



# Wpływ polityki inwestycyjnej OFE na ład korporacyjny w Polsce



SPRAWNE PAŃSTWO  
PROGRAM *ERNST & YOUNG*

Andrew Kerner  
Eric Reinhardt



# Wpływ polityki inwestycyjnej OFE na ład korporacyjny w Polsce



SPRAWNE PAŃSTWO  
PROGRAM *ERNST&YOUNG*

Andrew Kerner  
Eric Reinhardt

Warszawa 2010

#### Recenzenci:

Profesor Jerzy Hausner  
Profesor Krzysztof Rybiński

#### Projekt graficzny:

kotbury.pl

Raport powstał w ramach programu Ernst & Young Sprawne Państwo.

#### Zastrzeżenia prawne

Niniejszy raport został przygotowany przez pracowników naukowych i ma na celu dostarczenie czytelnikom ogólnych informacji na tematy, które mogą ich interesować.

Informacje zawarte w niniejszym raporcie nie stanowią w żadnym wypadku świadczenia usług.

Mimo iż dołożono należytych starań w celu zapewnienia rzetelności prezentowanych w raporcie informacji przez autorów, istnieje ryzyko pojawienia się nieścisłości. Ernst & Young Polska spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp. k. ("EY") nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności ani nie gwarantuje poprawności i kompletności informacji prezentowanych w raporcie. Raport może ponadto zawierać odnośniki do określonych ustaw i przepisów, które podlegają nowelizacji i stąd powinny być interpretowane wyłącznie w konkretnych okolicznościach, w których są cytowane. Informacje zamieszczane są bez uwzględniania jakichkolwiek zmian i EY nie zapewnia ich kompletności, poprawności i aktualności, oraz nie udziela w tym zakresie żadnych gwarancji wyraźnych ani dorozumianych.

Ponadto w najszerszym dopuszczonym przez prawo zakresie EY wyłącza jakiegokolwiek gwarancje, wyraźne lub dorozumiane, w tym między innymi dorozumiane gwarancje sprzedaży i przydatności do określonego celu. W żadnym wypadku EY, powiązane z EY spółki ani też partnerzy, agenci lub pracownicy EY lub spółek powiązanych z EY nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności wobec czytelnika lub innych osób z tytułu jakiegokolwiek decyzji lub działania podjętego na podstawie informacji znajdujących się w niniejszym raporcie ani też z tytułu jakichkolwiek pośrednich, szczególnych lub ubocznych strat, nawet w przypadku otrzymania informacji o możliwości ich wystąpienia.

© Copyright by Ernst & Young Polska Sp. z o.o. sp. k., Polska

W braku odmiennego zastrzeżenia, prawa autorskie do treści niniejszego raportu posiada Ernst & Young Polska Sp. z o.o. sp. k. Wszelkie prawa zastrzeżone. Żadne materiały znajdujące się w niniejszym raporcie, w tym tekst i grafika, nie mogą być reprodukowane lub przesyłane w jakiegokolwiek formie i w jakikolwiek sposób bez pisemnego zezwolenia EY.



**SPRAWNE PAŃSTWO**  
*PROGRAM ERNST & YOUNG*

Rondo ONZ 1  
00-124 Warszawa  
tel. +48(22) 557 70 00  
fax +48(22) 557 70 01  
[www.sprawnepanstwo.pl](http://www.sprawnepanstwo.pl)

Patron prasowy:  
 **RZECZPOSPOLITA**



Zmiany oczekiwań rynku i mentalności spółek w obszarze ładu korporacyjnego, choć powolne, są nieuchronne. Nie są one wynikiem sztucznych wymogów prawa, lecz efektem przeobrażeń jakie zachodzą w globalnej gospodarce, w tym wzrostu konkurencyjności rynków kapitałowych.

Spółki i inwestorzy działają w dynamicznie zmieniającym się i niepewnym otoczeniu, a efektywne zarządzanie ryzykiem jest jednym z kluczowych narzędzi zabezpieczających realizację strategii biznesowej spółki, rozumianej jako zobowiązanie wobec akcjonariuszy i innych interesariuszy. Rynek w coraz większym stopniu zdaje sobie sprawę z tego, iż przejrzystość spółek w obszarze zarządzania ryzykiem oraz kontroli wewnętrznej jest istotnym czynnikiem ochrony interesów akcjonariuszy. Biorąc pod uwagę dynamikę zmian otoczenia gospodarczego, podejście do zarządzania organizacją na zasadzie „set & forget” - tłumacząc dosłownie „ustaw i zapomnij” - nie jest możliwe. Struktury biznesowe wciąż się zmieniają, ponieważ zmienia się otoczenie.

Prawidłowy system zarządzania ryzykiem i kontroli wewnętrznej ma krytyczne znaczenie dla obu stron - zarówno dla zarządzających, jak i dla inwestorów. Zarządzającym, którzy zadbali o to, aby w spółce funkcjonowały sprawne i skuteczne systemy w tych obszarach, będzie łatwiej obronić się przez zarzutem zaniedbania. Dla inwestorów, wysokie standardy ładu korporacyjnego w spółkach są podstawowym mechanizmem zabezpieczenia przed niewłaściwymi działaniami członków zarządów lub pracowników spółek, wynikającymi z braku wiedzy, informacji, przekraczania kompetencji czy też zwykłej, ludzkiej nieuczciwości.

Niniejszy autorski raport zespołu, wyłonionego w konkursie programu Ernst & Young Sprawne Państwo, pokazuje że inwestorzy instytucjonalni mogą znacząco wpłynąć na poprawę obecnej sytuacji.

Jacek Górnik  
Dział Doradztwa Biznesowego  
Ernst & Young

Jacek.Gornik@pl.ey.com

## Spis treści

Streszczenie .....	5
Wstęp .....	6
1. Ład korporacyjny.....	10
2. Przegląd literatury.....	12
3. Teoria i hipotezy .....	15
4. Fundusze Emerytalne OFE .....	18
5. Fundusze emerytalne OFE i polski ład korporacyjny .....	25
6. Dlaczego wpływ funduszy emerytalnych na polski ład korporacyjny nie jest większy? .....	35
7. Rekomendacje i wnioski .....	45
Załącznik .....	48
Przypisy .....	53
Bibliografia .....	56
Nasze raporty .....	58

## Spis tabel i wykresów

Wykres 1. Kolejność działań .....	16
Wykres 2. Zagregowane aktywa OFE jako % PKB .....	21
Wykres 3. Udział portfeli inwestycyjnych w rynku .....	22
Wykres 4. Wpływ własności OFE na ocenę PFCG w 2005 roku.....	32
Wykres 5. Zmiany wpływu własności OFE na ocenę PFCG w latach 2003-2005 .....	32
Wykres 6. Ład korporacyjny a OFE .....	33
Wykres 7. Zachowania stadne.....	39
Tabela 1. OFE jako udziałowcy spółek notowanych na GPW.....	23
Tabela 2. Najważniejsze cechy „Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW” .....	29
Tabela 3. Zgodność z „Dobrymi praktykami spółek notowanych na GPW” .....	30
Tabela 4. Struktura portfeli inwestycyjnych OFE w 2002 roku.....	36
Tabela 5. Struktura portfeli inwestycyjnych OFE w 2002 roku.....	37
Tabela 6. Zagregowane aktywa OFE .....	43

## Streszczenie

W niniejszym raporcie stawiamy pytanie: jaką rolę odegrał system otwartych funduszy emerytalnych (OFE) w polskim ładzie korporacyjnym i dlaczego? Nie jest to pytanie czysto akademickie – praktyki ładu korporacyjnego i warunki polityczno-ekonomiczne, które wywierają na nie wpływ, mają realne konsekwencje dla działań na rynku finansowym oraz dla wzrostu gospodarczego. Nie jest to też pytanie dotyczące wyłącznie Polski – reforma emerytalna na całym świecie była i jest najpierw powodowana, a następnie po części uzasadniana swoim potencjalnym pozytywnym wpływem na ład korporacyjny. Mamy nadzieję, że analizując poszczególne aspekty przypadku Polski przyczynimy się do odpowiedzi na pytanie postawione w szerszym kontekście: jakiego rodzaju warunki zwiększają, a jakie zmniejszają szanse, aby fundusze emerytalne odegrały konstruktywną rolę w krajowych kwestiach ładu korporacyjnego. Nasze podstawowe wnioski są następujące: 1) system emerytalny OFE nie odegrał dużej roli w polskim ładzie korporacyjnym, 2) taki brak wpływu jest całkiem uzasadniony w świetle wprowadzonej infrastruktury regulacyjnej oraz 3) istniejące modele kształtowania polityki w zakresie ładu korporacyjnego mogą posłużyć wyjaśnieniu takiego rezultatu.

## Wstęp

Ład korporacyjny - zasady, które określają równowagę sił między akcjonariuszami mniejszościowymi, akcjonariuszami większościowymi, menedżerami, członkami zarządu oraz innymi grupami wpływu w podejmowaniu korporacyjnych decyzji - stał się tematem *de jure* wśród decydentów, liderów biznesu oraz międzynarodowych organizacji finansowych. Wymienione grupy są zgodne, iż zasady ładu korporacyjnego, które wzmacniają pozycję akcjonariuszy mniejszościowych, pomagają zdyscyplinować zarząd i/lub akcjonariuszy większościowych. Inwestycje kapitałowe stają się bezpieczniejsze dla mniejszych inwestorów, w wyniku czego pomagają przyciągać kapitał inwestycyjny oraz rozwijać rynki papierów wartościowych, ponieważ działają jak siła napędowa w finansowaniu przedsiębiorstw. Wielu ekonomistów postrzega rozwój rynków kapitałowych jako kluczowy czynnik warunkujący długoterminowy wzrost gospodarczy. Niemniej jednak standardy ładu korporacyjnego różnią się znacznie w zależności od firmy i kraju. Jakie czynniki polityczne i ekonomiczne sprzyjają wyższym standardom ładu korporacyjnego, a tym samym dają początek niektórym korzyściom wymienionym powyżej?

