

ALEKSANDER GRAD
JAKUB KARNOWSKI*
ANDRZEJ RZOŃCA**

Jak powiązać prywatyzację i rozwój filara kapitałowego w systemie emerytalnym – propozycja

1. Uwagi wstępne

Ludność we wszystkich krajach OECD szybko się starzeje (OECD, 2021). Do 2050 roku wskaźnik obciążenia demograficznego w tych krajach, zdefiniowany jako relacja liczby osób w wieku powyżej 65 lat do liczby osób w wieku produkcyjnym, ma się podwoić. Polska należy do krajów, w którym ten proces będzie przebiegać szczególnie szybko. O ile obecnie ludność Polski jest wciąż dziesiąta wśród najmłodszych krajów OECD, o tyle w 2050 roku będzie ósma wśród najstarszych.

Jedną z odpowiedzi na wyzwania wynikające ze starzenia się ludności była budowa filara kapitałowego w systemie emerytalnym. W ciągu ostatnich trzech dekad na taki krok zdecydowały się m.in.: Bułgaria, Estonia, Litwa, Łotwa, Polska, Rumunia, Słowacja, Szwecja i Węgry. Zasadniczym celem tworzenia filara kapitałowego było zapewnienie wysokiego i stabilnego wzrostu gospodarki, bez którego wzrost wydatków emerytalnych musiałby się odbywać kosztem zmniejszenia dochodów innych niż emeryci grup społecznych. Ale jego tworzenie wiązało się również z istotnymi kosztami fiskalnymi, związanymi z przechodzeniem od systemu w pełni repartycyjnego do systemu repartycyjno-kapitałowego. Kiedy w następstwie globalnego kryzysu finansowego pojawiły się poważne napięcia w finansach publicznych, w wielu krajach czasowo lub trwale ograniczono rozmiary filara kapitałowego.

Polska jako jeden z pierwszych krajów w Europie przeprowadziła gruntowną reformę systemu emerytalnego. Później jednak, w 2011 roku, dołączyła do kra-

* Dr Jakub Karnowski – kierownik Zakładu Ekonomii Liberalnej, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie; ORCID: 0000-0003-4447-4753; e-mail: kubakarn@sgh.waw.pl.

** Dr hab. Andrzej Rzońca, prof. SGH – kierownik Katedry Międzynarodowych Studiów Porównawczych, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie; ORCID: 0000-0002-8631-2595; e-mail: andrzej.rzonca@wp.pl.

jów, które ograniczyły wielkość składek oszczędzanych w filarze kapitałowym, a w 2014 roku istotnie zredukowała aktywa otwartych funduszy emerytalnych. Jednocześnie jest przedstawiana jako przykład kraju spełniającego warunki uzyskania korzyści z przejścia od repartycyjnego systemu emerytalnego do systemu repartycyjno-kapitałowego i to nawet przez ekonomistów sceptycznie nastawionych do zasadności tworzenia filara kapitałowego (zob. np. Barr, 2002). Za okoliczności zwiększające szanse na takie korzyści należy uznać w szczególności niską stopę oszczędności krajowych oraz rynek kapitałowy mający wciąż potencjał do rozwoju, jakkolwiek zachwiany przez zmiany w funkcjonowaniu filara kapitałowego, wprowadzone w 2011 i 2013 roku.

Inną cechą polskiej gospodarki o ewentualnym silnym wpływie na jej potencjał rozwojowy jest duże znaczenie sektora przedsiębiorstw kontrolowanych przez państwo (dalej nazywanych *przedsiębiorstwami państwowymi*). W Polsce jest ono wyraźnie istotniejsze niż przeciętnie w Europie Środkowo-Wschodniej, w tym trzykrotnie wyższe niż w Czechach, i odpowiada roli, jaką sektor ten odgrywa w Rosji. Jeśli przyjąć, że kontrolę nad firmą zapewniają udziały na poziomie 25% lub więcej, to państwo w Polsce (łącznie z samorządami) kontroluje około 2,5 tys. podmiotów. Wytwarzają one więcej niż jedną szóstą wartości dodanej i zatrudniają co ósmego pracownika (MFW, 2019a). Trzeba jednak zaznaczyć, że tylko trzy rządy regionu (Czech, Polski i Serbii), objęte badaniem, przekazały MFW dane nt. przedsiębiorstw państwowych wedle takiej definicji. Pozostałe przy określaniu rozmiarów sektora zastosowały próg udziałów zapewniający kontrolę na poziomie 50%, a nie 25%, i często uwzględniały jedynie własność państwa na poziomie centralnym, a pomijały własność samorządową. Przyjęcie takiej definicji wyraźnie zmniejsza rozmiary sektora przedsiębiorstw państwowych w Polsce. Wciąż jednak jego rola pozostaje istotna, zwłaszcza w odniesieniu do rozmiarów sektora przedsiębiorstw. Tak zdefiniowane przedsiębiorstwa państwowe zatrudniają ponad 800 tys. ludzi, czyli 5% pracujących, w tym 14% zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw. Dla porównania w Niemczech odpowiadają one za 8% zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, a w Szwecji za 5%

Przedsiębiorstwa państwowe są wyraźnie mniej produktywne i zyskowne niż firmy prywatne. W mniej niż co piątym podmiocie kontrolowanym przez państwo w Polsce wydajność pracy jest wyższa niż w medianowej firmie prywatnej. Wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej ten odsetek jest niższy jedynie na Ukrainie. Tylko w co czwartym przedsiębiorstwie państwowym w naszym kraju stopa zwrotu na kapitale jest wyższa niż w medianowym przedsiębiorstwie prywatnym. Gorzej pod tym względem wypadają wyłącznie przedsiębiorstwa państwowe w Macedonii Północnej (MFW, 2019a).

Podmioty te w Polsce nie tylko charakteryzują się niższą produktywnością niż firmy prywatne, ale też wyraźnie wolniej ją zwiększają (jeśli kontrolować inne czynniki niż rodzaj własności). Innymi słowy na poziomie całej gospodarki mają one negatywny wpływ nie tylko na poziom, ale i dynamikę produktywności. Różnice te są widoczne zarówno, jeśli porównuje się przedsiębiorstwa o różnych rodzajach własności, jak i przy porównaniu tych samych firm przed i po zmianie własności (MFW, 2019b).

O ile rozkład firm prywatnych pod względem produktywności jest zbliżony do normalnego, o tyle rozkład przedsiębiorstw państwowych jest bimodalny. Oba garby tego rozkładu znajdują się poniżej dominanty w firmach prywatnych. Długi prawy ogon rozkładu implikuje jednak, że niektóre podmioty państwowe wyróżniają się wysoką produktywnością. Przedsiębiorstwa państwowe są szczególnie zróżnicowane pod względem produktywności w tych sektorach, w których nie muszą stawiać czoła prywatnej konkurencji. Zarówno kształt rozkładu podmiotów państwowych pod względem produktywności, jak i szczególnie silne jej zróżnicowanie w tych sektorach, w których podmioty te dominują, wskazują, że ich nieefektywność jest powiązana ze słabością ładu korporacyjnego (MFW, 2019b). Wniosek ten znajduje oparcie w obserwacji, że przedsiębiorstwa państwowe wcale nie realizują skutecznie celów pozaekonomicznych, które mogą być przed nimi stawiane. W szczególności zamiast podnosić, obniżają poziom kapitału publicznego i jakość infrastruktury (MFW, 2019a).

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie propozycji wzajemnie wzmacniających się reform, które usunęłyby lub przynajmniej złagodziły opisane wyżej słabości polskiej gospodarki. Reformy te dotyczą trzech obszarów: odbudowy i rozwoju filara kapitałowego w systemie emerytalnym, prywatyzacji oraz wzmocnienia ładu korporacyjnego w przedsiębiorstwach państwowych. W artykule przedstawiona jest argumentacja, że ich realizacja wzmocniłaby wzrost polskiej gospodarki w szczególności przez trwałe upowszechnienie własności i pełne oddzielenie polityki od zarządzania przedsiębiorstwami; wzrostowi gospodarczemu sprzyjałoby również zwiększenie rozmiarów filara kapitałowego w filarze emerytalnym.

Dalsza część artykułu składa się z czterech punktów (o numerach od drugiego do piątego):

- W punkcie drugim przedstawiony jest wpływ filara kapitałowego w systemie emerytalnym na wzrost gospodarki. Opis koncentruje się na dwóch mechanizmach tego wpływu, tj. wzroście stopy oszczędności oraz rozwoju krajowego rynku kapitałowego.
- W punkcie trzecim opisane są skutki prywatyzacji dla wzrostu gospodarki. Ten punkt oraz poprzedni bazują na przeglądzie literatury. Przegląd ten nie jest, oczywiście, kompletny. Dotyczy głównie tych prac, które odnoszą się do wzrostu gospodarczego.
- W punkcie czwartym przedstawiono możliwości trwałego upowszechnienia własności przez powiązanie prywatyzacji z rozwojem filara kapitałowego w systemie emerytalnym. Ponadto zarysowano w nim nowe zasady nadzoru nad przedsiębiorstwami państwowymi, których wprowadzenie sprzyjałoby zarówno odbudowie wartości przedsiębiorstw państwowych, w szczególności publicznych, a także systematycznemu jej wzrostowi w interesie akcjonariuszy, jak również odbudowie zaufania inwestorów do rynku kapitałowego, w tym akcji spółek z udziałem Skarbu Państwa.
- Punkt piąty stanowi podsumowanie. Zawiera on główne wnioski z analizy.

2. Wpływ filara kapitałowego na wzrost gospodarki¹

Na pozytywny wpływ filara kapitałowego w systemie emerytalnym na wzrost gospodarki wskazuje wiele opracowań, stosujących bardzo różne podejścia badawcze (zob. np.: Agosin, 2001; Davis, 2008; Edwards, 1996; Feldstein, 1974, 1980, 1996; Loayza i in., 2000; Samwick, 2000). Wpływ ten dokonuje się za pośrednictwem dwóch podstawowych mechanizmów. Pierwszy z tych mechanizmów jest związany ze wzrostem stopy oszczędności. Drugi z kolei wynika z rozwoju rynku finansowego. Poniżej w takiej kolejności opisane są oba mechanizmy. Więcej miejsca poświęcono pierwszemu, jako że jest on częściej kwestionowany, co wymusza odniesienie się do krytycznych ocen.

Bazując na modelu Diamonda (zob. np. Romer, 2000) można wykazać, że zastąpienie części filara repartycyjnego w systemie emerytalnym filarem kapitałowym powinno zwiększyć oszczędności gospodarstw domowych o następującą wielkość:

$$\Delta s(t) = - \left(\frac{1 + r(t+1) + (1+g)(1+n)(1+\rho)}{(1+r(t+1))(2+\rho)} \right) \Delta d_{rep}(t) \quad (1)$$

gdzie s – stopa oszczędności gospodarstw domowych, d – składka emerytalna trafiająca do filara repartycyjnego w systemie emerytalnym, r – stopa procentowa, g – dynamika produktywności w gospodarce, n – tempo wzrostu ludności, ρ – stopa dyskonta czasowego, t – czas.

