatnich latach wielu autorów oraz wiele instytucji zajmowało się rozwojem ram prawnych i problemem ich egzekwowania w gospodarkach przejściowych (La Porta et al., 1997; Pistor et al., 2000; Kaufman et al., 2002; oraz takie prace jak raport EBRD z serii *Transition Reports*). Opracowania te oferują ranking systemów prawnych, w szczególności rządów prawa oraz efektywność założeń prawnych w sektorze finansowym tych krajów. Tabela 4 podsumowuje dwa z ostatnich opracowań dotyczących egzekwowania prawa w omawianych krajach.

Tabela 4. Rządy prawa a efektywność regulacji finansowych

Kraj	Rządy prawa		Efektywność regulacji finansowych		
	1997/98	2000/01	1998	2001	2002
Albania	brak danych	brak danych	2-	2-	3
Bułgaria	-0,15	0,02	3	3	4
Czechy	0,54	0,64	3-	3	4-
Litwa	0,18	0,29	2	4-	4-
Macedonia	brak danych	brak danych	2	2	4-
Polska	0,54	0,55	3	3	4-
Rumunia	-0,09	-0,02	3-	3	4
Rosja	-0,72	-0,87	2	2+	4-
Słowenia	0,83	0,89	3-	4-	4-

Zródło: Kaufman et al. (2002); EBRD (1999 i 2002).

Staje się oczywistym, że pomimo wielu nowelizacji ram prawnych, ogólny stan rządów prawa w większości krajów jest niezadowalający. W analizie pod kierunkiem Kaufmana szczególnie Rosja wypada blado, a jej wyniki ciągle się pogarszają, podczas gdy Polska i Czechy wydają się być w o wiele lepszej sytuacji. Jeśli chodzi o efektywność regulacji finansowych, to w większości krajów ona się poprawiła osiągając zadowalające wyniki, choć w świetle naszych badań poprawa w roku 2002 jest raczej zaskakująca. Jednakże, aby uzyskać pozycję rozwiniętych gospodarek rynkowych (wynik 4+), omawiane kraje muszą włożyć jeszcze sporo wysiłku.

5. Wnioski

Efektywny nadzór korporacyjny jest podstawą procesu regeneracyjnego w gospodarkach przejściowych. Usprawnia on funkcjonowanie i wyniki przedsiębiorstw poprzez zmniejszanie konfliktów interesów i redukowanie okazji do zachowań nieuczciwych lub oportunistycznych. Poprawia jakość informacji dostępnej uczestnikom rynku kapitałowego i ułatwia dostęp do finansowania zewnętrznego. Wszystkie gospodarki przejściowe znacznie rozwinęły nadzór korporacyjny i zmierzają ku zaadoptowaniu zasad OECD w sposób dobrowolny lub obligatoryjny. W tej grupie Polska i Rosja mają najlepiej rozwinięte systemy nadzoru korporacyjnego.

Prawie we wszystkich krajach przechodzących transformację, rozwiązanie z radą nadzorczą i zarządem jest wzorowany na dwupoziomym systemie niemieckim: rada nadzorcza

¹⁹ Wyprowadzanie majątku i zysku poza spółkę przez największych akcjonariuszy (przyj. red.).

jest odpowiedzialna za strategiczne kierowanie firmą, nadzorowanie i monitorowanie kierownictwa, a zarząd zajmuje się bieżącym funkcjonowaniem firmy i jej kierowaniem. Możliwości wpływu akcjonariuszy na te organy poprzez prawo do głosowania i udział w podejmowaniu decyzji są jednak w wielu krajach ograniczone. Nie istnieje w zasadzie możliwość głosowania korespondencyjnego, a głosowanie przez pośrednika wymaga takich czasochłonnych poczynień, jak sporządzenie upoważnienia. Tak Polska jak i Rosja mają spore zaległości w tym względzie, należałoby wprowadzić regulacje zachęcające i ułatwiające ustanawianie niezależnych członków rad nadzorczych, co do tej pory nie udało się w żadnym z krajów tu omawianych. Kodeks dobrej praktyki nadzoru korporacyjnego w Polsce i w Rosji zaleca, by niezależni członkowie stanowili jedną trzecią składu rad.