### Inwestorzy instytucjonalni

Jedna z możliwych odpowiedzi na to pytanie wiąże się z inwestorami instytucjonalnymi, a w szczególności z funduszami emerytalnymi. Fundusze emerytalne mogą wesprzeć ład korporacyjny na poziomie firmy poprzez popieranie takiego porządku głosowania, jaki przypuszczalnie będzie działać na korzyść praw inwestorów, a także poprzez zmuszanie firm do takiego konkurowania w zakresie zasad ładu korporacyjnego, aby przyciągnąć kapitał inwestycyjny (np. Coffee 2002). W zakresie kreowania polityki fundusze emerytalne mogą wywierać nacisk na organy decyzyjne, aby wprowadziły wyższe standardy ładu korporacyjnego oraz - przedstawiając wiarygodną groźbę przeniesienia swojego kapitału na rynki o bardziej surowych zasadach ładu korporacyjnego - mogą motywować decydentów do zatrzymania kapitału funduszy emerytalnych na rynku krajowym, dzięki zasadom przyjaznym inwestorom (np. Bebchuk i Neeman *w druku*, Gourevitch i Shinn 2005, Pagano i Volpin 2005). W niedawnej historii jest sporo przykładów, w których fundusze emerytalne występowały we wszystkich tych rolach. Fundusze emerytalne takie jak CalPERS, TIAA-CREF, Hermes, rozmaite amerykańskie fundusze emerytalne wywierały presję na decydentów, naciskały na zarząd i groziły, że wycofają środki z rynków wschodzących o nienajlepszych zasadach ładu korporacyjnego, a wszystkie te działania stanowiły próbę ulepszenia środowiska inwestycyjnego w kraju i zagranicą (np. Jacoby 2007, Hebb i Wójcik 2005, Carelton, Nelson i Weisbach 1998, English Smythe i McNeill 2004). Podobny wpływ na ład korporacyjny miała

prywatyzacja funduszy emerytalnych między innymi w Szwecji (Gianetti i Laeven 2009), w Chile (Lefort 2007, choć Allen i Gourevitch 2007 sugerują inaczej) i w Malezji (Gourevitch i Shinn 2005). Z drugiej strony większość funduszy emerytalnych nie zdecydowała się na prowadzenie agresywnego programu promującego akcjonariuszy na poziomie firmy ani na poziomie kreowania polityk (Choi i Fisch 2008).

Ład korporacyjny stanowi priorytet dla polskich rynków finansowych, podobnie jak w przypadku większości rynków wschodzących.

Od dekady w Polsce podejmowane są czynne próby wzmocnienia ładu korporacyjnego firm notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW), poprzez sporządzanie kodeksów dobrych praktyk. Jednocześnie otwarte fundusze emerytalne (OFE), które powstały w wyniku polskiej reformy emerytalnej w roku 1999, stały się największą klasą inwestorów instytucjonalnych w Polsce i łącznie posiadają znaczne udziały (w niektórych przypadkach do 40%) wielu największych polskich firm należących do indeksu WIG 20.<sup>1</sup> OFE stały się również politycznie aktywne za pośrednictwem organizacji lobbingowej obejmującej całą branżę, ustanowionej do promowania zasad sprzyjających interesom funduszy emerytalnych.

Pomimo znaczącej roli na polskich rynkach finansowych, rzekomego zainteresowania zasadami sprzyjającymi akcjonariuszom i ewidentnych zdolności lobbingowych fundusze emerytalne OFE odegrały dość ograniczoną rolę w polskim ładzie korporacyjnym. Wydaje się, że OFE są umiarkowanie aktywne w firmach, w które inwestują, ale także nie angażują się w politykę inwestycyjną, która na pierwszym miejscu stawiałaby firmy z lepszą historią ładu korporacyjnego. OFE nie odegrały znaczącej roli w procesie stanowienia polityki publicznej dotyczącej zasad ładu korporacyjnego, określonych w ustawie lub prawie miękkim. Organizacja lobbingowa funduszy emerytalnych OFE nie zajmuje się kwestiami ładu korporacyjnego. Ponadto nie wydaje się, aby stworzenie systemu emerytalnego przesunęło preferencje osób piastujących urzędy w kierunku zasad promujących lepsze standardy ładu korporacyjnego.

Niniejszy raport ma na celu zbadanie, dlaczego fundusze emerytalne OFE nie wywarły silniejszego wpływu na polski ład korporacyjny. W celu dokonania takiej analizy wykorzystamy model teoretyczny zastosowany przez Knera (2009), który odzwierciedla spostrzeżenia Hirschmana (1970) na temat sformułowanych przez niego pojęć „prawa głosu” i „prawa wyjścia”. Analizując kwestię w takich kategoriach gotowość funduszu emerytalnego do uczestniczenia w promowaniu ładu korporacyjnego na poziomie polityki lub firmy zależy od jego zdolności lub gotowości do korzystania ze swojego „prawa głosu” jako akcjonariusz lub jako lobbysta. Zdolność funduszy emerytalnych do

Ład korporacyjny  
w Polsce

Cel badania

wywierania wpływu na priorytety polityczne zależy od wiarygodności ich opcji „prawa wyjścia” umożliwiającej im przeniesienie inwestycji tam, gdzie są lepsze zasady ładu korporacyjnego w firmie lub na rynku jako całości.

W praktyce fundusze emerytalne (OFE) nie korzystają ani ze swojego głosu, ani z opcji wyjścia w celu wywarcia wpływu na ład korporacyjny w sposób znaczący. Argumentujemy, że korzystanie z wewnętrznego *benchmarku* oraz kontroli kapitału w zakresie aktywów funduszy emerytalnych mogą tłumaczyć uległość OFE w sprawach ładu korporacyjnego. Wpływ kontroli kapitału jest najbardziej bezpośredni. Poważne ograniczenia dotyczące inwestycji zagranicznych uniemożliwiają OFE korzystanie z „prawa wyjścia”, jako narzędzia promowania polityki publicznej w zakresie ładu korporacyjnego bardziej przyjaznego akcjonariuszom. Wpływ wewnętrznego *benchmarku* (wyniki funduszu emerytalnego są oceniane względem wyników wszystkich innych OFE) jest bardziej subtelny, lecz możliwe, że silniejszy. Po pierwsze, żaden fundusz emerytalny nie posiada motywacji, aby inwestować w ład korporacyjny rynku jako całości, ponieważ inwestycja taka zmieniłaby jedynie wewnętrzny *benchmark* raczej niż polepszyła pozycję funduszu względem tegoż *benchmarku*. Ponadto, stadne zachowanie będące wynikiem korzystania z wewnętrznego *benchmarku* oznacza, że jakkolwiek inwestycja w ład korporacyjny jednej firmy przyniesie więcej korzyści dla całego rynku funduszy emerytalnych niż dla funduszu emerytalnego, który dokonał takiej inwestycji. W takiej sytuacji motywacja funduszu emerytalnego do egzekwowania swojego „głosu” jest niewielka.

Niniejszy raport zawiera nasz wkład w trzy kwestie. W pierwszej kolejności jest jedną z niewielu ocen wpływu reform emerytalnych na ład korporacyjny i jest pierwszym znanym nam opracowaniem badającym przypadek w Europie Środkowej. Po drugie, sprawdzając adekwatność naszych ram teoretycznych, analizujemy zasadność kilku hipotez zakładających związek pomiędzy funduszami emerytalnymi a ładem korporacyjnym, które uznać można za mniej lub bardziej przyjęte w akademickich pracach dotyczących ładu korporacyjnego. Naszym zdaniem takie powiązania, choć w wielu przypadkach prawdopodobne, w żadnym wypadku nie są nieuchronne, a w przypadku Polski są praktycznie nieobecne. Po trzecie, z naszej analizy wynikają sugestie dla decydentów, którzy pragną dokonać ulepszeń w zakresie ładu korporacyjnego w ramach prywatyzacji systemu emerytalnego. Nasze opracowanie jest szczególnie ważne dla decydentów, którzy nadal poprawiają strukturę prawną, w której funkcjonują polskie fundusze emerytalne, a także dla państw, które dopiero będą musiały utworzyć swój plan prywatyzacji systemu emerytalnego.

Pozostała część niniejszego raportu podzielona została w następujący sposób: Rozdział 1 przedstawia tło dla tematu ładu korporacyjnego i ukazuje, jak ważne jest to zagadnienie dla inwestorów i rządów państw. Rozdział 2 stanowi przegląd literatury dotyczącej polityki reform w zakresie ładu korporacyjnego ze szczególnym naciskiem na teorie, które podkreślają rolę funduszy emerytalnych. Rozdział 3 opisuje ramy teoretyczne niniejszego badania (bez zagłębiania się w terminologii technicznej; cały model został zawarty w załączniku) oraz związane z nimi hipotezy. Rozdział 4 opisuje polski system emerytalny, natomiast Rozdział 5 - stan polskiego środowiska regulacyjnego odnośnie ładu korporacyjnego. W Rozdziale 6 analizujemy zasadność naszych ram teoretycznych w odniesieniu do przypadku Polski. Rozdział 7 zawiera kilka wniosków dla polskich decydentów oraz dla tworzonych w przyszłości teorii akademickich dotyczących polityki ładu korporacyjnego.

---

Treść raportu

# 1. Ład korporacyjny

Ład korporacyjny określa kto jest uprawniony do podejmowania decyzji w firmie, ile informacji jest przekazywanych akcjonariuszom i jakiego rodzaju są to informacje, a także ustala procedury powoływania i odwoływania zarządu i dyrektorów oraz wiele innych ważnych kwestii. Przykłady zasad ładu korporacyjnego obejmują zasady rachunkowości, przepisy w sprawie obrotu papierami wartościowymi z wykorzystaniem informacji poufnych, zasady dotyczące składu rady oraz protokołów ze zgromadzeń wspólników (akcjonariuszy). W każdym obszarze polityki firmy wprowadzone zasady określają podział władzy (i ewentualnie majątku) między akcjonariuszami mniejszościowymi a osobami zajmującymi stanowiska w spółce („insiderami”), tj. menedżerami i akcjonariuszami większościowymi. W związku z powyższym można scharakteryzować poziom ładu korporacyjnego jako względnie przyjazny bądź nieprzyjazny dla mniejszościowych akcjonariuszy. Zasady, które na przykład ograniczają obrót papierami wartościowymi z wykorzystaniem informacji poufnych, zapewniają rzetelne i terminowe udostępnianie informacji finansowych, ułatwiają mniejszościowym akcjonariuszom aktywne uczestnictwo w zgromadzeniach akcjonariuszy lub zapewniają obecność niezależnych członków rady, działają na korzyść mniejszościowych akcjonariuszy dając *insiderom* mniejsze możliwości prowadzenia spraw spółki bez uwzględniania ich interesów finansowych. Naturalnie, dla wielu inwestorów ubiegających się o niekontrolny pakiet atrakcyjne są firmy o wysokich (tj. przyjaznych inwestorom) standardach ładu korporacyjnego. Inwestowanie w takie firmy raczej niż w te, które dają większą swobodę *insiderom*, zwiększa prawdopodobieństwo, że inwestorzy osiągną zwrot ze swojego kapitału. Przekonanie to potwierdzają dane empiryczne. Gompers, Ishii i Metrick (2003) zauważają, że firmy o większych prawach akcjonariuszy osiągały wyższą wartość firmy, większe zyski, większy wzrost sprzedaży i niższe wydatki kapitałowe. Klapper i Love (2004), a także inni, dostrzegają podobną zależność.