Z równania (1) wynika, że oszczędności gospodarstw domowych powinny zwiększyć się w relacji:

$$\begin{cases} 1:1 & \text{dla } 1 + r(t+1) = (1+g)(1+n) \\ < 1:1 & \text{dla } 1 + r(t+1) > (1+g)(1+n) \\ > 1:1 & \text{dla } 1 + r(t+1) < (1+g)(1+n) \end{cases} \quad (2)$$

Dla dynamicznie efektywnej gospodarki stopa procentowa jest nie mniejsza od tempa wzrostu gospodarki (intuicyjne wyjaśnienie takiej zależności przedstawia np. Fischer i Easterly, 1990). Przy takim związku między tymi dwoma wielkościami układ nierówności (2) implikuje, że relacja ta jest nie większa od jedności. Wzrost oszczędności gospodarstw domowych może jednak być silniejszy, niż wynika z równania (1) i układu nierówności (2), jeżeli istnieją gospodarstwa domowe, których oszczędności sprzed rozbudowy filara kapitałowego są mniejsze od oszczędności, które będą gromadzone w tym filarze, a gospodarstwa nie mogą zapożyczać się na konto oszczędności emerytalnych. Oszczędności takich gospodarstw domowych (oznaczonych w równaniu (3) poniżej indeksem m), które są bądź to „krótkowzroczne”, bądź napotykają na barierę płynności, powinny dodatkowo wzrosnąć o:

¹ Więcej na temat wpływu filara kapitałowego na wzrost gospodarki można przeczytać w opracowaniu Ciżkowicza i Rzońcy (2013).

$$\Delta s_m = -\Delta d_{rep}(t) - \left(\frac{1}{2 + \rho}\right) A(t)w(t) \quad (3)$$

gdzie: A i w to odpowiednio poziom technologii i płac w gospodarce.

Ponadto rozszerzanie filara kapitałowego może zarówno zwiększyć wiedzę części gospodarstw domowych na temat korzyści z oszczędzania, jak również podnieść w nich poczucie odpowiedzialności za własne życie w podeszłym wieku. Oba te efekty powinny działać w kierunku dalszego wzrostu oszczędności gospodarstw domowych.

Rozbudowa filara kapitałowego może natomiast zmniejszyć oszczędności sektora finansów publicznych, jeśli jest finansowana przez wzrost deficytu. W praktyce jest jednak mało prawdopodobne, żeby ów wzrost deficytu był duży i odpowiadał rozmiarami wzrostowi oszczędności emerytalnych. Żeby było inaczej, musiałyby zostać spełnione jeden z dwóch warunków:

- (1) rząd przed rozbudową filara kapitałowego musiałby wydawać mniej, niż mógł, lub – ujmując to inaczej – oszczędzać bardziej, niż było to konieczne ze względu na ograniczenia prawne lub ekonomiczne;
- (2) rozbudowa filara kapitałowego musiałaby poszerzyć możliwości zapożyczenia się przez rząd w porównaniu do sytuacji sprzed jego utworzenia.

Spełnienie warunku (1) jest mało prawdopodobne. Spełnienie warunku (2) jest ekonomicznie możliwe, ale prawdopodobieństwo takiej sytuacji jest zredukowane przez prawne ograniczenia określające maksymalny dopuszczalny poziom deficytu (Pakt Stabilności i Wzrostu) lub długu publicznego (Konstytucja, Ustawa o finansach publicznych, Pakt Stabilności i Wzrostu).

Poza tym ewentualnemu wzrostowi deficytu powinno towarzyszyć dodatkowe zwiększenie oszczędności gospodarstw domowych w skali odpowiadającej 20–50% przyrostu deficytu (zob. np. Gale i Orszag, 2003). Dzieje się tak dlatego, że przynajmniej niektóre gospodarstwa mają świadomość, że deficyt oznacza wyższe przyszłe ciężary podatkowe, a ponadto starają się wygładzać swoją konsumpcję, odpowiednio wcześniej przygotowując się na spodziewany wzrost ciężarów podatkowych. Żeby gospodarstwa te nie zwiększyły oszczędności, musiałyby uznać, że wzrost deficytu ma pokrycie w oszczędnościach emerytalnych. Aby jednak reagowały one na deficyt mający pokrycie w oszczędnościach emerytalnych inaczej niż na deficyt niemający takiego pokrycia, musiałyby nie dostrzegać, że emerytura z filara kapitałowego będzie substytutem części emerytury, która byłaby wypłacana z systemu repartycyjnego, gdyby nie rozbudowano filara kapitałowego.

Niektórzy ekonomiści (zob. np. Barr, 2002) twierdzą, że filar kapitałowy może podnieść oszczędności w gospodarce jedynie przejściowo, tj. zanim nie zacznie wypłacać emerytur. Wpłaty te będą bowiem ujemnymi oszczędnościami. W najprostszym przypadku, czyli przy stopie procentowej równej tempu wzrostu gospodarki, będą one dokładnie odpowiadać składkom odprowadzonym do filara kapitałowego. Twierdzenie to nie bierze jednak pod uwagę, że w filarze kapitałowym nadal będą oszczędzane dochody ze zgromadzonych w nim aktywów. Tylko wtedy relacja tych aktywów do PKB nie spadnie do zera i będzie mógł zostać utrzyma-

ny podział dochodu między pracującymi a emerytami². Dochody te nie miałyby wpływu na łączne oszczędności w gospodarce tylko wtedy, gdyby pokrywały się z kosztami obsługi długu publicznego zaciągniętego na sfinansowanie rozbudowy filara kapitałowego. Niemniej nawet gdyby wzrost stopy oszczędności był tylko przejściowy, to jej powrót do poziomu sprzed utworzenia filara kapitałowego zająłby ponad 60 lat (por. np. Kempa, 2010).

Wielkość krajowych oszczędności ma zazwyczaj silny wpływ na wielkość inwestycji w gospodarce (Feldstein i Horioka, 1980). Jakkolwiek przed globalnym kryzysem finansowym znacznie zwiększyła się mobilność kapitału (zob. Blanchard i Giavazzi, 2002), oszczędności zagraniczne nie są w stanie zastąpić oszczędności krajowych jako podstawowego źródła finansowania inwestycji. Z kolei z inwestycjami są powiązane innowacje, które mają fundamentalne znaczenie dla wzrostu gospodarki w dłuższej perspektywie. Według niektórych szacunków inwestycje w nowe maszyny mogą ucieleśniać grubo ponad połowę postępu technicznego (zob. Greenwood i in., 1997 lub Jorgenson, 2005).

W odróżnieniu od pierwszego z mechanizmów pozytywnego wpływu filara kapitałowego na wzrost gospodarki drugi mechanizm, odwołujący się do rozwoju rynku kapitałowego, jeśli w ogóle bywa kwestionowany, to głównie w odniesieniu do krajów o wysokim dochodzie na mieszkańca. Podkreśla się, że tam ten mechanizm nie zadziała, gdyż rynek kapitałowy jest w tych krajach już dostatecznie rozwinięty (zob. Diamond, 2002). W odniesieniu do krajów o umiarkowanym dochodzie na mieszkańca niektórzy ekonomiści krytycznie nastawieni do filara kapitałowego (zob. np. Kotlikoff, 1999) zwracają uwagę, że powinien być on użyty nie do rozwoju krajowego rynku kapitałowego, a do skorzystania z międzynarodowego rynku kapitałowego. Według tych ekonomistów składki gromadzone w filarze kapitałowym powinny być inwestowane za granicą. W ich ocenie otwartość na przepływy kapitału, silnie zademonstrowana przez swobodę inwestowania na świecie przez fundusze emerytalne, przyciągnie kapitał z zagranicy, który powinien zrównoważyć odpływ oszczędności emerytalnych za granicę. Napływowi tego kapitału powinna sprzyjać presja na osłabianie waluty krajowej wynikająca z inwestowania oszczędności emerytalnych za granicą, która wzmacniałaby konkurencyjność cenową krajowych dóbr wobec zagranicy. Dzięki poszerzeniu kierunków potencjalnego inwestowania oszczędności emerytalnych na wszystkie kraje powinna wzrosnąć stopa zwrotu z ich inwestowania. Jednocześnie jest to sposób na uniknięcie spadku jakości projektów inwestycyjnych realizowanych w kraju, który mógłby wystąpić w przypadku obowiązku lokowania zasadniczej części oszczędności emerytalnych w kraju.

Filar kapitałowy wzmacnia rozwój krajowego rynku kapitałowego co najmniej z dwóch powodów. Po pierwsze, oznacza systematyczne generowanie popytu na akcje przez krajowe instytucje finansowe. Po drugie, zwiększając płynność rynku akcji (lub obligacji), przyciąga na ten rynek innych inwestorów, w tym inwestorów

² Przy stopie procentowej większej od tempa wzrostu gospodarki oszczędzana będzie część dochodów z aktywów zakumulowanych przez otwarte fundusze emerytalne, gwarantująca utrzymanie relacji tych aktywów do PKB, a reszta będzie powiększać wypłaty emerytur.

z zagranicy. Inwestowanie w akcje staje się mniej ryzykowne, gdyż zwiększona płynność poszerza możliwości wycofania się z tego rynku bez wywoływania spadku kursów akcji (ewentualnie cen obligacji).

Rozwinięty rynek kapitałowy na kilka sposobów sprzyja wzrostowi gospodarki (por. Levine, 2005). W szczególności ułatwia pozyskanie kapitału na inwestycje, które często można zrealizować albo w całości, albo wcale. Zachęca do podejmowania innowacyjnych inwestycji, bo ułatwia zarządzanie ryzykiem, w tym rozprasza ryzyko oraz umożliwia szybkie wycofanie się z inwestycji. W rezultacie sprzyja rozwojowi nowych rodzajów działalności gospodarczej. Wspiera rozwój firm potrafiących najefektywniej spożytkować powierzone im zasoby oraz przyspiesza eliminację z rynku przedsiębiorstw ponoszących straty, które hamują wzrost gospodarki. Wzmacnia pozytywny wpływ banków na wzrost gospodarki, gdyż zwiększa konkurencję o sprawowanie kontroli korporacyjnej, jak również dostarcza alternatywnych wobec kredytu sposobów finansowania rozwoju przedsiębiorstw. Ułatwia wchodzenie nowych firm do poszczególnych sektorów, ponieważ poszerza dostęp do finansowania zewnętrznego, łamiąc tym samym uprzywilejowaną pozycję przedsiębiorstw od lat funkcjonujących na rynku. Jakkolwiek bezpośrednio rozszerza możliwości pozyskania zewnętrznego finansowania większym firmom, to podnosząc ich skłonność do zwiększenia kredytów handlowych, łagodzi skutki różnic między przedsiębiorstwami o różnej wielkości w dostępie do kredytu (zob. np. Petersen i Rajan, 1997).