Jeśli chodzi o ochronę praw akcjonariuszy mniejszościowych, to większość krajów przyjęła takie metody, jak określone kworum na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy i wymóg większości kwalifikowanej przy podejmowaniu ważnych decyzji. Inne metody, np. prawo pierwokupu, zasada konieczności ogłoszenia wezwania do sprzedaży po przekroczeniu progu i zasada *oppressed minority rule* funkcjonują tylko w niektórych krajach. Polska to jedyny kraj, gdzie akcjonariusze mniejszościowi mogą wspólnie wybrać członka rady nadzorczej swojej spółki, choć jest to także jedyny kraj akcesyjny, gdzie nie ma automatycznego prawa pierwokupu. Kwestia ta wymaga uwagi w ramach podejmowanych prac nad doskonaleniem obowiązującego prawa. Oczywiście ochronie praw mniejszości muszą towarzyszyć możliwości większości do zaangażowania się w działalność przedsiębiorstwa. Nadużycia ze strony mniejszości są potencjalnym problemem, którego kraje przechodzące transformację muszą być świadome, w związku z czym muszą stworzyć odpowiednie warunki prawne, które przy tym nie naruszałoby praw właścicieli mniejszościowych.

W ramach nadzoru korporacyjnego prawom innych akcjonariuszy w omawianych krajach nie poświęca się bezpośrednio uwagi. Jedynym wyjątkiem jest uznanie prawa pracowników do reprezentacji na poziomie rad nadzorczych w niektórych krajach (np. Czechy i Słowenia). Nie istnieją przepisy nakazujące konsultacji, zaangażowania w oraz dostarczania właściwych informacji wierzycielom, dostawcom czy agendom rządowym. Udział przedstawicieli pracowników w radach nadzorczych jest oczywiście zalecany przez Zasady OECD i jest praktykowany w kilku krajach UE. Co ciekawe, w Rosji praktyka ta jest powszechna, szczególnie w większych spółkach, choć nie jest prawnie wymagana. Jest to kolejny obszar, gdzie spółki mogą zanotować poprawę bez ryzyka niekorzystnego efektu na pracę ich organów zarządzających.

Wreszcie wszystkie kraje dysponują formami prawnymi pomagającymi w przypadkach łamania zasad: od kar pieniężnych do kar pozbawienia wolności i ograniczenia prawa do zatrudnienia na stanowisku kierowniczym w przyszłości. Jest to bardzo ważne i konieczne, choć niewystarczające, aby zniechęcić do sprzeniewierzeń i nadużyć władzy. Jednakże, mimo że rozwiązania prawne są w zasadzie dobre we wszystkich krajach, to stosowanie ich w praktyce jest dalekie od zadowalającego. W wielu krajach podstawowe zasady, takie jak: rejestracja akcjonariuszy, informacja dla walnych zgromadzeń i różne zasady, mające na celu ochrony właścicieli mniejszościowych nie są w pełni uwzględniane bądź są luźno wprowadzane w życie. W Polsce regulacje dotyczące spółek notowanych na GPW są bardzo rygorystyczne, lecz nie dotyczy to pozostałych firm. Także w Rosji poziom wdrażania prawa, poza pewnymi dużymi spółkami publicznymi, jest niewysoki. Tożsamość dużych inwestorów w wielu spółkach jest utajniona dzięki zarejestrowaniu za granicą, co zmniejsza zaufanie inwestorów do praw rządzących danym rynkiem finansowym. Aby przekonać inwestorów i wierzycieli, władze muszą zadbać o progres w tej dziedzinie. Wskaźnik efektywności prawnej Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju pokazuje znaczną poprawę w 2002 roku w stosunku do lat poprzednich. Poprawa ta nie jest zgodna się z wcześniejszymi opracowaniami innych badaczy oraz samego EBOR i musi być traktowana z ostrożnością.