Wpływ wysokich standardów ładu korporacyjnego to nie tylko sprawa zasad i wyników na poziomie firmy, ale również polityki i wyników gospodarczych na poziomie państwa. Wiele aspektów ładu korporacyjnego wymaga określenia standardów oraz wprowadzenia ich w życie poza przedsiębiorstwem. Rozwiązania problemów związanych z teorią agencji na poziomie przedsiębiorstwa będą wiarygodne jedynie, jeśli można oczekiwać, że (a) naruszenia takich zasad zostaną sprawiedliwie osądzone przez system sądowy lub (b) wysoce prawdopodobne jest, że doprowadzą do sankcji nałożonej przez właściwą giełdę papierów wartościowych lub inny organ. To, w jakim stopniu poszczególne kraje mogą liczyć na przyciągnięcie

kapitału zagranicznego, zatrzymywanie oszczędności krajowych i stopień zaangażowania przedsiębiorstw publicznych w emisję papierów wartościowych na lokalnych rynkach, ma ścisły związek z decyzjami dotyczącymi ładu korporacyjnego podejmowanymi przez rząd i społeczeństwo obywatelskie. Przyciągnięcie kapitału na rynki finansowe ma niezwykle ważne konsekwencje dla wyników gospodarczych kraju. Inwestorzy zwykle preferują inwestycje w państwach, których polityka jest wiarygodna i przyjazna. Dane empiryczne z literatury ekonomicznej dowodzą, iż ochrona inwestorów prowadzi do większej skali debutów giełdowych, wyższych cen akcji, bardziej płynnych rynków kapitałowych oraz powoduje, że na rynek częściej wchodzi nowe firmy (np. La Porta i in.. 1997, 1998, 2000, Rajan i Zingales 2003, Castro, Clementi i MacDonald 2004, Tiberghien 2007, Bebchuk i Neeman *w druku*, Perotti i Volpin 2004, 2007, Beny 2005). Inni ekonomiści, w tym Demirguc-Kunt i Maksimovic (1998), King i Levine (1993) oraz Levine, Loayza i Beck (2000) wykazali, że rozwój finansowy będący wynikiem wyższych poziomów ładu korporacyjnego prowadzi do długoterminowego wzrostu gospodarczego.<sup>2</sup> Jak można się spodziewać, zadanie udoskonalenia ładu korporacyjnego w celu urzeczywistnienia niektórych korzyści stało się kwestią najwyższej wagi dla części społeczeństwa obywatelskiego, rządów i organizacji międzynarodowych na całym świecie.

Wpływ na inwestycje

## 2. Przegląd literatury

Skoro wysoki poziom ładu korporacyjnego jest tak korzystny, dlaczego każda firma i każde państwo nie wprowadzi zasad, które chronią inwestorów? Różne systemy prawa (prawo stanowione versus prawo zwyczajowe) zwykle zapewniają różne poziomy ochrony zewnętrznych akcjonariuszy, co jest najczęściej przytaczanym powodem uzasadniającym, dlaczego niektóre państwa bardziej niż inne promują akcjonariuszy w swoich zasadach ładu korporacyjnego (La Porta i in.. 1997, 1999, 2000). Stanowisko to było krytykowane z różnych powodów (np. Rajan i Zingales 2003, Roe 2003, Spamman 2008), z których najbardziej istotnym jest to, że pomija konflikty dotyczące podziału korzyści finansowych i niefinansowych, które leżą u podłoża często spornej polityki ładu korporacyjnego. Krok w kierunku bardziej surowych zasad ładu korporacyjnego oznacza przeniesienie uprawnień do podejmowania decyzji oraz związanych z nimi możliwości poszukiwania renty ekonomicznej na akcjonariuszy mniejszościowych oraz odebranie takich uprawnień i możliwości osobom zajmującym stanowiska wewnątrz spółki. Jak się można spodziewać, osoby, w przypadku których możliwości poszukiwania renty ekonomicznej zostają przez takie przeniesienie naruszone, często sprzeciwiają się działaniom, które mają na celu usprawnienie ładu korporacyjnego, zarówno wewnątrz firmy, jak i w polityce publicznej.

W reakcji na ograniczoną możliwość wyjaśniania ładu korporacyjnego porządkiem prawnym, wielu analityków proponuje alternatywne, ukierunkowane bardziej politycznie teorie ładu korporacyjnego (np. Roe 2003, Rajan i Zingales 2003, Gourevitch i Shinn 2005, Pagano i Volpin 2001, 2005, Bebchuk i Neeman *w druku*, Perotti i Volpin 2007, Kerner i Kucik *w druku*, Allen i Gourevitch 2008). Takie teorie polityczne zazwyczaj sugerują, że jakakolwiek grupa (menedżerowie, akcjonariusze większościowi, mniejszościowi akcjonariusze, społeczeństwo itd.) posiadająca największy wpływ na decydentów będzie w stanie osiągnąć oczekiwany przez siebie rezultat. W takiej formie wspomniane teorie ładu korporacyjnego odzwierciedlają konflikty dotyczące podziału korzyści finansowych i niefinansowych, które od dłuższego czasu są podstawowym tematem ekonomii politycznej.

### 2.1. Fundusze emerytalne i polityka publiczna

Jednym z wyzwań uniemożliwiających indywidualnym akcjonariuszom odegranie dużej roli w procesie politycznym jest to, że napotykają na poważne przeszkody w działaniu zbiorowym (Olson 1971). Są zbyt rozproszeni, a ich indywidualne interesy finansowe są zbyt skromne, aby uzasadniały koszt zorganizowania znaczącej grupy lobbingsowej.

Inwestycje instytucjonalne oferują środek zaradczy. W przypadku, gdy inwestorzy instytucjonalni są silni, akcjonariusze posiadają potencjał, aby pokonać przeszkody uniemożliwiające działanie zbiorowe oraz aby wywrzeć znaczący wpływ na politykę. Zarówno Pagano i Volpin (2001, 2005), jak i Bebchuk i Neeman (w druku) przedstawiają modele formalne, których podstawą są zdecydowane działania lobbystyczne inwestorów instytucjonalnych. Wśród podstawowych klas inwestorów instytucjonalnych fundusze emerytalne stanowią największą klasę, zwykle zaliczanych do minimalizujących konflikty interesów, które ograniczają aktywność w zakresie ładu korporacyjnego po stronie funduszy wzajemnych oraz spółek ubezpieczeniowych (Black 1990, Gourevitch 2007). Odnośnie do powyższego Gourevitch i Shinn (2005) oraz inni argumentują, że fundusze emerytalne odgrywają kluczową rolę jako grupa interesu reprezentująca interesy inwestorów w procesie tworzenia polityk dotyczących regulacji ładu korporacyjnego.

Inwestorzy  
instytucjonalni

Alternatywnym związkiem wskazywanym w literaturze pomiędzy funduszami emerytalnymi a polityką ładu korporacyjnego jest to, że obecność dużych funduszy emerytalnych może naruszyć równowagę polityczną generując znaczący politycznie *interes publiczny* w standardach ładu korporacyjnego. Argumenty te można podzielić na dwa podstawowe typy: niektórzy utrzymują, że społeczeństwo, któremu nadano szerokie uprawnienia i które posiada wiedzę finansową, wyraźnie będzie żądać, aby politycy wdrożyli zasady ładu korporacyjnego promujące akcjonariuszy (np. Perotti i Volpin 2007). Jednak Kerner i Kucik (w druku) przekonują, że nie należy wysuwać tak jednoznacznych argumentów.

Fundusze emerytalne często stanowią jedno z największych, jeśli nie największe źródło instytucjonalnego kapitału inwestycyjnego na krajowych giełdach papierów wartościowych. Inwestycje funduszy emerytalnych w krajowe papiery wartościowe stanowią podstawową pożywkę dla wzrostu krajowej gospodarki. W środowisku ekonomicznym, w którym kapitał jest ruchomy i może zostać ulokowany w bezpieczniejszych inwestycjach zagranicą, utrzymywanie przyjaznych inwestorom zasad ładu korporacyjnego ku zadowoleniu menedżerów funduszy emerytalnych może być sposobem rządu na zapewnienie, aby wystarczająca ilość kapitału produkcyjnego pozostała w kraju (np. Hebb i Wójcik 2005).

Fundusze  
emerytalne

## 2.2. Fundusze emerytalne w przedsiębiorstwie

Od wielu lat oczekuje się, że inwestorzy instytucjonalni odegrają kluczową rolę w ładzie korporacyjnym na poziomie firmy, dzięki wykorzystaniu swoich udziałów w kapitale jako narzędzia dyscyplinowania osób zajmujących stanowiska wewnątrz firm, w które inwestują. Obejmuje to

wymaganie niezależności dyrektorów, sprzeciwianie się przyjmowaniu „trujących pigułek” (ang. *poison pills*) oraz ogólnie promowanie form ładu korporacyjnego przyjaznego inwestorom. Grossman i Hart (1980), Shleifer i Vishny (1984), Huddart (1993), Admati i inni (1994) oraz Noe (2002), sugerują ważną rolę dla dużych akcjonariuszy jako agentów lepszego ładu korporacyjnego dzięki monitoringowi na poziomie firmy. Del Guercio oraz Hawkins (1999), Gillan i Starks (2000), Carleton, Nelson i Weisbach (1998) uznają, że wkład funduszy emerytalnych może ulepszyć ład korporacyjny tych firm, w których zostanie ulokowany. Huson (1997), Anson i in. (2004), Barber (2007), Smith (1996) oraz English, Smythe i McNeil (2004) znajdują dowód na „efekt CalPERSa”, wskutek którego wskazanie zarządu przez CalPERS prowadzi do wzrostu cen akcji.<sup>3</sup>

#### Opcja wyjścia

Wiarygodność gróźb wyjścia jest również ważna na poziomie firmy. Istnieje wiele publikacji mówiących o zdolności funduszy emerytalnych do zmiany ładu korporacyjnego poprzez postawienie wiarygodnej groźby przeniesienia swoich środków pieniężnych gdzie indziej. Admati i Pfleiderer (2006) oraz McCahery Saunter i Starks (2008) podkreślają rolę „prawa wyjścia” argumentując, że inwestorzy instytucjonalni mogą wpłynąć na ład korporacyjny na poziomie firmy poprzez sprzedaż (lub postawienie groźby sprzedaży) udziałów w spółkach o nienajlepszych zasadach ładu korporacyjnego.