Konieczne jest jednak zastrzeżenie, że istnieją badania empiryczne, które identyfikują kanały negatywnego wpływu rozwoju rynku kapitałowego na wzrost gospodarki. W szczególności może on ułatwiać finansowanie inwestycji o niskiej produktywności i prowadzić do powstawania baniek spekulacyjnych (wiele kryzysów finansowych było poprzedzonych bańką na rynku nieruchomości korporacyjnych). Może też być wykorzystywany do poprawy przepływów pieniężnych w krótkim okresie w celu zwiększenia wypłat dywidend oraz podniesienia wyceny akcji i wartości opcji na akcje, stanowiących często istotną część wynagrodzenia kadry zarządzającej. Koncentracja na takiej poprawie jest wskazywana jako jeden z ważnych czynników odpowiadających za systematyczny spadek udziału inwestycji przedsiębiorstw w PKB w gospodarkach wysoko rozwiniętych (zob. np. White, 2012).

3. Wpływ prywatyzacji na wzrost gospodarki

Istnieje szeroka literatura na temat skutków prywatyzacji. Dotyczy to także przekształceń własnościowych w Polsce (zob. Bałtowski, 2002; Bałtowski i Kozarzewski, 2014; Bałtowski i Mickiewicz, 2000 i 2009; Bałtowski i Miszewski, 2007; Błaszczuk, 2004; Błaszczuk i Kozarzewski, 2007; Kozarzewski, 2006; Winiecki, 2003 i 2012; Woodward i Kozarzewski, 2004).

Jeżeli przedsiębiorstwa państwowe rozwijają się wolniej niż prywatne, a zarazem mają duże znaczenie w gospodarce, to prywatyzacja staje się ważnym czynnikiem przyspieszającym wzrost gospodarczy. Efekt ten, jakkolwiek wynikający z prostej

arytmetyki, zasada się na opisanych poniżej mechanizmach ekonomicznych (por. Bałtowski, 2011 oraz Chyczewski i in., 2007).

Po pierwsze, prywatyzacja wzmacnia bodźce do efektywnego wykorzystania czynników wytwórczych. Prywatni właściciele wykazują silną skłonność do maksymalizacji zysków. Stąd też podstawowym celem przedsiębiorstw prywatnych jest takie użycie czynników wytwórczych, jakie sprzyja takiej maksymalizacji. Jeżeli niektóre z firm na pierwszym planie stawiają sobie inne cele, to zostają w długim okresie wyparte z rynku. Następuje przepływ używanego przez nie kapitału oraz zatrudnionych w nich pracowników do bardziej efektywnych firm.

W przedsiębiorstwach państwowych zarządzający często nie mogą kierować się wyłącznie racjonalnością ekonomiczną. Muszą brać pod uwagę także kalkulacje polityczne. Przy tym nie musi to być wynik wyłącznie bezpośredniej presji politycznej. Kadra menedżerska w przedsiębiorstwach państwowych jest wystawiona na pokusę wspierania szans wyborczych rządzących, bo zmiana władzy zwiększa ryzyko zmian kadrowych w tych firmach. Taki układ bodźców działających na menedżerów zmniejsza efektywność inwestycji. Są one bowiem, przynajmniej w części, podejmowane w sposób gwarantujący maksymalizację nie tyle zysku, co szans wyborczych rządzących.

Wspomniany układ bodźców ogranicza także elastyczność dostosowań do zmieniającego się otoczenia; dotyczy to w szczególności kształtowania się wielkości zatrudnienia, co skądinąd w dłuższej perspektywie ogranicza jego poziom. Zagadnienie to będzie jeszcze poruszone w dalszej części tego punktu.

Znaczenie kalkulacji politycznych dla decyzji zarządczych w przedsiębiorstwach państwowych, skutkujące obniżeniem w nich efektywności wykorzystania czynników wytwórczych, jest powiązane z rolą, którą te przedsiębiorstwa odgrywają w gospodarce lub w danym sektorze. Zarządzający mają tym większą swobodę nadawania dużego znaczenia takim kalkulacjom, im słabszej presji konkurencyjnej podlegają ze strony firm prywatnych.

Istnieje bardzo szeroka literatura na temat negatywnego wpływu własności państwowej na efektywność wykorzystania czynników wytwórczych. Jej szeroki przegląd można znaleźć np. w Estrin i in. (2009). Niektórzy badacze wskazują co prawda, że ten negatywny wpływ może odzwierciedlać fakt, iż inwestorzy niespecjalnie chcą kupować te przedsiębiorstwa państwowe, które charakteryzują się niską efektywnością (zob. np. Djankov i Murrell, 2002). Ale nie da się go w całości przypisać zniekształceniom w próbie. Duża część badań porównuje bowiem przedsiębiorstwa przed prywatyzacją i po niej (zob. np. Barberis i in., 1996; Claessens i Djankov, 2002; Harper, 2002; Lizal i Svejnar, 2002; Lopez-de Silanes i in., 1997; Megginson i in., 1994, Megginson i Netter, 2001 lub Smith i in., 1997). Potwierdzają go także najświeższe badania, w tym uwzględniające w próbie Polskę (zob. np. Bower, 2017; KE, 2016; MFW, 2019a i b).

Po drugie, prywatyzacja podnosi zdolność gospodarki do inwestowania, a tym samym sprzyja zwiększeniu zasobu kapitału w gospodarce. Zwiększa bowiem zdolność gospodarki do wypracowywania zysku. Dodatkowo przepływy pieniężne są ostatecznym źródłem finansowania inwestycji. Ogranicza też przepływ środków finansowych od sektora prywatnego do publicznego na pokrycie nieefektywności tego ostatniego.

Aby zahamować samorzutny przepływ czynników wytwórczych od sektora państwowego do prywatnego (wykazującego się wyższą efektywnością) państwo, wykorzystując swój monopol na tworzenie prawa, musi tworzyć bariery dla takiego przepływu. W tym celu albo blokuje swobodę wejścia lub prowadzenia działalności w sektorach, w których są przedsiębiorstwa państwowe, albo dofinansowuje firmy państwowe ze środków publicznych.

Pomoc publiczna nie ogranicza się do dotacji. Obejmuje także np. zwolnienia z różnego rodzaju opłat, rozłożenie ich na raty, tolerowanie zaległości podatkowych czy też przekazywanie lub zbywanie majątku skarbu państwa na warunkach korzystniejszych niż rynkowe. Nie musi być też udzielana bezpośrednio przez sektor finansów publicznych. Może trafiać do przedsiębiorstw państwowych mających problemy z innymi państwowymi firmami, w szczególności takich, którym duże zyski zapewnia dominująca pozycja w danym sektorze. Jest to sposób na obchodzenie ograniczeń prawnych w udzielaniu pomocy publicznej obowiązujących w Unii Europejskiej (w szczególności w sytuacji niepenalizowania działań na szkodę spółki i mniejszościowych akcjonariuszy).

Literatura empiryczna na temat negatywnego wpływu własności państwowej na zyskowność przedsiębiorstw jest równie szeroka jak ta, która zajmuje się znaczeniem prywatyzacji dla efektywności, jako że zyskowność i efektywność są ze sobą powiązane. Niemniej można znaleźć i takie badania, które nie stwierdzają pozytywnego wpływu prywatyzacji na zyskowność. Dotyczy to w szczególności krajów byłego Związku Radzieckiego (zob. Estrin i in., 2009). O kierunku wpływu może decydować jakość instytucji w danym kraju, od której zależy, w jakim stopniu prywatyzacja ogranicza natężenie zjawiska pogoni za rentą (por. Anderson i in., 2000; Djankov i Murrell, 2002; Frydman i in., 1999). Zyskowność przedsiębiorstw państwowych wykazuje również mniejszą wrażliwość na wstrząsy, co może być związane z tym, że w dużej części działają one w sektorach sieciowych, o ograniczonym zakresie konkurencji (KE, 2016). Badania nad związkami między prywatyzacją a konkurencją są znacznie rzadsze. Generalnie potwierdzają, że prywatyzacja sprzyja konkurencji (zob. np. Konings i in., 2005).

Po trzecie, prywatyzacja, redukując zakres występowania w gospodarce miękkiego ograniczenia budżetowego, podnosi także innowacyjność gospodarki. Miękkie ograniczenie budżetowe oznacza, że firma może utrzymać się na rynku bez względu na swoje wyniki finansowe, bo jej straty nie są pokrywane z jej zasobów, a przez otoczenie – w szczególności państwo, a pośrednio przez konkurentów płacących podatki, będące głównym źródłem dochodów publicznych. Miękkie ograniczenie budżetowe sprawia, że przedsiębiorstwa państwowe wykazują słabszą niż firmy prywatne skłonność do poszukiwań nowych rozwiązań, które pozwoliłyby im obniżyć koszty produkcji. Dla firm prywatnych jedynym sposobem na utrzymanie się na rynku jest szybsze niż u konkurencji wprowadzanie nowych, bardziej efektywnych metod użycia pracy i kapitału. Dlatego w krajach o niskim udziale sektora przedsiębiorstw państwowych w gospodarce powstaje znacznie więcej innowacji niż w państwach, gdzie jest on wysoki. Nienadążanie za szybkim postępem technicznym, który cechuje kraje kapitalistyczne, było trwałą cechą socjalizmu, a w rezultacie jedną z podstawowych przyczyn upadku tego systemu.

Z danych zebranych przez EBOiR (2020) wynika, że przedsiębiorstwa państwowe wprowadzają innowacje z dwukrotnie niższym prawdopodobieństwem niż porównywalne firmy prywatne. Szanse te są również obniżane, jeśli podmioty są finansowane przez banki państwowe. Niemniej badania empiryczne wskazują, że dla redukcji luki do granicy technologicznej może mieć istotne znaczenie rodzaj prywatyzacji i własności powstałej w jej wyniku. Najbardziej sprzyjają mu inwestycje zagraniczne (Brown i in., 2019), podczas gdy prywatna własność krajowa może nie nieść za sobą takiego efektu (Peter i in. 2012). W krajach byłego Związku Radzieckiego może być on nawet ujemny (Estrin i in., 2009). Należy jednak podkreślić, że najświeższe badania dla Polski są w tym względzie optymistyczne (zob. np. MFW, 2019a). Warto też dodać, że miękkie ograniczenie budżetowe ma wpływ nie tylko na ekonomiczne wyniki przedsiębiorstw państwowych, ale też pozaekonomiczne, w tym (nie)przestrzeganie przez nie regulacji środowiskowych (Maurel i Pernet, 2020). Dotyczy to także naszego regionu. Mimo że przedsiębiorstwa państwowe częściej monitorują emisję CO₂ i mają cele środowiskowe, to jednocześnie zużywają więcej energii na jednostkę produktu i mniej inwestują w poprawę technologii niż podobne firmy prywatne (EBOiR, 2020).