Bibliografia

- Barca, F. i M. Brecht (2001), *The Control of Corporate Europe*, Oxford: Oxford University Press.
- Berglöf, E. i A. Pajuste (2003), Emerging Owners, Eclipsing Markets?, w Cornelius, P.K. i B. Kogut, eds, *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford: Oxford University Press.
- Berglöf, E. i E. L. von Tadden (1999), The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries. Mimeo [www.worldbank.org/research/abcde/washington11/pdfs/berglof.pdf].
- Blaszczyk, B., I. Hoshi i R. Woodward (2003), *Secondary Privatization in Transition Economies*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Cadbury, A. (2002), *Corporate Governance and Chairmanship, A Personal View*, Oxford: Oxford University Press.
- European Bank for Reconstruction and Development, *Transition Report*, various years.
- Frydman, R., E. S. Phelps, A. Raczynski i A. Schleifer (1993), Needed Mechanisms of Corporate Governance and Finance in Eastern Europe, *Economics of Transition*, 1(2), pp.171-207.
- Gleaser, E., S. Johnson i A. Shleifer (2001), Coase versus the Coasians, *Quarterly Journal of Economics*, 116, pp. 853-99.
- Grosfeld, I. i I. Hashi (2003), Mass Privatisation, Corporate Governance and Endogenous Ownership Structure, William Davidson Institute Working Paper No. 596 (July).
- Hashi, I. (1998), Mass Privatisation and Corporate Governance in the Czech Republic, *Economic Analysis*, 1(2), pp.87-134.
- International Corporate Governance Network (1998), *Statement on Global Corporate Governance Principles*, July [www.icgn.org].
- Kaufman, D., A. Kraay and P. Zoido-Lobaton (2002), Governance Matters II: Updated Indicators for 2000/01, World Bank Policy Research Working Paper.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer i R. W. Vishny (1997), Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, LII (3), pp. 1131-1150.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes i A. Shleifer (1998), Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106 (6), pp.113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes i A. Shleifer (1999), Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, 54(2), April.
- Mihalyi, P (2002), The Growing Irrelevance of Corporate Governance in Transition Economies, referat na konferencję Beyond Transition – Development Perspective and Dilemmas, organised by CASE Foundation, Warsaw 12-13 April 2002.
- OECD (1999), *Principles of Corporate Governance*, Paris: OECD.
- OECD (2002), *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States*, Paris: OECD (January).
- Pistor, K., M. Raiser S. Gelfer (2000), Law and Finance in Transition Economies, *Economics of Transition*, 8 (2), pp. 325-368.
- Roe, M. (1993), Some Differences In Corporate Structure in Germany, Japan and the United States. *The Yale Law Review*, 102, pp.1927-2003.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52, pp. 737-783.
- UNMIK (2001), Regulation No. 2001/6 on Business Organizations, *Official Gazette of Kosovo* [www.unmikonline.org].

Aneks 1. Kwestionariusz

Mechanizmy nadzoru korporacyjnego

Udział w podejmowaniu decyzji na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki

1. Czy wszystkie akcje mają takie samo prawo głosu, np. jedna akcja – jeden głos? Czy istnieją kategorie akcji, które mają więcej głosów niż inne kategorie?
2. Czy można głosować na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy korespondencyjnie?
3. Czy można głosować na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy przez pośrednika?
4. Ile wynosi wymagane kworum na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy?
5. Ile wynosi większość przy podejmowaniu decyzji na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy? Czy wymagana jest większość kwalifikowana (np. 66% lub 75%), aby podjąć niektóre ważne decyzje? Jakie są przykłady?
6. W jaki sposób informuje się akcjonariuszy o walnym zgromadzeniu akcjonariuszy? W gazetach (jakich – ogólnokrajowych, regionalnych, innych?) czy też poprzez wysyłanie listów do akcjonariuszy?