### 3. Teoria i hipotezy

Choć powyższe argumenty są dość różnorodne, można je wcielić do jednego modelu teoretycznego, opartego na grze „wspólnej agencji”, która jest wariantem modeli pryncypała-agenta, stosowanych głównie przez Grossmana i Helpmana (1994, 1996, 2001) w ich pracy dotyczącej polityki handlowej. Bebchuk i Neeman (w druku), Perotti i Volpin (2007) oraz Kerner (2009) wykorzystali odmiany tego modelu teoretycznego w celu wyjaśnienia rezultatów polityki w zakresie ładu korporacyjnego. Model ten koncentruje się na decyzjach dotyczących polityki podejmowanych przez rząd w świetle działań lobbystycznych dokonywanych przez osoby zajmujące stanowiska wewnątrz spółek oraz inwestorów. Wnioski, w szczególności te dotyczące postępowania funduszy emerytalnych, można zastosować w szerszym kontekście w odniesieniu do kodeksów ładu korporacyjnego, które są tworzone w społeczeństwie obywatelskim oraz na poziomie firmy. W kolejnej części niniejszego opracowania wykorzystamy model teoretyczny w sposób intuicyjny i wymienimy związane z nim hipotezy, które są istotne dla niniejszego raportu. Zainteresowanych czytelników zachęcamy do przyjrzenia się sformalizowanemu modelowi, który zamieściliśmy w załączniku.

W modelu tym akcjonariusze oraz osoby zajmujące stanowiska wewnątrz spółek („insiderzy”) wywierają nacisk na rząd, aby promował zasady będące w ich interesie. Przyjmuje się, że dla akcjonariuszy zasady takie obejmują zasady ładu korporacyjnego zwiększające zyski ich portfeli, natomiast w przypadku *insiderów* przyjmuje się, że próbują przeforsować zasady maksymalnie zwiększające ich zdolność do pobierania renty ekonomicznej wynikającej z ich statusu.

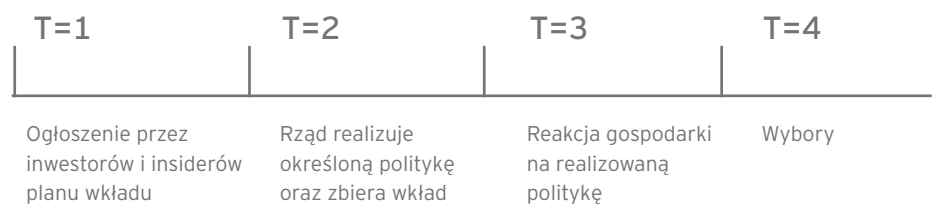
Kolejność działań w naszym modelu przedstawiono na Wykresie 1. Etap pierwszy obejmuje ogłoszenie przez *insiderów* i lobbystów funduszy emerytalnych planu wkładów - wielkości wkładu finansowego, jaki są gotowi zapewnić w zamian za daną decyzję rządu w sprawie polityki.<sup>4</sup> Funkcja użyteczności grup interesu jest odwzorowaniem zarówno wielkości ich wkładu, jak i użyteczności wynikającej z określonej polityki. Sposób, w jaki grupy interesu wążą wartość wkładów wobec wartości polityki jest funkcją wagi, jaką grupy interesu przywiązują do polityki ładu korporacyjnego oraz zakresu zachowań oportunistycznych - tj. zakresu, w jakim pasywni uczestnicy korzystają z lobbystycznych starań innych. Wraz ze wzrostem zachowań oportunistycznych („*free riding*”), lobby grup interesu ma mniejsze możliwości zebrania owoców swoich starań lobbystycznych, a ich motywacja do prowadzenia lobbingu jest odpowiednio niższa.

Model teoretyczny

Etapy badania

W kolejnym etapie gry rząd podejmuje decyzje dotyczące polityki i pobiera związane z nią wkłady. Na etapie trzecim gospodarka reaguje na wybraną politykę. Reakcja ta może przyjąć formę odpływu lub napływu kapitału, wywierając w rezultacie wpływ na krajowe ceny akcji oraz na wzrost gospodarczy. Jako ostatnie posunięcie w grze, wyborcy głosują zgodnie z indywidualnie odczuwanymi przez nich zmianami w dobrobycie. W ten sposób rządy, które nie zauważają słabych wyników gospodarczych bardziej narażają się na publiczne sankcje. Dlatego też podstawowym zmartwieniem polityków jest znalezienie równowagi pomiędzy wielkością wkładów finansowych otrzymywanych od grup interesu a kształtowaniem się szans wyborczych w efekcie wpływu podejmowanych przez nich decyzji na dobrobyt. Tym samym przekłada się to na poparcie społeczne.

### Wykres 1. Kolejność działań



Źródło: Opracowanie własne

*H1: Ład korporacyjny będzie bardziej przyjazny akcjonariuszom, jeśli fundusze emerytalne przyłożą większą wartość do zasad ładu korporacyjnego.*

*H2: Ład korporacyjny będzie bardziej przyjazny akcjonariuszom, jeśli fundusze emerytalne będą ograniczać oportunistyczne zachowania („free riding”) i pokonywać przeszkody działań zbiorowych.*

*H3: Ład korporacyjny będzie bardziej przyjazny akcjonariuszom, jeśli wywrze większy wpływ na wyniki gospodarcze. Te z kolei powinny być większe, jeśli fundusze emerytalne będą mogły w sposób wiarygodny zagrozić, że przeniosą swoje aktywa zagranicę.*

Naszą intencją w niniejszym raporcie nie jest weryfikacja tych hipotez, lecz bardziej sprawdzenie ich słuszności w odniesieniu do przypadku Polski. Zmienną zależną, na której skupiamy uwagę w niniejszym raporcie, jest zachowanie funduszy emerytalnych, a nie konsekwencje dla ładu korporacyjnego. Niemniej jednak analiza zachowania polskich funduszy emerytalnych może pomóc rozwiązać pewne wątpliwości co

do słuszności modelu teoretycznego w wyjaśnianiu kształtowania się polityki ładu korporacyjnego po wprowadzeniu reformy emerytalnej.

### 3.1. Ogólny zarys metod empirycznych

Większość naszych spostrzeżeń na temat roli polskich funduszy emerytalnych pochodzi z serii wywiadów i ankiet przeprowadzonych pomiędzy styczniem a kwietniem 2009 r. W badaniu wzięły udział różne osoby, w tym personel kierowniczy wyższego szczebla w kilku Otwartych Funduszach Emerytalnych, polscy ekonomiści, prawnicy, niezależni członkowie rady powołani przez fundusz emerytalny, politycy, organy regulacyjne oraz specjaliści w dziedzinie ładu korporacyjnego. Wszystkie wywiady przeprowadzono w języku angielskim. W celu wzmocnienia dowodów jakościowych zgromadzonych w tych wywiadach zebraliśmy również i przeanalizowaliśmy dane ilościowe udostępnione przez KNF, Warszawską Giełdę Papierów Wartościowych, Polskie Forum Corporate Governance oraz Polski Instytut Dyrektorów. Ze względu na szeroki zakres tematów ujętych w kolejnych częściach niniejszego raportu, każdy rozdział zawiera osobne omówienie adekwatnych metod analitycznych.

Proces badawczy

## 4. Fundusze Emerytalne OFE

### 4.1. Zasięg sprywatyzowanych krajowych funduszy emerytalnych i przyczyny ich powstania

Od późnych lat XIX wieku po koniec lat 50. XX wieku praktycznie każde państwo w Europie i większość państw półkuli zachodniej przyjęła jakiś rodzaj publicznego systemu emerytalnego o zdefiniowanym świadczeniu, finansowanego z bieżących dochodów państwa („PAYGO”), w którym świadczenia emerytalne obecnych emerytów są wypłacane ze składek osób aktualnie czynnych zawodowo lub ze środków pochodzących z ogólnych wpływów podatkowych (Orenstein 2008). Pomimo wyraźnej popularności państwowych funduszy emerytalnych już w momencie przyjęcia tych systemów pojawiły się wezwania do gruntownych reform. Najczęściej przytaczanym i zrozumiałym uzasadnieniem przejścia w kierunku systemów o zdefiniowanych składkach gromadzonych na indywidualnych kontach jest szereg powiązanych ze sobą presji demograficznych i fiskalnych.<sup>5</sup> Jednym z efektów ubocznych zwiększenia poziomu dobrobytu na świecie w drugiej połowie XX wieku jest rosnąca średnia długość życia. Wraz ze wzrostem średniej długości życia rośnie koszt zapewniania emerytur dla starzejącej się ludności danego państwa. W połączeniu ze skutkami powojennej eksplozji demograficznej oraz spadkiem wskaźnika urodzeń w większości krajów rozwiniętych, doprowadziło to do problemu nierównowagi pomiędzy zobowiązaniami emerytalnymi państwa a przychodami, z których zobowiązania te mogłyby być finansowane. Oznacza to konieczność pokrywania deficytu wzrostem podatków, ograniczaniem wydatków w innych obszarach lub zwiększaniem zadłużenia. Potencjalne konsekwencje są pesymistyczne. W 1994 roku Bank Światowy, jeden z najważniejszych zwolenników prywatyzacji systemów emerytalnych, zauważył, że: „[niezreformowane publiczne systemy emerytalne] mogą faktycznie spowolnić wzrost gospodarczy - poprzez wysokie opodatkowanie wynagrodzeń, co spowoduje unikanie [podatków] i zepchnie siłę roboczą do mniej wydajnego sektora nieformalnego. Stanie się to poprzez wzrastające deficyty fiskalne, które napędzają inflację, wypieranie pro-wzrostowych wydatków publicznych, takich jak: edukacja czy opieka zdrowotna dla młodych lub poprzez połączenie wszystkich tych trzech czynników” (Bank Światowy 1994: iv). Co więcej, w wielu publicznie zarządzanych systemach finansowanych z bieżących dochodów państwa („PAYGO”) zarządzanie było i jest upolitycznione, a uprzywilejowane grupy społeczne otrzymują świadczenia emerytalne znacznie przekraczające sumy wynikające z ich składek. W obliczu demograficznych i fiskalnych presji wiele państw podjęło decyzję o całościowym lub częściowym zastąpieniu systemu

emerytalnego o zdefiniowanym świadczeniu alternatywnym systemem o zdefiniowanej składce, gromadzonej na indywidualnym koncie.