Po czwarte, prywatyzacja wzmacnia elastyczność kształtowania cen, a tym samym zwiększa odporność gospodarki na powtarzające się wstrząsy popytowe i podażowe. Ma to znaczenie w szczególności przy dużych wstrząsach, mogących prowadzić do zjawiska histerezy bezrobocia lub utraty części kapitału w związku z nieodwracalnością dużej części inwestycji. Przedsiębiorstwa państwowe, jeśli nie są poddane twardemu ograniczeniu budżetowemu, dokonując zakupów, nie negocjują równie ostro jak firmy prywatne. Z tego samego powodu, jak również ze względu na przywiązywanie wagi do kalkulacji politycznych przy podejmowaniu decyzji zarządczych, są one także mniej odporne na presję płacową nieumotywowaną wzrostem wydajności pracy.

Badania empiryczne nad wpływem prywatyzacji na zatrudnienie i płace nie są jednoznaczne. Ich wczesny przegląd można znaleźć np. w opracowaniu Gupty i współautorów (2001). Wynika z nich w szczególności to, że prywatyzacja krótkim okresie może prowadzić do redukcji zatrudnienia i cięć w poziomie płac jako elementów restrukturyzacji, której przedsiębiorstwa państwowe często wymagają. Późniejsze badania wskazują jednak, że te negatywne efekty w znacznej mierze są znoszone dzięki rozszerzaniu działalności przez prywatyzowane przedsiębiorstwa. Łączny efekt jest zwykle pozytywny w firmach sprzedawanych inwestorom zagranicznym (zob. np. Earle i Shpak, 2019). Ponadto z badań tych wynika, że sektor przedsiębiorstw państwowych nie chroni miejsc pracy w okresach silnych wstrząsów (zob. np. MFW, 2019a). Niemniej można znaleźć pewne dowody, że w Polsce stabilizuje on (a raczej cały sektor publiczny) zatrudnienie w okresach wstrząsów (EBOiR, 2020). Badania wskazują jednak, że prywatyzacja ogranicza ryzyko zaprzestania działalności przez przedsiębiorstwo (Brown i in., 2019 oraz Hagemeyer i Tyrowicz, 2020).

Po piąte, prywatyzacja sprzyja poprawie stanu finansów publicznych, co umożliwia obniżenie podatków (z których większość osłabia bodźce do produktywnych zachowań), jak również ułatwia sfinansowanie podstawowych funkcji państwa

i wydatków publicznych o potencjalnie prorozwojowym charakterze. Poprawa ta dokonuje się nie dzięki przychodom z prywatyzacji, które są jedynie przejściowe, a głównie w wyniku poszerzenia bazy podatkowej. Jakkolwiek firmy prywatne bardziej optymalizują swoje zobowiązania podatkowe niż przedsiębiorstwa państwowe, to jednocześnie są bardziej zyskowne, tworzą trwalsze miejsca pracy oraz szybciej zwiększają produkcję i sprzedaż. Dzięki prywatyzacji zmniejsza się też skala pomocy publicznej dla nieefektywnych przedsiębiorstw państwowych, jak również zagrożenie dla stabilności finansów publicznych, związane z ewentualną koniecznością przejęcia przez państwo długów tych przedsiębiorstw. Owe zagrożenie jest tym większe, im (nie)stabilność sektora, w którym dominują przedsiębiorstwa państwowe, silniej wpływa na inne podmioty (zob. Bower, 2017).

Do takich sektorów należą sektory sieciowe oraz banki. Ich prywatyzacja szczególnie sprzyja wzrostowi gospodarczemu. Sektory sieciowe oddziałują bowiem na koszty praktycznie każdej firmy. Banki, w tym zwłaszcza ich polityka kredytowa, mają zaś szczególnie istotny wpływ na alokację kapitału w gospodarce (zob. np. Bank Światowy, 2001; Barth i in., 2000; EBOiR, 2020; La Porta i in., 2002; Sapienza, 2002 oraz Sherif i in., 2003). Zagrożeń, które powoduje upartyjnienie banków, nie ustrzegły się nawet dobrze zorganizowane państwa, takie jak Niemcy (zob. np. Englmaier i Stowasser, 2017). Trzeba jednak zastrzec, że w krajach UE nie stwierdzono dużych różnic w wynikach ekonomicznych między przedsiębiorstwami państwowymi a prywatnymi działającymi w sektorach sieciowych, co wskazuje na silną potrzebę uzupełnienia prywatyzacji w tych sektorach reformami nakierowanymi na utrudnienie pogoni za rentą (KE, 2016).

4. Trwałe upowszechnienie własności przez połączenie prywatyzacji i rozwoju filara kapitałowego w systemie emerytalnym

Z krótkiego przeglądu literatury, przeprowadzonego w poprzednich dwóch punktach, wynika, że wzrostowi gospodarki sprzyja zarówno silny filar kapitałowy w systemie emerytalnym, jak i dominacja firm prywatnych w sektorze przedsiębiorstw. Tymczasem w Polsce filar kapitałowy ma bardzo niewielkie rozmiary na tle większości krajów OECD (zob. np. OECD, 2021). Zarządza on aktywami o wartości niewiele przekraczającej 9% PKB. Dla porównania w Danii aktywa prywatnych funduszy emerytalnych przekraczają 200% PKB, a w takich krajach jak Holandia, Kanada, Islandia, Szwajcaria, Stany Zjednoczone czy Australia – 100% PKB.

Jednocześnie sektor przedsiębiorstw państwowych jest bardzo rozrośnięty i – w efekcie – powoduje poważne nieefektywności (zob. uwagi wstępne). Według szacunków MFW (2019b), gdyby firmy państwowe charakteryzowały się tą samą produktywnością co firmy prywatne, wzrosłaby ona na poziomie całej gospodarki o prawie 9%.

Niewielkie rozmiary filara kapitałowego i rozrośnięty sektor przedsiębiorstw państwowych pozwalają na osiągnięcie potencjalnie dużych korzyści z rozwoju

tego filara oraz z prywatyzacji. Na przeszkodzie ich realizacji stoją jednak bariery natury politycznej. Zarówno filar kapitałowy, jak i prywatyzacja zostały w Polsce zdemonizowane. W badaniu z 2015 roku – ostatnim, w którym OFE ujęto wśród instytucji publicznych – tylko 18% ankietowanych pozytywnie oceniło ich działalność; ocen negatywnych było ponad dwa razy więcej (CBOS, 2015). Z kolei prywatyzacja została wskazana przez ankietowanych jako jedno z sześciu największych niepowodzeń Polski w okresie ostatnich stu lat (CBOS, 2018). Kojarzyła się ona respondentom głównie z „wyrzedażą majątku narodowego” (41% wskazań) oraz „korupcją, złodziejstwem i innymi nieprawidłowościami” (35%). Trzeba jednak zaznaczyć, że badanych, którzy uważali, że była ona dla polskiej gospodarki korzystna, było więcej (30%) niż oceniających bilans jej skutków jako niekorzystny (20%; zob. CBOS, 2009).

Przeszkody natury politycznej powinno dać się pokonać, łącząc rozwój filara kapitałowego i prywatyzację. Programy powszechnej prywatyzacji, kiedy je wprowadzano, zawsze cieszyły się dużą popularnością wśród wyborców. Stąd zdecydowano się na nie w praktycznie wszystkich krajach posocjalistycznych. Połączenie powszechnej prywatyzacji z rozwojem filara kapitałowego eliminowałoby zarazem jej najpoważniejszy skutek uboczny, tj. przejściowość upowszechnienia własności, po którym następowała jej koncentracja, prowadząca do oligarchizacji gospodarki. Dzięki temu, że akcje państwowych przedsiębiorstw zasilająby konta emerytalne, nie mogłyby być masowo wyrzucane przez osoby, które je otrzymały bezpłatnie, a w efekcie też – nie byłyby kupowane po niskiej cenie przez podmioty mające szeroki dostęp do płynności. Akcje sprzedawano by dopiero przy przechodzeniu na emeryturę, ale ich cenę, jak również powszechność własności, podtrzymywałyby popyt ze strony pracujących (oszczędzających na emeryturę), w tym osób wchodzących na rynek pracy. Upowszechnienie własności byłoby trwałe, a nie przejściowe, jak w krajach, w których powszechnej prywatyzacji nie łączono z rozwojem filara kapitałowego w systemie emerytalnym.

Pierwszy mechanizm łączący rozwój filara kapitałowego i prywatyzację wiązałyby się z wycofaniem przynajmniej części zmian wprowadzonych Ustawą z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych. Ustawa ta zniósła obowiązkowe uczestnictwo w filarze kapitałowym systemu emerytalnego, obniżyła składkę przekazywaną do tego filara oraz znacząco zmniejszyła zgromadzone w nim aktywa. Owego zmniejszenia dokonano przez umorzenie 51,5% wartości jednostek rozrachunkowych znajdujących się na koncie emerytalnym każdego członka OFE i zastąpienie ich zapisami o takiej samej początkowej wartości na indywidualnych subkontach w FUS. Umorzone jednostki rozrachunkowe odpowiadały wartości skarbowych papierów wartościowych w aktywach filara kapitałowego.

Należałoby zapewnić każdemu ubezpieczonemu, który wyrazi taką wolę, zwrot na rachunek emerytalny w filarze kapitałowym obligacji skarbowych w miejsce zapisów księgowych na subkoncie w FUS. Zwrotem powinny być objęte co najmniej środki przekazane przez OFE, odpowiadające wartości 51,5% umorzonych jednostek rozrachunkowych zapisanych na rachunku ubezpieczonego w filarze

kapitałowym na dzień 31 stycznia 2014 roku. Oprócz tych środków na subkoncie są ewidencjonowane w szczególności składki w wysokości 4,38% podstawy wymiaru – w przypadku oszczędzających w filarze kapitałowym – albo 7,3% – w przypadku pozostałych ubezpieczonych – oraz środki odpowiadające wartości umorzonych przez OFE jednostek rozrachunkowych w związku z działaniem suwaka emerytalnego, czyli mechanizmu stopniowego przenoszenia do FUS, aż do osiągnięcia wieku emerytalnego, środków z filara kapitałowego.

Dla minimalizacji biurokratycznych obciążeń wynikających z tej operacji dla ubezpieczonych można przyjąć, że w przypadku osób, które nadal odprowadzają składki do filara kapitałowego, zwrot taki następowałby automatycznie, chyba że zadeklarowałyby one, iż wolą zachować subkonto w FUS. Natomiast w przypadku osób, które zaprzestały odprowadzania składek do filara kapitałowego, domyślność działałaby w przeciwną stronę: brak deklaracji woli skutkowałby zachowaniem subkonta w FUS (brakiem zwrotu obligacji skarbowych).