Rada nadzorcza (lub rada dyrektorów) oraz zarząd

1. Czy w radzie nadzorczej zasiadają „niezależni” dyrektorzy? Czy jest to rozpowszechnione?
2. Czy pracownicy mają swoich reprezentantów w radzie nadzorczej i zarządzie? W jakiej proporcji? Czy taka reprezentacja jest prawnie wymagana?
3. Jak długo (zazwyczaj) dyrektor generalny zarządza spółką?
4. Czy rada nadzorcza, zarząd lub pracownicy mogą wstrzymać wrogie przejęcie?

Prawa akcjonariuszy mniejszościowych

1. Czy właściciele znacznej części akcji mniejszościowych mogą wybrać członka rady nadzorczej? Czy 51% głosów wystarczy by wybrać członka rady nadzorczej?
2. Czy posiadanie 33% akcji daje właścicielowi jakieś specjalne uprawnienia (np. wetowanie niektórych decyzji rady nadzorczej czy wybieranie członka rady nadzorczej)?
3. Czy właściciele mniejszościowi mogą wszcząć postępowanie prawne przeciw dyrektorom za ich decyzje (*oppressed minority rule*)?
4. W przypadku podwyższenia kapitału, czy obecni akcjonariusze mają automatycznie prawo do zakupu nowych akcji – i tylko wtedy, gdy odmówią ich zakupu, akcje te mogą zostać sprzedane komuś innemu?

Problemy transparentności i monitoringu

1. Ile wynosi prawnie wymagany próg ujawnienia tożsamości akcjonariusza? (5%, 10%, 33%, 50%?)
2. Czy jest dopuszczalne istnienie tzw. akcjonariuszy nominalnych (zarejestrowanych jako akcjonariusze kiedy akcje należą do innej osoby) i czy jest prawnie wymagane ujawnienie tożsamości prawdziwego właściciela bądź nominalnego?

3. Czy istnieje wymóg ogłoszenia wezwania do sprzedaży po przekroczeniu określonych progów posiadania akcji przez jednego akcjonariusza (33% lub 50%)?
4. Jak często spółki notowane na giełdzie muszą składać raporty o swojej działalności (co roku, co kwartał, co miesiąc), a jak często te nie notowane? Czy wymogi giełdy są bardziej rygorystyczne od wymogów dla firm na giełdzie nie notowanych?
5. Czy płace, premie i posiadane akcje głównych menadżerów i członków rad nadzorczych są podawane w rocznych raportach spółki lub gdzieś indziej?
6. Czy spółka akcyjna musi według prawa być poddana audytowi przez niezależnych audytorów?

Inne

1. Czy ceny akcji na giełdzie różnią się od cen poza giełdą? Czy wysoki jest obrót akcjami poza giełdą?
2. Czy prawo wyraźnie zabrania menadżerom wchodzić w układy z osobami trzecimi, by wpływać na zmianę ceny akcji? Jeśli tak, to jaka jest kara za takie wykroczenie? Kara pieniężna, czasowy zakaz pełnienia funkcji kierowniczych, pozbawienie wolności?
3. Czy prawo wyraźnie zabrania ludziom zajmującym się handlem akcjami używać poufnych informacji (*insider trading*)? Jeśli tak, to jaka jest kara za takie wykroczenie?
4. Czy istnieje niezależny rejestr akcji? Jak się nazywa? Czy jest spółka akcyjna lub jej akcjonariuszy mają obowiązek informować o jakichkolwiek zmianach we własności (powyżej pewnego poziomu)?
5. Jak rygorystycznie egzekwowane są przepisy prawa dotyczące powyższych zagadnień?
6. Czy istnieje prawo, które wymaga, aby spółki wypłacały akcjonariuszom określony procent zysku w postaci dywidendy?