## 4.2. Fala reform

Pierwszym państwem, które wprowadziło taką reformę było Chile w 1981 roku. W obliczu niewypłacalności swojego systemu *PAYGO*, Chile podjęło decyzję o sprywatyzowaniu systemu emerytalnego, korzystając z projektu ówczesnego Ministra Pracy i Opieki Społecznej, Jose Piñery. Po przyjęciu reformy przez Chile, Wielka Brytania wprowadziła u siebie reformę emerytalną w roku 1986, lecz reformy brytyjskie były o wiele skromniejsze. Prawdziwa lawina reform ruszyła w latach 90., częściowo ze względu na taki sam kryzys fiskalny, który doprowadził do reformy w Chile, a także częściowo dzięki silnemu, rozprzestrzeniającemu się na cały świat wpływowi Jose Piñery oraz Międzynarodowego Centrum Reformy Emerytalnej (*The International Center for Pension Reform*), które Piñera utworzył w roku 1994 w celu zorganizowania wsparcia dla swojej polityki. W 1993 r. Peru przyjęło reformy zbliżone do (bardziej ograniczonego) modelu brytyjskiego, a w roku 1994 Argentyna i Kolumbia poszły w jego ślady. W roku 1994 także Szwecja, na której czele stał wówczas rząd socjalistyczny, oddalony ideologicznie od Chile Pinocheta, wprowadziła szereg bardziej ambitnych reform bliższych modelowi chilijskiemu. W ciągu następnych kilku lat reformy objęły Amerykę Łacińską oraz Europę Wschodnią i Azję Środkową. Pewna forma reformy emerytalnej została przeprowadzona na Węgrzech (1998), w Kazachstanie (1998), w Polsce (1999), na Łotwie (2001), w Bułgarii (2002), Chorwacji (2002), Estonii (2002), Rosji (2002), w Kosowie (2003), na Litwie (2004), w Uzbekistanie (2004), na Słowacji (2005), w Macedonii (2006) i Rumunii (2008).

## 4.3. Prywatyzacja systemu emerytalnego w Polsce

W Polsce ogólnokrajowe debaty na temat reformy emerytalnej rozpoczęły się w roku 1991, niemalże bezpośrednio po upadku komunizmu, lecz rozmowy te były krótkotrwałe i eksperci z Banku Światowego zaniechali kwestii prywatyzacji systemu emerytalnego (Orenstein 2008). Zobowiązania emerytalne rosły z powodu wczesnego wieku emerytalnego (57 lat) oraz zbyt hojnych świadczeń, w szczególności dla grup interesów uprzywilejowanych ze względów politycznych, takich jak rolnicy (Chłóń i in. 1999, Orenstein 2008). Dane demograficzne w Polsce nie były tak niekorzystne jak w innych krajach, niemniej jednak były niepokojące. Wydatki na emerytury w Polsce przed rokiem 1994 stanowiły 15,3% PKB i były bardziej zbliżone do najwyższych wydatków w Europie (Włochy) niż do

wydatków najniższych w Europie (Irlandia) (Chłoń i in. 1999). W momencie, gdy pokolenie wyżu demograficznego zaczęło przechodzić na emeryturę, polscy ekonomiści zaczęli dostrzegać narastającą lukę pomiędzy wskaźnikiem obciążenia demograficznego (*dependency ratio*) a systemem emerytalnym, który stałby się praktycznie niewypłacalny przed końcem dziesięciolecia.

Polski rząd szukał krótkoterminowych rozwiązań poprzez doraźne zaniechanie waloryzacji świadczeń emerytalno-rentowych, lecz w roku 1994 orzeczono, że jest to niezgodne z konstytucją i w ten sposób rząd został zmuszony do rozważenia bardziej radykalnego środka. Obóz reform był podzielony. Jedna grupa uważała, że należy utrzymać system o zdefiniowanym świadczeniu, finansowany z bieżących dochodów państwa, w którym zmianom uległby wiek emerytalny i sposób obliczania świadczeń, aby zmniejszyć wydatki i doprowadzić do wypłacalności. Druga grupa chciała zupełnie odstąpić od tego systemu na rzecz alternatywnego - zdefiniowanej składki. Leszek Miller, ówczesny minister pracy w koalicji SLD-PSL, był zwolennikiem bardziej konserwatywnej opcji. Konserwatyzm Millera napotkał na opór ze strony ministerstwa finansów, na którego czele stał Grzegorz Kołodko, który preferował reformę odpowiadającą modelowi chilijskiemu. Impas ten trwał dopóki Andrzej Bączkowski, zwolennik reformy emerytalnej w stylu chilijskim, nie zastąpił Millera jako ministra pracy w rządzie SLD w roku 1996. Nowoosiągnięty konsensus doprowadził do powstania „Bezpieczeństwa dzięki różnorodności” - planu reformy emerytalnej ukształtowanego przez następców Bączkowskiego: Jerzego Hausnera i Ewę Lewicką. Pakiet reform emerytalnych został poddany konsultacjom społecznym i uchwalony w latach 1997-1998. W sierpniu 1998 r. rozpoczęło się przyznawanie licencji potencjalnym administratorom funduszu i nowy system zaczął funkcjonować 1 stycznia 1999 r.

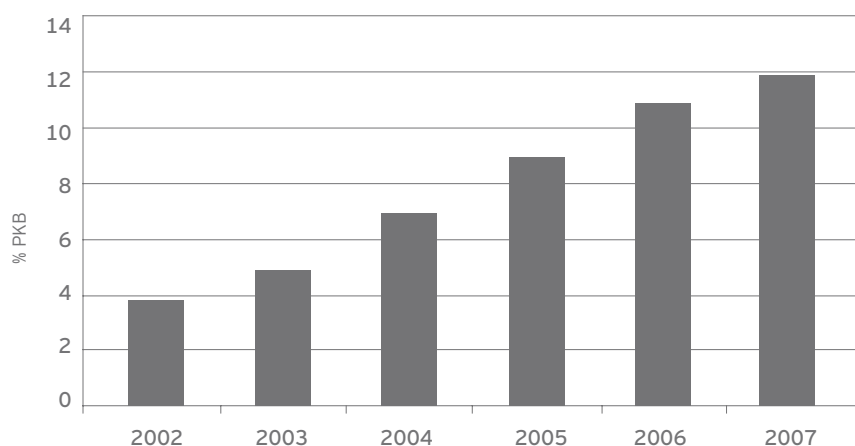
#### 4.4. Bezpieczeństwo dzięki różnorodności

Jak sugeruje sama nazwa, przewodnią zasadą polskiej reformy emerytalnej było zapewnienie większego bezpieczeństwa systemu emerytalnego poprzez ulokowanie aktywów funduszu emerytalnego w kilku różnych filarach, w ten sposób zmniejszając ryzyko skutków niestabilności w jakimkolwiek danym sektorze. Pierwszy i trzeci filar nie są szczególnie istotne dla naszych celów, jako że pierwszy filar jest zmodyfikowaną wersją finansowania z bieżących dochodów państwa, natomiast trzeci filar obejmuje względnie nieznaczny system dobrowolnych programów emerytalnych.

Drugi filar programu emerytalnego, utworzony przez „Bezpieczeństwo dzięki różnorodności”, jest filarem obowiązkowym, za pośrednictwem którego część zarobków pracownika pobierana jest przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych (ZUS, który zarządza również planem emerytalnym w I filarze), a następnie lokowana na kontach indywidualnych, zarządzanych przez jeden z kilku funduszy. Fundusze te funkcjonują jako otwarte fundusze wzajemne, nazywane „Otwartymi Funduszami Emerytalnymi” lub „OFE”. Podobnie jak w systemie chilijskim, pracownicy wykupują od swojego funduszu emerytalnego annuitet, który w momencie ich przejścia na emeryturę będzie służyć jako dochód emerytalny. Wysokość annuitetu zależy od ilości środków pieniężnych, którą pracownik wpłacał w formie składek w czasie swojej pracy zawodowej oraz od efektywności ich inwestowania.

Fundusze, które wchodziły w skład systemu emerytalnego OFE są zarządzane przez różne Powszechne Towarzystwa Emerytalne („PTE”), z których każde zarządza jednym funduszem OFE. PTE obejmują różne instytucje finansowe, w tym międzynarodowe spółki ubezpieczeniowe (np. Aegon, AXA, Nordea), polskie instytucje finansowe (np. PZU, Skarbiec Emerytura) oraz różne konsorcja polskich i międzynarodowych instytucji finansowych (np. ING, Pocztynion). Początkowo istniało 21 licencjonowanych PTE, lecz liczba ta została zmniejszona do 15 przez fuzje i sprzedaże.