Ubezpieczeni powinni mieć swobodę wyboru, czy chcą akcje czy też obligacje skarbowe w zamian za umorzenie (części) zapisów księgowych na subkoncie w FUS. W celu minimalizacji biurokratycznych obciążeń wynikających dla ubezpieczonych z konwersji obligacji na akcje z jednej strony, a z drugiej dla zwiększenia ich partycypacji w konwersji, wskazana byłaby domyślność: gdyby ubezpieczony nie wyraził chęci zachowania obligacji skarbowych na rachunku w filarze kapitałowym, zostałyby one w określonej części (np. w połowie) zamienione na akcje. Ubezpieczeni powinni móc jednak zadeklarować, że nie chcą, aby konwersja przekroczyła określony procentowo próg jednostek rozrachunkowych z OFE umorzonych w lutym 2014 roku.

Na konwersję należałoby przeznaczyć akcje w posiadaniu Skarbu Państwa o wartości możliwie zbliżonej do 153 mld zł (z zastrzeżeniem, że rozwój filara kapitałowego i prywatyzację można też połączyć za pośrednictwem innych mechanizmów, na które powinien zostać zabezpieczony majątek Skarbu Państwa o odpowiedniej wartości – zob. dalsza część artykułu). Kwota ta odpowiada wartości obligacji skarbowych (i gwarantowanych przez Skarb Państwa) przeniesionych z OFE do FUS w 2014 roku. Dokładna wartość powinna zostać ogłoszona przed rozpoczęciem operacji zwrotu obligacji skarbowych na rachunek w filarze kapitałowym i być uzależniona od szczodrości dwóch pozostałych, opisanych w dalszej części artykułu, mechanizmów łączących prywatyzację i rozwój filara kapitałowego. Z kolei stopa konwersji powinna zostać określona dopiero po ustaleniu partycypacji w niej ubezpieczonych.

Przeznaczenie na konwersję akcji w posiadaniu Skarbu Państwa o odpowiednio wysokiej wartości ma dwojakie uzasadnienie. Pozwoliłoby bardzo szybko radykalnie zmniejszyć udział własności państwowej w sektorze przedsiębiorstw, a jednocześnie chroniłoby finanse publiczne przed niebezpiecznym zbliżeniem się długu publicznego do konstytucyjnego limitu 60% PKB nawet w przypadku stuprocentowego udziału ubezpieczonych w opisywanej operacji.

Żeby opisywana operacja przyniosła maksymalne korzyści przyszłym emerytom, muszą jej towarzyszyć zmiany w funkcjonowaniu filara kapitałowego. W szczególności należy poszerzyć zakres produktów inwestycyjnych, w których ubezpieczeni

mogą trzymać swoje oszczędności emerytalne. Potrzebna byłaby także eliminacja barier w inwestowaniu oszczędności emerytalnych za granicą i w obligacje skarbowe. Obecna struktura aktywów funduszy emerytalnych w Polsce, w których z mocy przepisów prawa w ogóle nie ma obligacji skarbowych, radykalnie odbiega od występującej w innych krajach. Zasady inwestowania tych oszczędności powinny być podporządkowane maksymalizacji korzyści dla przyszłych emerytów. Ponadto zasilenie kont emerytalnych w filarze kapitałowym akcjami (lub obligacjami) nie powinno być obciążone żadną opłatą ani na rzecz ZUS (obecnie 0,4%), ani na rzecz OFE (obecnie tzw. opłata dystrybucyjna wynosi maksymalnie 1,75% i tylko dwa fundusze nie pobierają maksymalnej opłaty). Jednocześnie powinny zostać obniżone opłaty za zarządzanie aktywami (i odpowiednio dostosowany limit aktywów w zarządzaniu uprawniający do pobierania maksymalnej kwoty opłaty). Opłaty te wciąż są wyższe niż w większości krajów OECD, zwłaszcza w porównaniu do państw, w których istnieje rozwinięty rynek funduszy emerytalnych.

Owo obniżenie opłat za zarządzanie powinno być skalibrowane na podstawie łącznego wzrostu aktywów w filarze kapitałowym. Zarazem mogłoby mu towarzyszyć zwolnienie OFE z zakazu prowadzenia działań promocyjnych co najmniej na okres kilku miesięcy poprzedzających całą operację. W celu podniesienia odsetka osób, które wezmą w niej udział, wskazane byłoby poszerzenie kręgu promujących ją podmiotów poza ZUS i rząd, czy ogólniej – sektor publiczny.

Kalibracja obniżenia opłat za zarządzanie na podstawie łącznego wzrostu aktywów w filarze kapitałowym wzmacniałaby bodźce OFE do aktywnego promowania rozbudowy tego filara. Tylko te OFE nie zmniejszyłyby swoich przychodów, które zwiększyłyby aktywa w zarządzaniu o większą procentowo wartość niż cały filar kapitałowy.

Operację przeniesienia obligacji skarbowych na rachunek emerytalny w filarze kapitałowym w miejsce zapisów księgowych na subkoncie w FUS oraz zamiany części tych obligacji na akcje należałoby poprzedzić zabezpieczeniem oszczędności emerytalnych przed przejściem przez władze publiczne. Zabezpieczenie takie jest niezbędne do odbudowy zaufania do filara kapitałowego. Wymaga ono zapisania wprost w prawie, że oszczędności emerytalne przestają być środkami publicznymi w rozumieniu przepisów o finansach publicznych. Konieczność takiej zmiany jest w szczególności konsekwencją wyroku Trybunału Konstytucyjnego z dnia 4 listopada 2015 roku, w uzasadnieniu którego uznał on, że „składka emerytalna (w części opłacanej przez ubezpieczonego) – chociaż stanowi część prawa majątkowego pracownika do wynagrodzenia brutto, a w sensie ekonomicznym zalicza się do jego przychodu – jest, podobnie jak podatek dochodowy, ciężarem publicznym w rozumieniu art. 84 Konstytucji, a jednocześnie daniną publiczną w rozumieniu art. 217 Konstytucji. Ma ona charakter przymusowego, generalnie bezzwrotnego i powszechnego świadczenia pieniężnego, stanowiącego dochód państwowego funduszu celowego, jakim jest FUS. Jest nakładana jednostronnie (władczo) przez organ wykonujący zadania publiczne i służy wypełnianiu zadań publicznych wynikających z Konstytucji i ustaw – w tym wypadku urzeczywistniania konstytucyjnego prawa do zabezpieczenia społecznego, o którym mowa w art. 67 ust. 1 Konstytucji” (III, 5.3).

Żeby środki gromadzone w filarze kapitałowym systemu emerytalnego nie tylko utraciły charakter publiczny, ale i nabrały charakteru prywatnego, należy dodatkowo wprowadzić trzy rodzaje rozwiązań. Pierwsze z nich polegałoby na prawnym rozdzieleniu składek emerytalnych odprowadzanych odpowiednio do FUS i do filara kapitałowego. Ta druga składka nie byłaby obowiązkowa, ale jej odprowadzanie dawałoby ubezpieczonemu prawo do ulgi w składce odprowadzanej do FUS.

Wysokość ulgi w składce odprowadzanej do FUS powinna być możliwie zbliżona do poziomu składki odprowadzanej do filara kapitałowego, żeby rozwój tego filara nie skutkował wzrostem kosztów pracy. Niemniej aby wyeliminować ryzyko, że wprowadzony podział składek będzie w przyszłości wskazywany jako pozorny, można rozważyć ustanowienie dodatkowego warunku skorzystania z ulgi. Warunkiem tym mogłoby być dodatkowe oszczędzanie na emeryturę – w dowolnej formie (IKE, IKZE, PPE, PPK lub ewentualnie także OFE – w formie dodatkowej składki nieodejmowanej od składki odprowadzanej do FUS).

Drugie rozwiązanie nadające prywatny charakter środkom gromadzonym w filarze kapitałowym polegałoby na umożliwieniu ubezpieczonemu przed osiągnięciem wieku emerytalnego wykorzystania części oszczędności zgromadzonych w filarze kapitałowym na wkład własny przy zakupie mieszkania, pokrycie części kosztów edukacji dzieci lub leczenia członka rodziny. Jednocześnie ubezpieczeni byłiby zobligowani do uzupełnienia środków na rachunku emerytalnym w filarze kapitałowym w ciągu określonego okresu, np. dziesięciu lat. Gdyby nie wywiązali się z tego obowiązku, traciliby prawo do ulgi w składce emerytalnej odprowadzanej do FUS i musieliby zwrócić do funduszu kwotę odpowiadającą niepokrytemu przez nich ubytkowi w oszczędnościach z filara kapitałowego.

Trzecie rozwiązanie nadające prywatny charakter środkom gromadzonym w filarze kapitałowym polegałoby na zapewnieniu ubezpieczonemu swobody korzystania z tych środków po osiągnięciu przez nich wieku emerytalnego i uzupełnieniu stanu ich indywidualnego konta w FUS (kapitału emerytalnego) do poziomu wystarczającego do wypłaty minimalnej emerytury. Decyzję o tym, czy chcą zachować taką swobodę, czy też wolą całość środków przeznaczyć na wykupienie dożywotniej emerytury w FUS, podejmowaliby na 10 lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego. Deklaracja chęci zachowania tej swobody zawieszalaby działanie opisanego wcześniej suwaka emerytalnego. Jednocześnie ubezpieczeni powinni mieć prawo zmiany swojej decyzji w dowolnym momencie. Jednak dla zapewnienia elementarnej stabilności finansom FUS prawo to nie powinno obejmować możliwości odzyskania środków przeniesionych do FUS w wyniku działania suwaka z powrotem na rachunek w filarze kapitałowym.

Z obowiązku uzupełnienia stanu swojego indywidualnego konta emerytalnego do poziomu wystarczającego do wypłaty minimalnej emerytury mogłyby zostać zwolnione osoby o odpowiednio długim stażu pracy. Minimalny staż pracy uprawniający do otrzymywania minimalnej emerytury bez odpowiedniego kapitału emerytalnego powinien jednak zostać podniesiony. Należałoby go uspójnić z poziomem uprawniającym do otrzymania premii emerytalnej, której możliwa konstrukcja opisana jest poniżej.

Byłaby ona drugim mechanizmem łączącym rozwój filara kapitałowego i prywatyzację. Uprawnienie do premii nabywałoby się po przepracowaniu więcej niż np. 40, 45 oraz 50 lat. Miałaby ona formę akcji spółek z udziałem Skarbu Państwa, przekazywanych na rachunek w funduszu emerytalnym ubezpieczonego, o wartości np.:

- 5 tys. zł po przepracowaniu 40 lat,
- 15 tys. po przepracowaniu 45 lat,
- 30 tys. po przepracowaniu 50 lat.