**Wykres 2. Zagregowane aktywa OFE jako % PKB**



Źródło: KNF, WDI

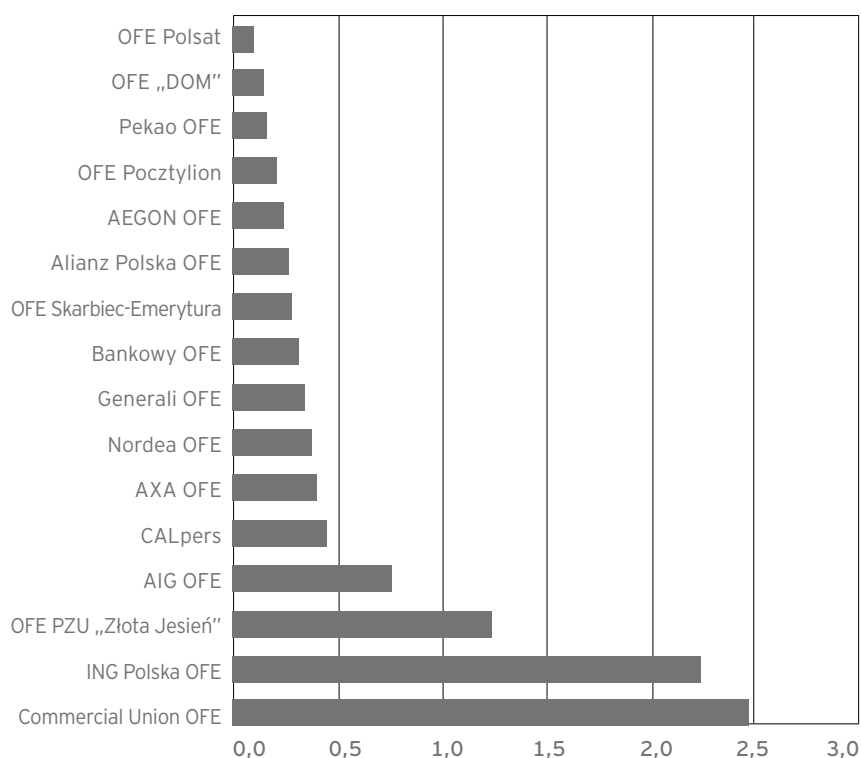
Łącznie aktywa finansowe systemu OFE są całkiem spore. Wykres 2 przedstawia wzrost wartości aktywów OFE wyrażonych w procentach PKB w latach 2002-2007. Udział OFE znacznie wzrósł, osiągając 12% PKB do roku 2007 i przewiduje się, że będzie znacząco rosł w przyszłości. Co ważne dla celów niniejszego raportu, wiele spośród tych aktywów zostało

Bezpieczeństwo dzięki  
różnorodności

Aktywa OFE

zainwestowanych w kapitał krajowy, co sprawia, że system emerytalny OFE jest ważnym graczem na polskiej giełdzie papierów wartościowych, który w latach 2002-2007 łącznie posiadał do 10% udziałów na giełdzie. Choć dane te świadczą, że branża funduszy emerytalnych w Polsce jest mniejsza niż w Stanach Zjednoczonych pod względem udziału w rynku krajowym, dane te są nieco mylące poprzez fakt, że w Polsce przeważa udział *insiderów*. Szacuje się, że system emerytalny OFE kontroluje ponad 30% akcjonariatu rozproszonego (ang. free float) na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, co jest bardziej porównywalne do amerykańskiej branży emerytalnej (Grajewski 2009).

**Wykres 3. Udział portfeli inwestycyjnych w rynku**



Źródło: Raport roczny KNF 2006, raport roczny CALpers 2006, WGI

#### Wartość portfeli

Fundusze OFE różnią się znacznie pod względem wielkości. Wykres 3 przedstawia wartość portfeli inwestycyjnych poszczególnych funduszy emerytalnych w relacji do kapitalizacji giełdy papierów wartościowych w roku 2006, przy czym udział CalPERS w rynku amerykańskim posłużył jako punkt porównawczy. Jak widać wiele spośród indywidualnych funduszy emerytalnych, a w szczególności te największe: Commercial Union, ING i PZU, posiadają portfele inwestycyjne, które są znacznie większe wobec polskiego rynku papierów wartościowych niż portfele inwestycyjne CalPERS w USA wobec rynku amerykańskiego. Sugeruje to,

że większe polskie fundusze posiadają portfele bardziej niż wystarczające do osiągnięcia znacznego stopnia aktywności w zakresie promowania ładu korporacyjnego na poziomie polityki. Na poziomie przedsiębiorstwa udział funduszy emerytalnych może być nawet większy. Tabela 1 przedstawia zakres udziału OFE w roku 2007 dla 24 firm, w których fundusze emerytalne posiadają najwięcej akcji. Jak widać, OFE łącznie posiadają znaczne pakiety w największych firmach w Polsce. Cersanit, Polimex, Grupa Kęty, PBG i Assecco należą lub należały do WIG20, a wiele innych firm wymienionych w tabeli 1 wchodzi lub wchodziło w skład indeksu WIG40. Fundusze OFE łącznie posiadają ponad 10% udziałów w wielu innych ważnych polskich firmach, w tym PKN Orlen, Agora, KGHM i ING Bank Śląski. Wiele największych indywidualnych funduszy emerytalnych posiada udziały przekraczające 10% w poszczególnych firmach. PZU posiada udziały sięgające 20% w kilku firmach.

**Tabela 1. OFE jako udziałowcy spółek notowanych na GPW**

Firma	% akcji w posiadaniu OFE	% akcji w posiadaniu pojedynczego OFE	największy udziałowiec OFE
ELEKTROBUDOWA S.A.	56,65	11,07	ING
VISTULA&WÓLCZANKA S.A.	39,13	18,09	PZU
COMP SAFE SUPPORT S.A.	38,97	8,37	AIG
POLIMEX-MOSTOSTAL S.A.	36,54	9,10	Commercial Union
GRUPA KĘTY S.A.	36,38	11,74	ING
ECHO INVESTMENT S.A.	35,53	8,98	Commercial Union
ALMA MARKET S.A.	32,16	17,02	PZU
SANOCKIE ZAKŁADY PRZEMYSŁU GUMOWEGO SOMIL SANOK S.A.	32,06	8,65	Commercial Union
POLSKA GRUPA FARMACEUTYCZNA S.A.	31,66	7,84	ING
LPP S.A.	29,64	8,97	Commercial Union
WYDAWNICTWA SZKOLNE I PEDAGOGICZNE S.A.	28,24	14,87	AIG
CERSANIT S.A.	28,01	8,61	ING
ZELMER S.A.	27,25	11,60	Commercial Union
POLISH ENERGY PARTNERS S.A.	24,25	9,95	Generali
MOSTOSTAL-WARSZAWA S.A.	24,06	19,84	PZU
ATM S.A.	23,68	9,95	Polsat
SFINKS POLSKA S.A.	23,27	11,57	Commercial Union
PBG S.A.	22,67	7,09	ING
FARMACOL S.A.	22,61	7,47	ING
TETA S.A.	21,78	8,24	AIG
AMREST HOLDINGS N.V.	21,78	7,03	Commercial Union
ASSECO POLAND S.A.	21,55	5,68	ING
INSTAL KRAKÓW S.A.	21,39	14,62	PZU
EMPERIA HOLDING S.A.	20,98	9,55	Commercial Union

Inwestycje  
OFE na GPW

#### 4.5. Inne cechy struktury właścicielskiej w Polsce

Poza funduszami emerytalnymi, dominujący akcjonariusze odgrywają znaczną rolę w polskich spółkach. Dominujący akcjonariusze posiadają większość udziałów w co najmniej 75% spółek notowanych na GPW. 27% spółek notowanych na GPW posiada dominujących akcjonariuszy z ponad 75%-owym udziałem. Mediana wielkości największych pakietów akcji w spółkach notowanych na GPW wynosi 38-40 procent (Aluchna 2009). Jest to mniej więcej na tym samym poziomie co średnio w Europie (Gourevitch i Shinn 2005; tabela 2.1 strona 18), lecz całkowicie odmiennie niż w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Wyraźna koncentracja udziałów, która jest obecna w polskich firmach, znacznie wzrosła w ciągu ostatnich 10 lat (Aluchna i in.. 2007). Pomimo trwających wysiłków prywatyzacyjnych oraz skali sektora prywatnego sięgającego 80% PKB, polski Skarb Państwa utrzymuje znaczny udział w wielu przedsiębiorstwach, w tym w wielu firmach ważnych ze względów strategicznych i będących największymi spółkami w WIG 20.

## 5. Fundusze emerytalne OFE i polski ład korporacyjny

### 5.1. Ład korporacyjny w Polsce - przepisy prawa i regulacje

Ład korporacyjny w Polsce podlega zarówno regulacjom prawnym, jak i prawu miękkim. Podstawy polskiego ładu korporacyjnego w prawie wywodzą się z Ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (1990 r.), która wprowadziła radę nadzorczą do sprywatyzowanych polskich firm (Aluchna 2008). Pierwsze regulacje dotyczące rynku papierów wartościowych zostały sporządzone w roku 1991 i przyjęły postanowienia wzorowane na prawie zachodnioeuropejskim i amerykańskim, w tym dotyczące ustanowienia niezależnej i względnie silnej komisji giełd i papierów wartościowych (Polska Komisja Giełd i Papierów Wartościowych (KGiPW), obecnie Komisja Nadzoru Finansowego - KNF) (Frankowski i Bodnar 2005). Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi zostało wprowadzone w roku 1997 w celu uaktualnienia pierwotnej ustawy z roku 1991. Kodeks spółek handlowych (KSH) został uchwalony w roku 2000 i zastąpił kodeks handlowy z roku 1934, który - ze zrozumiałych względów - stał się nieadekwatny do potrzeb współczesnej gospodarki (Frankowski i Bodnar 2005). KSH wzmacnia strukturę dwupoziomowego zarządzania w polskich spółkach, ustanawia minimalne wymogi dotyczące udziału akcjonariuszy w zgromadzeniu, reguluje zasady wprowadzania mechanizmów przeciwko przejęciom i reguluje wiele innych kwestii.

Takie rozwiązania prawne spowodowały w dużej mierze, że Polskę postrzegano jako jeden z rynków bardziej przyjaznych inwestorom w Europie Środkowej i Wschodniej od początku funkcjonowania rynku kapitałowego w tym regionie we wczesnych latach 90. Ustanowienie centralnego i silnego organu regulacyjnego na wzór amerykański zapewniło, że polskie rynki stały się bezpieczniejsze dla inwestorów niż w podobnych regionach, w szczególności w Republice Czeskiej, gdzie transfer zasobów przez dominującego akcjonariusza za pomocą transakcji z samym sobą lub w drodze rozwadniania udziałów (ang. „*tunneling*”) należał do podstawowych realiów ekonomicznych dla inwestorów w latach 90. (np. Coffee 1999, Glaesser i in. 2001, Pajuste 2002). Raporty innych agencji potwierdzają taką opinię na temat polskiego ładu korporacyjnego. Raport Banku Światowego „*Doing Business Report*” stawia Polskę na 38. miejscu na świecie jeśli chodzi o ochronę praw inwestorów. To plasuje Polskę znacznie przed Węgrami

Tunneling

(113), Czechami (88), Litwą (88), Ukrainą (142), na równi z Rumunią i Bułgarią, lecz w tyle za Słowenią (18).

Jednak nie wszystkie raporty są pozytywne. Tamowicz i Przybyłowski (2006) zauważają, że „*tunneling*” w stylu czeskim był w rzeczywistości obecny na polskim rynku w latach 90-tych, z udziałem znanych spółek takich jak: Agros, jeden z największych polskich producentów żywności oraz Stomil Olsztyn i Stomil Dębica, dwóch największych polskich producentów opon, które oskarżono o przekazywanie zysków swoim zagranicznym właścicielom. Bergloff i Pajuste (2005) zauważają, że egzekwowanie prawa pozostaje znacznie w tyle za ogólnie dobrymi przepisami zapisanymi w polskich dziennikach ustaw.<sup>6</sup>

Wiele zmian wprowadzonych ostatnio do polskiego prawa, w tym zmiany do KSH i Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi, wynikało z konieczności harmonizowania ustawodawstwa krajowego z zaleceniami Komisji Europejskiej, do którego Polska jest zobowiązana jako członek UE. Nastąpiły one całkiem niedawno wraz z przyjęciem Dyrektywy WE w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych, o czym powiadomiono WE w styczniu 2009 r. Transpozycja prawa wspólnotowego do prawa polskiego nastąpiła bez zwłoki i w sposób stosunkowo niekontrowersyjny.

## 5.2. Wpływ funduszy emerytalnych na polskie prawo

Większość kluczowych debat politycznych na temat polskiego prawa dotyczących ładu korporacyjnego miała miejsce przed reformą emerytalną, w związku z czym nie jest niespodzianką, że system emerytalny OFE nie wywarł szczególnego wpływu na tym obszarze. Żaden specjalista w dziedzinie funduszy emerytalnych, decydent ani zewnętrzny obserwator polskiego ładu korporacyjnego, z którymi rozmawialiśmy nie zauważył jakiegokolwiek lobbingu politycznego w związku z prawem dotyczącym ładu korporacyjnego. Jeżeli chodzi o wywieranie wpływu na rząd w bardziej ogólnych sprawach prawa, system emerytalny OFE może korzystać z pomocy organizacji lobbingowej obejmującej branżę emerytalną - Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych („IGTE”), która działa w imieniu 12 spośród 15 aktywnych funduszy emerytalnych. IGTE nie angażuje się jednak w sprawy ładu korporacyjnego. Może to być spowodowane faktem, że obecne prawo w tej dziedzinie odzwierciedla decyzje podejmowane w Brukseli raczej niż w Warszawie lub ponieważ funduszom emerytalnym nie zależy na polityce ładu korporacyjnego bądź też z obu powodów. W każdym razie IGTE wywiera naciski na rząd i organy regulacyjne w sprawie zmian w zasadach mających wpływ na zarządzanie funduszem emerytalnym, takich jak na przykład:

Wpływ OFE

harmonogram opłat administracyjnych i struktura portfela. Jak będziemy przekonywać w dalszej części, kwestie te mają implikacje dla ładu korporacyjnego, lecz lobbing w samych kwestiach ładu korporacyjnego za pośrednictwem IGTE nie istnieje.

### 5.3. Prawo miękkie dotyczące ładu korporacyjnego w Polsce

Prawo miękkie dotyczące polskiego ładu korporacyjnego ulegało znacznym zmianom odkąd system emerytalny OFE wszedł na stałe do polskiej ekonomii politycznej. „Dobre praktyki spółek notowanych na GPW”, które zostały przyjęte w roku 2007 i weszły w życie dnia 1 stycznia 2008 r. stanowią najważniejszą część systemu prawa miękkiego. „Dobre praktyki spółek notowanych na GPW” to najnowsza edycja standardów w zakresie ładu korporacyjnego egzekwowanych za pomocą mechanizmu „przestrzegaj lub wyjaśnij”, który po raz pierwszy został wprowadzony w roku 2002 wraz z publikacją „Dobrych praktyk w spółkach publicznych 2002”.<sup>7</sup> Kodeks z roku 2002 został sporządzony przez Komitet Dobrych Praktyk Forum Corporate Governance, grupę koordynowaną przez Warszawską Giełdę Papierów Wartościowych i składającą się z prawników, nauczycieli akademickich, przedstawicieli polskiego środowiska biznesu, Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych i KGiPW.<sup>8</sup> Kolejne edycje kodeksu opublikowane w roku 2005 i ostatnio w roku 2007 były wynikiem procesu konsultacyjnego pomiędzy Forum Corporate Governance a różnymi zainteresowanymi stronami, zorganizowanego przez dział notowań Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych.

Wszystkie trzy edycje kodeksu dotyczą czterech obszarów ładu korporacyjnego: walnych zgromadzeń, rady nadzorczej, zarządu oraz audytorów zewnętrznych. Ze względu na scentralizowaną strukturę właścicielską polskich firm, najważniejszą kwestią ładu korporacyjnego dla mniejszościowych akcjonariuszy jest utrzymanie odpowiedzialności akcjonariuszy większościowych za wyniki finansowe firmy (Bebchuk i Hamdani 2009). Kluczowym mechanizmem, za pomocą którego można to osiągnąć jest rada nadzorcza i proces audytu. Zasady, które zapewniają skuteczny audyt, większą niezależność członków rady nadzorczej odpowiedzialnych za ważniejsze zadania oraz które zawierają definicje niezależności obejmujące relacje z większościami akcjonariuszami (w przeciwieństwie do koncentracji na zarządzie) promują prawa akcjonariuszy. W związku z powyższym skład i zadania tych organów – rad nadzorczych i audytorów – należą do najbardziej szczegółowo omawianych kwestii w kodeksie dobrych praktyk. Istotne zasady z wszystkich trzech edycji przedstawiono w tabeli 2.

Prawo miękkie

## Zmiany w czasie

Pod pewnymi względami stopień ochrony akcjonariuszy zawarty w tych zasadach wzrastał w każdej z trzech edycji, w szczególności jeśli chodzi o komitet audytu i definicję niezależności rady nadzorczej, która obecnie kieruje się wytycznymi WE, wykluczającymi możliwość jakichkolwiek istotnych relacji pomiędzy członkiem rady nadzorczej a akcjonariuszem posiadającym ponad 5% akcji w spółce.<sup>9</sup> Pod innymi względami standardy zostały obniżone, w szczególności jeśli chodzi o minimalną liczbę niezależnych członków rady nadzorczej, bowiem argumentowano, że opracowanie z 2002 r. domagające się większości niezależnych członków było nierealistycznie ambitne i niedostosowane do rzeczywistości polskiego środowiska korporacyjnego (Dzierżanowski i Tamowicz 2004).

Fundusze emerytalne OFE nie odegrały czynnej roli w kształtowaniu prawa miękkiego. Na każdym etapie wprowadzania poprawek do kodeksu dobrych praktyk dla spółek notowanych na GPW dział notowań GPW podejmował szeroko zakrojone starania, aby zasięgnąć opinii uczestników rynku, w tym poważnych inwestorów instytucjonalnych. Członkowie Komitetu Dobrych Praktyk Forum Corporate Governance informują, że fundusze emerytalne nie brały udziału w przygotowaniu pierwszej edycji projektu, pomimo iż posiadały już wtedy ustaloną pozycję jako jeden z podstawowych inwestorów instytucjonalnych na polskim rynku. W procesie konsultacyjnym, który doprowadził do sporządzenia kodeksu z 2007 r., wzięły udział tylko jeden fundusz emerytalny, z czego zdaje się być w pewnym stopniu dumny. IGTE nie wykazuje jakichkolwiek oznak aktywności w sprawach prawa miękkiego dotyczącego ładu korporacyjnego. Wzmianki o braku udziału ze strony funduszy emerytalnych powtarzały się w wypowiedziach osób uczestniczących w pracach nad gdańskim kodeksem zasad nadzoru korporacyjnego.

## Statystyki

Warszawska Giełda Papierów Wartościowych prowadzi dokładne statystyki z raportów wynikających z mechanizmu „przestrzegaj lub wyjaśnij” wydanych przez polskie firmy. Dane te wyszczególniono w tabeli 3. Przestrzeganie najważniejszych przepisów zostało zestawione oddzielnie. Dla celów porównawczych prezentujemy również poziom przestrzegania wszystkich innych aspektów kodeksu. Liczba w każdej rubryce tabeli to odsetek firm zgłaszających zgodność z przepisami. Jak widać, wysoki poziom ogólnej zgodności jaskrawo kontrastuje ze zgodnością z najważniejszymi i najkonkretniej zdefiniowanymi przepisami. W latach 2005-2007, zgodność z najbardziej istotnymi elementami kodeksu dobrych praktyk wzrasta w przypadku liczby niezależnych członków rady nadzorczej, lecz pozostaje względnie stała dla pozostałych przepisów. Zgodność ze wspomnianymi przepisami znacznie wzrasta w roku 2008, choć najprawdopodobniej jest to

bardziej wynikiem zmiany przepisów niż udoskonalenia nadzoru korporacyjnego, zwłaszcza jeśli weźmiemy pod uwagę fakt, że zgodność z innymi przepisami faktycznie spada w latach 2007-2008. Jedną z trudności w interpretacji danych na temat mechanizmu „przestrzegaj lub wyjaśnij” jest to, że z samej definicji wyjaśnianie przez firmę braku zgodności z przepisami jest w rezultacie formą przestrzegania takich przepisów, choć fakt ten nie został uwzględniony w tabeli 3.<sup>10</sup> Ogólnie niskie wskaźniki zgodności z najważniejszymi przepisami sugerują brak widocznego udziału OFE w procesie kształtowania standardów i dają powody do sceptycyzmu wobec poglądu, jakoby wzrastający udział OFE lub coraz większa liczba osób w Polsce, które zainwestowały w takie fundusze, miały duży wpływ na polski ład korporacyjny.