Dla zachowania atrakcyjności premii wartości te powinny być co roku indeksowane dynamiką płac w gospodarce. Premia byłaby wypłacana po przekroczeniu każdego progu. Przy przekroczeniu kolejnego progu realizowana byłaby tylko „dopłata” do kolejnej wielkości.

Trzecim mechanizmem łączącym rozwój filara kapitałowego i prywatyzację mogłaby być premia za wczesne wejście na rynek pracy. Otrzymywałyby ją osoby pracujące w wieku np. 22, 24 i 26 lat za co najmniej dwa lata pracy w okresie, odpowiednio, do 22 roku życia oraz w wieku od 22 do 24 lat i od 24 do 26 lat. Miałaby ona podobną formę co premia emerytalna. Mogłaby też mieć spójną z nią wartość, tzn. przy wartościach premii emerytalnej podanych powyżej wyniosłaby:

- 15 tys. za 2 lata pracy do 22 roku życia,
- 10 tys. za 2 lata pracy w wieku od 22 do 24 lat,
- 5 tys. za 2 lata pracy w wieku od 24 do 26 lat.

Przy takich wartościach osoba odpowiednio wcześniej podejmująca pracę (i ją kontynuująca w następnych latach) mogłaby uzyskać premię w łącznej wysokości do 30 tys. złotych. Premia taka spłaszczałaby różnice w wysokości przyszłych świadczeń emerytalnych między osobami o niskich i wysokich kwalifikacjach, ale bez dezaktywizacyjnych skutków; przeciwnie, powinna ona sprzyjać zmniejszeniu odsetka młodych ludzi, którzy ani się nie uczą, ani nie pracują. Ubocznym efektem tego rozwiązania byłoby oczywiście zmniejszenie korzyści z wykształcenia. Niemniej nie powinno ono istotnie zniechęcać do wydłużania edukacji, gdyż premia za wykształcenie w gospodarce, w której postęp techniczny zasila przede wszystkim wykwalifikowaną pracę, pozostanie bardzo wysoka.

Drugi i trzeci mechanizm połączenia rozwoju filara kapitałowego i prywatyzacji powinien złagodzić dodatkową słabość polskiej gospodarki (obok niewielkich rozmiarów filara kapitałowego i rozrośniętego sektora przedsiębiorstw państwowych). Słabością tą jest spodziewany głęboki spadek nakładów pracy (zob. KE, 2021 oraz OECD, 2018). W horyzoncie najbliższych 30 lat na skutek starzenia się ludności i obniżenia wieku emerytalnego zniknie w Polsce co piąte lub nawet co czwarte miejsce pracy, czyli ponad 3–4 mln miejsc pracy. Odsetek pracujących w populacji zmniejszy się z 42% do 37%. Tylko w Hiszpanii spadek siły roboczej w relacji do liczby mieszkańców będzie głębszy. Jedynie we Włoszech, Rumunii i Bułgarii siła robocza będzie stanowić mniejszy odsetek ludności niż w Polsce.

Istotne wydłużenie aktywności zawodowej jest jednocześnie warunkiem zachowania systemu emerytalnego o zdefiniowanej składce i zapobieżenia silnemu zwiększeniu obciążeń fiskalnych. Jeżeli się ona nie wydłuży, to utrzymanie obecnego systemu emerytalnego będzie niemożliwe, bo prowadziłyby do znaczącego obniżenia wysokości emerytur w stosunku do wynagrodzeń w sytuacji rosnącej

siły politycznej emerytów i słabnącej pracujących. Według szacunków OECD (2020) około siedmiokrotnie zwiększyły się odsetek kobiet otrzymujących minimalne świadczenie (w 2060 roku sięgnąłby on prawie 70%). Wedle ocen KE (2021) średnie świadczenie emerytalno-rentowe obniżyłoby się z 45% przeciętnego wynagrodzenia w 2020 roku do 27% w 2050 roku, a więc głęboko poniżej poziomu 40% określanego jako minimum przez Międzynarodową Organizację Pracy. Zasięg ubóstwa wśród emerytów podniósłby się piętnastokrotnie. Według szacunków Bieleckiego i współautorów (2017) zagrożonych nim byłoby nawet trzy czwarte osób urodzonych po 1975 roku. Tymczasem już na początku lat trzydziestych osoby w wieku emerytalnym lub przedemerytalnym stanowiłyby 40% wyborców, a w okolicach 2050 roku – większość.

Trzeba zaznaczyć, że żaden mechanizm łączący rozwój filara kapitałowego i prywatyzacji nie zastąpi podnoszenia wieku emerytalnego jako sposobu na złagodzenia negatywnych skutków starzenia się ludności dla nakładów pracy. Nie ma przykładu kraju, który skutki te zneutralizowałby, opierając się wyłącznie na zachętach do dłuższej aktywności zawodowej. Stąd przedstawione mechanizmy należy traktować jako uzupełnienie, a nie alternatywę dla podnoszenia wieku emerytalnego.

Podstawowym założeniem połączenia rozwoju filara kapitałowego i prywatyzacji jest samofinansowanie się tej operacji. Do czasu wyczerpania majątku Skarbu Państwa przeznaczonego do prywatyzacji żaden z przedstawionych mechanizmów nie wymagałby jakichkolwiek dodatkowych wydatków z budżetu państwa (jakkolwiek powrót do wyjściowej wysokości składki do OFE wymagałby zwiększenia dotacji budżetu do FUS; niemniej, choć taki powrót wydaje się naturalną konsekwencją odbudowy filara kapitałowego, to nie jest on konieczny).

Gdyby przyjąć, że Skarb Państwa zachowa do 20–30% akcji lub udziałów w spółkach operujących jako monopole lub quasi-monopole (ENEA, Energa, PGE, Tauron, PGNiG, PKP, Poczta Polska, Porty Lotnicze) i do 5–10% akcji w spółkach o szczególnym znaczeniu dla rynku kapitałowego (Grupa Azoty, Grupa Lotos, PKN Orlen, JSW, KGHM, GPW, PKO BP, PZU, PKP Cargo, Polska Grupa Zbrojeniowa) oraz sprzeda wszystkie swoje akcje lub udziały w pozostałych spółkach, to opisanymi mechanizmami można byłoby objąć akcje i udziały o wartości przekraczającej 100 mld zł. W scenariuszu, w którym Skarb Państwa w pełni wycofałby się z własności przedsiębiorstw, zaś interes publiczny w sektorach o niskim natężeniu konkurencji zabezpieczył przez wzmocnienie pozycji niezależnych regulatorów, a w przedsiębiorstwach o szczególnym znaczeniu dla rynku kapitałowego – przez odpowiednie regulacje (w tym zmiany w statutach), to rozmiary programu poszerzyłyby się o około jedną trzecią.

Trzeba zaznaczyć, że drugi scenariusz nie jest rozwiązaniem, które nie miałyby analogii w innych krajach. Odpowiadałoby ono rozwiązaniu, które przyjęto np. w Australii. Stąd gdyby zdecydowano się na pierwszy scenariusz, to należałoby regularnie dokonywać przeglądu celowości utrzymywania własności państwowej w poszczególnych przedsiębiorstwach. Na przykład w Niemczech ministerstwo finansów co dwa lata przedstawia parlamentowi raport o ograniczaniu własności państwowej. W Norwegii parlament regularnie otrzymuje raporty z celami własno-

ści państwowej i przeglądami gotowości do prywatyzacji wszystkich państwowych przedsiębiorstw (por. Abate i in., 2020).

Nawet w przypadku przyjęcia drugiego scenariusza Skarb Państwa jeszcze przez długi czas miałby istotny udział we własności przedsiębiorstw. Pierwszy z trzech mechanizmów połączenia rozwoju filara kapitałowego z prywatyzacją daje, co prawda, teoretycznie możliwość natychmiastowej pełnej prywatyzacji. Ale wymagałoby to powszechnego udziału ubezpieczonych w tym mechanizmie oraz – w jego ramach – bardzo wysokiej stopy konwersji obligacji na akcje. Powszechny udział nie jest pewny. Z kolei bardzo wysoka stopa konwersji byłaby niepożądana, bo podtrzymywałaby nigdzie poza Polską niewidzianą strukturę aktywów funduszy emerytalnych, obciążającą oszczędności emerytalne wysokim ryzykiem. Stąd potrzebne są dwa inne mechanizmy. Przeznaczony na nie majątek Skarbu Państwa powinien być spójny z założeniem samofinansowania się całości programu oraz z utrzymaniem tych mechanizmów przez długi czas, tj. przynajmniej 20 lat (w takim horyzoncie istnieje pewność, że niezależnie od podejmowanych działań w polityce społeczno-gospodarczej nie zostanie zatrzymane kurczenie się kohort wiekowych wchodzących na rynek pracy).

Dlatego połączeniu rozwoju filara kapitałowego i prywatyzacji powinno towarzyszyć wzmocnienie ładu korporacyjnego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa. Wymaga to skoncentrowania nadzoru właścicielskiego ze strony Skarbu Państwa (por. Bank Światowy, 2020). Jego rozproszenie sprzyja nadużyciom. Wiele różnych ośrodków buduje wtedy swoją sieć klientów politycznych, a jednocześnie nie ma jasności, kto ponosi odpowiedzialność za mogący temu towarzyszyć brak racjonalności ekonomicznej w spółkach. Wzmocnieniu ładu korporacyjnego służyłoby też odpartyjnienie tych spółek. Aby je zagwarantować, można oprzeć się na trzech głównych bezpiecznikach.

Pierwszym z nich byłoby sprawdzanie kwalifikacji wszystkich kandydatów do zarządów i rad nadzorczych takich spółek przez wybrane w całościowym jawnym przetargu³ podmioty wyspecjalizowane w zarządzaniu kadrami. Stworzyłyby one tzw. Zasób Korporacyjny, czyli bazę osób o najwyższych kwalifikacjach, gotowych pokierować spółkami z udziałem Skarbu Państwa, i byłyby jego Operatorem. Tylko z tego Zasobu można byłoby wybierać osoby na kierownicze stanowiska w takich spółkach. Aby ograniczyć podatność Operatorów na polityczne presje, umowy na prowadzenie Zasobu powinny być zawierane na okres wykraczający poza kadencję parlamentu, np. 5 lat. Jednocześnie dla zmniejszenia ryzyka powstawania sytuacji ten sam podmiot powinien móc prowadzić Zasób przez maksymalnie dwa okresy z rzędu (z wyjątkiem sytuacji, gdy do przetargu na Operatorów nie wpłyną żadne inne oferty spełniające wymagania).

Drugim bezpiecznikiem byłoby wprowadzenie zasady, zgodnie z którą przedstawiciele akcjonariuszy niezwiązanych ze Skarbem Państwa mieliby większość

³ Opinia publiczna powinna być poinformowana o wynikach osiągniętych przez poszczególnych oferentów oraz powodach odrzucenia ofert. Wszystkie oferty złożone w ramach przetargu powinny stać się jawne po ogłoszeniu wyników i dokonaniu wyboru podmiotów mających prowadzić Zasób Korporacyjny.

w Komitetach Nominacji i Wynagrodzeń, działających w ramach rad nadzorczych. W efekcie decydujący głos przy tworzeniu krótkiej listy kandydatów do zarządów w poszczególnych spółkach mieliby prywatni akcjonariusze. Zarządy spółek byłyby wybierane wyłącznie spośród osób, które znajdują się na takiej liście.

Trzecim bezpiecznikiem byłoby coroczne ocenianie przestrzegania zasad apolitycznej rekrutacji do spółek z udziałem Skarbu Państwa przez organizacje pozarządowe. Ewentualna negatywna ocena wiązałaby się z karami finansowymi dla podmiotów sprawdzających kwalifikacje kandydatów i prowadzących Zasób Korporacyjny. Dwukrotne naruszenie zasad apolitycznej rekrutacji skutkowałoby automatycznym wypowiedzeniem im umowy na prowadzenie Zasobu Korporacyjnego.

Uzupełnieniem tych bezpieczników powinna być skuteczna ochrona akcjonariuszy mniejszościowych. W odniesieniu do spółek z udziałem Skarbu Państwa wymaga ona wprowadzenia zasady, że projekty o znaczeniu strategicznym dla państwa nie mogą być realizowane kosztem akcjonariuszy mniejszościowych. Mogłaby ona przyjąć formę gwarancji ustawowej obligującej Skarb Państwa do uzupełnienia zwrotu z kapitału do zakładanego minimum w przypadku realizacji takich projektów. Za strategiczne mogłyby więc być uznane tylko takie projekty, w których przypadku takie uzupełnienie nie byłoby niedozwoloną pomocą publiczną. To znacząco utrudniłoby realizację projektów partyjnych pod przykrywką strategicznych.

Zaproponowane wzmocnienie ładu korporacyjnego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa czerpie z doświadczeń krajów skandynawskich. Uchodzą one za wzorcowe pod tym względem (por. Bank Światowy, 2020; OECD, 2015). Trzeba jednak zaznaczyć, że nie ma jednolitego nordyckiego modelu nadzoru nad spółkami.

Szwedzki model jest najbardziej zorientowany na właścicieli. Jego cechami charakterystycznymi są: silna kontrola nad zarządami i ich działaniami dotyczącymi w szczególności transakcji z podmiotami powiązаныmi oraz skuteczna ochrona inwestorów mniejszościowych. Co najmniej jeden członek komitetu nominacji powinien być niezależny od największego akcjonariusza oraz grupy akcjonariuszy uczestniczącej w nadzorowaniu spółki. Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych jest zapewniana ponadto przez brak możliwości podjęcia przez jakikolwiek organ spółki decyzji, które mogłyby przysporzyć korzyści niektórym akcjonariuszom kosztem spółki lub innych akcjonariuszy, oraz szerokie możliwości blokowania uchwał walnego zgromadzenia akcjonariuszy przez akcjonariuszy mniejszościowych.

W norweskim modelu szczególnie silny nacisk kładzie się na: jednakowe traktowanie wszystkich akcjonariuszy, przejrzystość spółek z udziałem Skarbu Państwa, podejmowanie decyzji o charakterze właścicielskim na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy, wysokie kompetencje i różnorodność członków rad dyrektorów oraz niezależność osób nadzorujących od zarządzających. Państwo tradycyjnie nie ingeruje w obsadę zarządów, a przepisy prawa zabraniają posłom, ministrom i sekretarzom stanu oraz osobom zatrudnionym w ministerstwach zasiadać w radach spółek, w których udziały posiada Skarb Państwa.

5. Podsumowanie

Filar kapitałowy w systemie emerytalnym w Polsce ma bardzo niewielkie rozmiary na tle większości krajów OECD. Z kolei sektor przedsiębiorstw państwowych jest bardzo rozrośnięty w porównaniu do krajów wysoko rozwiniętych i stanowi źródło poważnych nieefektywności. Przegląd literatury wskazuje, że są to istotne słabości polskiej gospodarki, których usunięcie sprzyjałoby długofalowemu wzrostowi gospodarki.

Żeby pokonać bariery natury politycznej stojące na przeszkodzie rozwojowi filara kapitałowego i prywatyzacji w Polsce, te dwie reformy należałoby połączyć. Można to zrobić za pośrednictwem trzech mechanizmów:

- (1) zwrot każdemu ubezpieczonemu, który wyrazi taką wolę, na rachunek emerytalny w filarze kapitałowym obligacji skarbowych w miejsce zapisów księgowych na subkoncie w FUS i konwersję części tych obligacji na akcje spółek z udziałem Skarbu Państwa,
- (2) premiowanie długiego stażu pracy w formie akcji spółek z udziałem Skarbu Państwa, przekazywanych na rachunek w funduszu emerytalnym ubezpieczonego,
- (3) wprowadzenie premii w podobnej formie za wczesne wejście na rynek pracy.

Uruchomienie pierwszego mechanizmu powinno zostać poprzedzone nadaniem oszczędnościom gromadzonym w filarze kapitałowym charakteru środków prywatnych i przeprowadzenie zmian w funkcjonowaniu filara kapitałowego.

Mechanizmy te trwale upowszechniłyby własność i istotnie zwiększyłyby rozmiary filara kapitałowego. Ponadto dwa ostatnie z nich sprzyjałyby wydłużeniu aktywności zawodowej, łagodząc negatywne skutki starzenia się ludności dla nakładów pracy. Dla maksymalizacji pozytywnego wpływu na długofalowy wzrost gospodarki powinno im towarzyszyć wzmocnienie ładu korporacyjnego w przedsiębiorstwach z udziałem Skarbu Państwa, wzorowane na doświadczeniach krajów skandynawskich.

Bibliografia

- Abate, C., Elgouacem, A., Kozluk, T., Stráský, J., Vitale, C. (2020). *The COVID-19 crisis and state ownership in the economy: Issues and policy considerations*. Paris: OECD Publishing.
- Aghion, P., Durlauf, S. N. (red.) (2005a). *Handbook of economic growth. Volume 1A*. Amsterdam, London, San Diego: Elsevier B.V.
- Aghion, P., Durlauf, S. N. (red.) (2005b). *Handbook of economic growth. Volume 1B*. Amsterdam, London, San Diego: Elsevier B.V.
- Agosin, M. R. (2001). What Accounts for the Chilean Saving “Miracle”? *Cambridge Journal of Economics*, 25(4), 503–516.
- Anderson, J., Lee, Y., Murrell, P. (2000). Competition and privatization amidst weak institutions: Evidence from Mongolia. *Economic Inquiry*, 38(4), 527–549.
- Auerbach, A. J., Feldstein, M. (red.) (2002). *Handbook of Public Economics. Volume 3*. Amsterdam, London, New York: Elsevier B.V.

- Bałtowski, M. (2002). *Przekształcenia własnościowe przedsiębiorstw państwowych w Polsce*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Bałtowski, M. (2011). Zmiana własnościowa jako element transformacji gospodarczej – ramy teoretyczno-analityczne. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu*, 2011(190), 35–51.
- Bałtowski, M., Kozarzewski, P. (2014). *Zmiana własnościowa polskiej gospodarki 1989–2013*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Bałtowski, M., Mickiewicz, T. (2000). Privatization in Poland: Ten Years After. *Post-Communist Economies*, 12(4), 425–443.
- Bałtowski, M., Mickiewicz, T. (2011). Ład korporacyjny i prywatyzacja w Polsce. Ocena w perspektywie porównawczej. W: MSP (2009), *Raport o przekształceniach własnościowych w 2007 r.* Warszawa: Ministerstwo Skarbu Państwa
- Bałtowski, M., Miszewski, M. (2007). *Transformacja gospodarcza w Polsce*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Bank Światowy (2001). *Finance for Growth. Policy Choices in a Volatile World*. Washington, DC: World Bank.
- Bank Światowy (2020). *Corporate Governance of State-Owned Enterprises in Europe and Central Asia: A Survey*. Washington, DC: World Bank.
- Barberis, N., Boycko, M., Shleifer, A., Tsukanova, N. (1996). How Does Privatization Work? Evidence from the Russian Shops. *Journal of Political Economy*, 104(4), 764–90.
- Barr, N. (2002). Reforming pensions: myths, truths, and Policy choices. *International Social Security Review*, 55(2), 3–36.
- Barth, J. R., Caprio, Jr. G., Levine, R. (2001). Banking Systems Around the Globe. Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability? W: Mishkin F. S. (red.), *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't*. Chicago: University of Chicago Press.
- Bernheim, B. D. (2002). Taxation and Saving. W: Auerbach A. J., Feldstein M. (red.), *Handbook of Public Economics. Volume 3*. Amsterdam, London, New York: Elsevier B.V.
- Bielecki, M., Makarski, K., Tyrowicz, J. (2017). *Wiek emerytalny i wydatki na emeryturę. Jaki będzie skutek obniżenia wieku emerytalnego*. Warszawa: GRAPE.
- Blanchard, O. J., Giavazzi, F. (2002). Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein Horioka Puzzle? *MIT Department of Economics Working Paper*, 03(05).
- Błaszczuk, B. (red.) (2004). Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce. *Zeszyty BRE Bank – CASE*, 70.
- Błaszczuk, B., Kozarzewski, P. (red.) (2007). *Zmiany w polskich przedsiębiorstwach. Własność, restrukturyzacja, efektywność*. Warszawa: CASE.
- Borowski, J., Ciżkowicz, P., Rzońca, A., Wojciechowski, W. (red.) (2013). *Kapitałowy filar emerytalny a wzrost gospodarki*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Bower, U. (2017). State-Owned Enterprises in Emerging Europe: The Good, the Bad, and the Ugly. *IMF Working Paper*, 17(221).
- Brown, J. D., Earle, J. S., Shpak, S., Vakhitov, V. (2019). Is Privatization Working in Ukraine? *Comparative Economic Studies*, 61(1), 1–35.
- CBOS (2009). Prywatyzacja – oceny, skojarzenia, oczekiwania i obawy. *Komunikat z badań*, BS/133/2009.
- CBOS (2018). Najważniejsze wydarzenia, sukcesy i niepowodzenia w ostatnim stuleciu historii Polski. *Komunikat z badań*, 124/2018
- Chenery, H., Srinivasan, T. N. (red.) (1998). *Handbook of Development Economics. Volume 1*. Amsterdam, London, San Diego: Elsevier B.V. (reprinted 2007).

- Chyczewski, M., Domański, A., Mordasewicz, J., Rzońca, A. (2007). *Konsekwencje zablokowania prywatyzacji w latach 2006–2007*, Warszawa: Fundacja FOR, Fundacja FREE, Konfederacja Lewiatan.
- Ciżkowicz, P., Rzońca, A. (2013). Wpływ utworzenia filara kapitałowego w systemie emerytalnym na wzrost gospodarki. W: Borowski, J., Ciżkowicz, P., Rzońca, A., Wojciechowski, W. (red.). *Kapitałowy filar emerytalny a wzrost gospodarki*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Claessens, S., Djankov, S. (2002). Privatization benefits in Eastern Europe. *Journal of Public Economics*, 83(2002), 307–324.
- Davis, E., Hu, Y. (2008). Does funding of pensions stimulate economic growth? *Journal of Pension Economics and Finance*, 7(2), 221–249.
- Diamond, P. (2002). *Social security reform*. Oxford, New York: Oxford University Press.
- Djankov, S., Murrell, P. (2002). Enterprise Restructuring in Transition: A Qualitative Survey. *Journal of Economic Literature*, 40(3), 739–793.
- Earle, J. S., Shpak, S. (2019). Impact of privatization on employment and earnings. *IZA World of Labor*, 93.
- EBOiR (2020). *Transition Report 2020-2021: The State Strikes Back*. London: European Bank for Reconstruction and Development.
- Edwards, S. (1996). Why are Latin America's Saving Rates so low? An International Comparative Analysis. *Journal of Development Economics*, 51(1), 5–44.
- Englmaier, F., Stowasser, T. (2017). Electoral Cycles in Savings Bank Lending. *Journal of the European Economic Association*, 15(2), 296–354.
- Estrin, S., Hanousek, J., Kocenda, E., Svejnar, J. (2009). The Effects of Privatization and Ownership in Transition Economies. *Journal of Economic Literature*, 47(3), 699–728.
- Feldstein, M. (1974). Social Security, Induced Retirement and Aggregate Capital Accumulation. *Journal of Political Economy*, 82(5), 905–26.
- Feldstein, M. (1980). International Differences in Social Security and Saving. *Journal of Public Economics*, 14(2), 225–244.
- Feldstein, M. (1996). The Missing Piece in Policy Analysis: Social Security Reform. *American Economic Review*, 86(2), 1–14.
- Feldstein, M., Horioka, Ch. (1980). Domestic saving and international capital flows. *Economic Journal*, 90, 314–329.
- Fischer, S., Easterly, W. (1990). The economics of the government budget constraint. *World Bank Research Observer*, 5(2), 127–42.
- Frydman, R., Gray, C., Hessel, M., Rapaczynski, A. (1999). When does privatization work? The impact of private ownership on corporate performance in the transition economies. *Quarterly Journal of Economics*, 114(4), 1153–1191.
- Gale, W. G., Orszag, P. R. (2003). The economic effects of long-term fiscal discipline. *Urban Institute Discussion Paper*, 8.
- Greenwood, J., Hercowitz, Z., Krusell, P. (1997). Long-run implications of investment-specific technological change. *American Economic Review*, 87(3), 342–362.
- Gupta, S., Schiller, Ch., Ma, H., Tiongson, E. (2001). Privatization, Labor and Social Safety Nets. *Journal of Economic Surveys*, 15(5), 647–670.
- Hagemejer, J., Tyrowicz, J. (2020). Structural change and misallocation: Firm-level evidence from Poland. *Economics of Transition and Institutional Change*, 29(1), 95–122.
- Harper, J. T. (2002). The performance of privatized firms in the Czech Republic. *Journal of Banking and Finance*, 26(4), 621–649.
- Jorgenson, D. W. (2005). Accounting for growth in the information age. W: Aghion P., Durlauf S. N. (red.) (2005b). *Handbook of economic growth. Volume 1B*. Amsterdam, London, San Diego: Elsevier B.V.

- KE (2016). State-Owned Enterprises in the EU: Lessons Learnt and Ways Forward in a Post-Crisis Context. *Institutional Paper*, 031.
- KE (2021). The 2021 Ageing Report. Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2019–2070). *Institutional Paper*, 148.
- Kempa, M. (2010). Wpływ OFE na saldo funduszu emerytalnego. *MF Working Paper*, 07(2010).
- Konings, J., van Cayseele, P., Warzynski, F. (2005). The Effects of Privatization and Competitive Pressure on Firms' Price-Cost Margins: Micro Evidence from Emerging Economies. *Review of Economics and Statistics*, 87(1), 124–134.
- Kotlikoff, L. J. (1999). *The World Bank's Approach and the Right Approach to Pension Reform*, Boston: Boston University.
- Kozarzewski, P. (2006). *Prywatyzacja w krajach postkomunistycznych*. Warszawa: Instytut Studiów Politycznych PAN.
- Kozarzewski, P., Woodward, R. (2004). Enterprise Performance and Ownership Changes in Polish Firms. *CASE Working Paper*, 271.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (2002). Government Ownership of Banks. *Journal of Finance*, 57(1), 265–301.
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. W: Aghion P. Durlauf S. N. (red.) (2005a). *Handbook of economic growth. Volume 1A*. Amsterdam, London, San Diego: Elsevier B.V.
- Lizal, L., Svejnar, J. (2002). Privatization Revisited: The Effects of Foreign and Domestic Owners on Corporate Performance. *CERGE-EI Discussion Paper*, 89.
- Loayza, N., Schmidt-Hebbel, K., Servén, L. (2000). What drives private savings around the world?. *Review of Economics and Statistics*, 82(2), 165–181.
- Lopez-de Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1997). Privatization in the United States. *RAND Journal of Economics*, 28(3), 447–471.
- Maurel, M., Pernet, T. (2020). New evidence on the soft budget constraint: Chinese environmental policy effectiveness in SOE-dominated cities. *Public Choice*, 187(4), 111–142.
- Meggison, W. L., Nash, R., van Randenborgh, M. (1994). The Financial and Operating Performance of Newly Privatised Firms: An International Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 49(2), 403–452.
- Meggison, W. L., Netter, J. (2001). From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321–89.
- MFW (2019a). Reassessing the Role of State-Owned Enterprises in Central, Eastern and South-eastern Europe. *IMF Departmental Paper*, 19(11).
- MFW (2019b). Republic of Poland: Selected Issues. *IMF Country Report*, 19(38).
- Mishkin, F. S. (2001). *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't*. Chicago: University of Chicago Press.
- MSP (2009). *Raport o przekształceniach własnościowych w 2007 r.* Warszawa: Ministerstwo Skarbu Państwa.
- OECD (2015). *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, 2015 Edition*. Paris: OECD Publishing.
- OECD (2018). *Economic Outlook No 103 - July 2018 - Long-term baseline projections*. Paris: OECD Publishing
- OECD (2020). *OECD Economic Surveys: Poland 2020*. Paris: OECD Publishing.
- OECD (2021). *Pensions at a Glance 2021: OECD and G20 Indicators*. Paris: OECD Publishing.
- Petersen, M., Rajan, R. (1997). Trade Credit: Theories and Evidence. *Review of Financial Studies*, 10(3), 661–691.

- Peter, K. S., Svejnar, J., Terrell, K. (2012). Foreign Investment, Corporate Ownership, and Development: Are Firms in Emerging Markets Catching Up to the World Standard?. *Review of Economics and Statistics*, 94(4), 981–999.
- Romer, D. (2000). *Makroekonomia dla zaawansowanych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Samwick, A. (2000). Is Pension Reform Conducive to Higher Saving?. *Review of Economics and Statistics*, 82(2), 264–272.
- Sapienza, P. (2004). The Effects of Government Ownership on Bank Lending. *Journal of Financial Economics*, 72(2), 357–384.
- Sherif, K., Borish, M., Gross, A. (2003). *State-Owned Banks in the Transition – Origins, Evolution, and Policy Responses*. Washington, DC: World Bank.
- Smith, S. C., Cin, B. C., Vodopivec, M. (1997). Privatization incidence, ownership forms, and firm performance: Evidence from Slovenia. *Journal of Comparative Economics*, 25(2), 158–179.
- White, W. R. (2012). Credit Crises and the Shortcomings of Traditional Policy Responses. *Reserve Bank of India Second International Research Conference on “Monetary Policy, Sovereign Debt and Financial Stability – The New Trilemma”*. February 1–2.
- Winiecki, J. (2003). Rola nowego sektora prywatnego w procesie transformacji. *Roczniki Kolegium Analiz Ekonomicznych SGH*, 11, 247–270.
- Winiecki, J. (2012). Prywatyzacja „odgórna”: historia, teoria i transformacyjna rzeczywistość. W: Winiecki J. (2012). *Transformacja postkomunistyczna. Studium przypadku zmian instytucjonalnych*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Winiecki, J. (2012). *Transformacja postkomunistyczna. Studium przypadku zmian instytucjonalnych*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.

JAK POWIĄZAĆ PRYWATYZACJĘ I ROZWÓJ FILARA KAPITAŁOWEGO W SYSTEMIE EMERYTALNYM – PROPOZYCJA

Streszczenie

W artykule przedstawiono propozycję powiązania prywatyzacji i rozwoju filara kapitałowego w systemie emerytalnym w Polsce. Istotnym jej uzupełnieniem jest mechanizm mający zapewnić ład korporacyjny w spółkach z udziałem Skarbu Państwa, wzorowany na rozwiązaniach z krajów skandynawskich. W tekście argumentuje się, że takie powiązanie ułatwiłoby pokonanie przeszkód natury politycznej dla prywatyzacji, które są następstwem jej negatywnego postrzegania przez opinię publiczną. Pozwalałoby ono, po pierwsze, trwale upowszechnić własność przedsiębiorstw i w pełni oddzielić politykę od zarządzania przedsiębiorstwami oraz, po drugie, zwiększyć rozmiary filara kapitałowego w systemie emerytalnym bez zwiększenia napięć w finansach publicznych. Przegląd literatury zawarty w artykule wskazuje, że oba te efekty sprzyjałyby wzmocnieniu długofalowego wzrostu gospodarczego w Polsce.

Słowa kluczowe: wzrost gospodarczy, system emerytalny, filar kapitałowy, prywatyzacja, przedsiębiorstwa państwowe, ład korporacyjny, nadzór właścicielski

JEL: H55, J32, L21, L33

HOW TO LINK PRIVATIZATION AND THE DEVELOPMENT OF PENSION FUNDS - A PROPOSAL

Abstract

This article shows how the development of pension funds in Poland can be linked to privatization. It also proposes a mechanism, modeled on solutions adopted in Scandinavia, to strengthen corporate governance in state owned enterprises. It argues that such a link would make it easier to overcome the political obstacles to privatization that stem from its negative public perception. First, the link would result in a sustainable diffusion of business ownership and would effectively separate politics from business management. Second, it would increase pension savings without straining public finances. The literature review indicates that both effects would be conducive to Poland's long-term economic growth.

Keywords: economic growth, pension system, pension funds, privatization, state-owned enterprises, corporate governance

JEL: H55, J32, L21, L33