**Tabela 2. Najważniejsze cechy „Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW”**

	2002	2005	2007
Rada nadzorcza			
Ilość niezależnych członków rady	Większość	Większość; 2 jeśli jest udziałowiec większościowy	2
Definicja niezależności	Nieokreślona, jednak powinna się znajdować w statucie firmy	Powinna się znajdować w statucie firmy, rekomendowane wytyczne Komisji Europejskiej	Wytyczne Komisji Europejskiej oraz wykluczenie pracowników firmy lub instytucji zależnej
Ustanowienie Komitetu Adytu z niezależnymi członkami	Nie	Tak	Tak
Ustanowienie Komisji ds. wynagrodzeń z niezależnymi członkami	Nie	Tak	Nie
Powiadomienie o konflikcie interesów	Tak	Tak	Tak
Audytorzy zewnętrzni			
Akceptacja przez radę nadzorczą	Tak	Tak	Niedookrślone, domniemane przez radę nadzorczą
Audytorzy powinni być zmieniani co..	5 lat	5 lat	7 lat

Źródło: GPW (2002, 2005 oraz 2007)

**Tabela 3. Zgodność z „Dobrymi praktykami spółek notowanych na GPW”**

Klauzula	2005	2006	2007	2008
Niezależność członków rady	23%	27%	29%	67%*
Komisja audytu/wynagrodzeń założona przez radę nadzorczą z niezależnymi członkami	31%	32%	32%	63%**
Audytora zaakceptowany przez radę nadzorczą oraz komitet audytu	53%	52%	51%	brak wymogu
Pozostałe	94%	94%	95%	91%

\* liczba niezależnych członków rady zmalała, a definicja niezależności została wzmocniona w 2007 roku

\*\* rada nadzorcza nie jest zobowiązana do tworzenia komitetu ds. wynagrodzeń od 2007 roku

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych udostępnionych przez GPW.

#### 5.4. Relacja funduszy emerytalnych z firmami

Dyrektorzy otwartych funduszy emerytalnych, z którymi rozmawialiśmy, wyrazili swoje zaangażowanie jako osoby uprawnione do głosowania oraz przekonanie, że taka rola jest istotna. ING podawana jest często jako wzór w tym względzie i ostatnio opublikowała kodeks ładu korporacyjnego, który przedstawia wytyczne dotyczące głosowania oraz ujawniania głosów. Inne fundusze emerytalne informują, że działają w oparciu o zalecenia ISS dotyczące głosowania, które proponują stanowisko wobec głosowania zdecydowanie promujące akcjonariuszy.

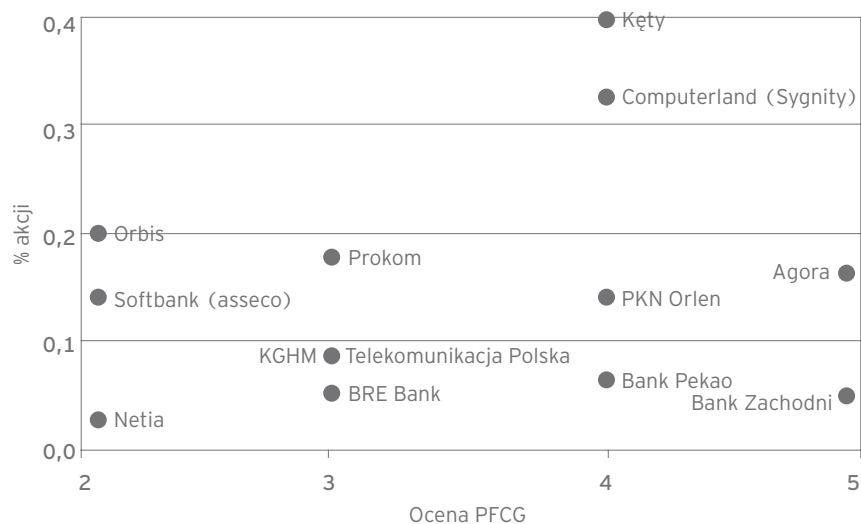
Każdy menedżer funduszu emerytalnego podkreślał, jak ważne obok głosowania jest posiadanie niezależnych członków rady nadzorczej oraz ich zaangażowanie, by korzystając ze swojej pozycji w firmie doprowadzić do umieszczenia takich niezależnych członków w radzie. Ponadto fundusze jasno określiły, że w ich odczuciu nie byłoby właściwe (lub rozsądne) powoływanie członków rady nadzorczej, którzy mieliby służyć *de facto* jako przedstawiciele funduszy emerytalnych. Raczej, podobnie jak w przypadku ich amerykańskich odpowiedników, wolą wybierać członków rady nadzorczej, którzy są postrzegani jako prawdziwie niezależni i często są powoływani w porozumieniu z zarządem oraz większościami akcjonariuszami. Dyrektorzy funduszy emerytalnych często wspominali, że przychodzi im pracować ze stosunkowo niewielką grupą profesjonalnych członków rady, których niezależność i kompetencje są ogólnie akceptowane na rynku. Przeciwwstawiali się też idei, jakoby powinni w jakikolwiek sposób uczestniczyć w zarządzaniu firmą. Uważają, że ich rola ogranicza się wyłącznie do zapewnienia powołania niezależnych członków rad nadzorczych, a następnie do wycofania się z bieżącej działalności firmy. Nie natrafiliśmy na jakiegokolwiek dowody działań obejmujących sporządzanie „czarnych list”, za pomocą których fundusze emerytalne

tworzyłyby negatywny wizerunek w celu wywarcia presji na zarząd. Oczywiście na nasze pytania wypadało udzielić wyraźnych „poprawnych” odpowiedzi i nie oczekiwaliśmy, aby dyrektorzy funduszy emerytalnych utrzymywali, że są obojętni wobec sposobu, w jaki zarządzane są firmy, w które inwestują. Obserwatorzy polskiego ładu korporacyjnego, którzy nie są powiązani z funduszami emerytalnymi, wyrazili zdecydowanie bardziej zróżnicowane opinie na temat wpływu funduszy emerytalnych na poziomie firmy.

Zważywszy na wagę przywiązywaną do powoływania niezależnych członków rady nadzorczej, najlepszym sposobem na ustalenie, jaki wpływ mają fundusze emerytalne na ład korporacyjny na poziomie firmy, byłaby obserwacja zależności statystycznych pomiędzy niezależnymi członkami rady nadzorczej a zakresem udziału OFE. Jednak obecnie brakuje nam wyczerpujących danych dotyczących liczby niezależnych członków rady nadzorczej w polskich korporacjach. Nawet jeśli dane takie byłyby dostępne, trudno byłoby w sposób obiektywny opisać „prawdziwą” niezależność nominalnie niezależnych członków. Niemniej jednak możemy ocenić wpływ funduszy emerytalnych na ład korporacyjny w firmie w sposób bardziej okrężny. Polskie Forum Corporate Governance („PFCG”), zespół doradców przy Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową w Gdańsku, opracowało szereg rankingów dla polskich spółek na przestrzeni kilku lat.<sup>11</sup> Oceny PFCG mieszczą się w skali od 0 do 5, przy czym 5 wskazuje na najwyższy poziom ładu korporacyjnego. Porównanie ocen ładu korporacyjnego w tych spółkach z zakresem udziału OFE daje nam przybliżony obraz, jak duży wpływ miał udział funduszu emerytalnego.<sup>12</sup> Na wykresach 4 i 5 przedstawiamy dane dotyczące ocen ładu korporacyjnego i poziomu udziału OFE w kapitałach firm. Oś Y oznacza procent akcji będących w posiadaniu funduszy emerytalnych OFE (tj. „0,1” wskazuje, że fundusze OFE posiadają 10% wyemitowanego kapitału firmy), natomiast oś X oznacza ocenę firmy w zakresie ładu korporacyjnego nadaną przez PFCG. Zamieszczamy wszystkie firmy WIG 20 notowane pod koniec roku 2005, dla których udostępniono dane.<sup>13</sup> Dane te zostały przedstawione dla poziomów z 2005 r. oraz dla zmian między 2003 a 2005 r., tj. pierwszym i ostatnim rokiem, w którym przeprowadzono ankiety. Nie wykryto jednak wyraźnych prawidłowości. Jeśli zaangażowanie kapitałowe funduszu emerytalnego w przedsiębiorstwo prowadzi do mocniejszych standardów ładu korporacyjnego, można by się spodziewać pozytywnej korelacji pomiędzy poziomami ładu korporacyjnego a skalą zaangażowania. Korelacje wzajemne i korelacje wzajemne pierwszych różnic ujawniają pozytywną, lecz statystycznie nieistotną zależność pomiędzy ocenami ładu korporacyjnego a poziomami udziałów OFE. Podobnie nieistotne wyniki przynosi korelacja rang Spearmana. Ponadto, występujące słabe pozytywne

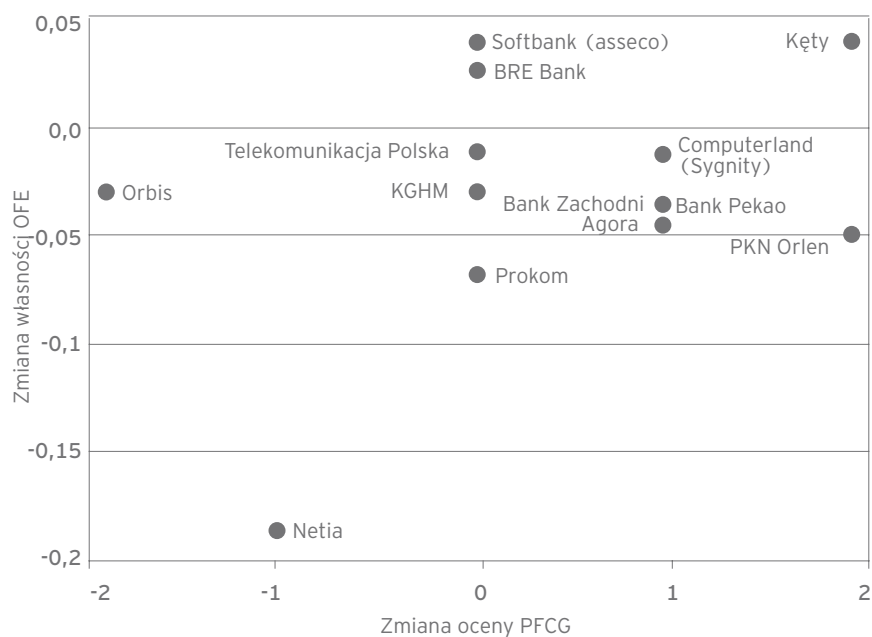
zależności wynikają z występowania obserwacji odstających (*outliers*) (Grupa Kęty i Comupterland na wykresie 4 i Netia na wykresie 5).

**Wykres 4. Wpływ własności OFE na ocenę PFCG w 2005 roku**



Źródło: Dzierżanowski i inni (2005), Raport roczny KNF (2005)

**Wykres 5. Zmiany wpływu własności OFE na ocenę PFCG w latach 2003-2005**

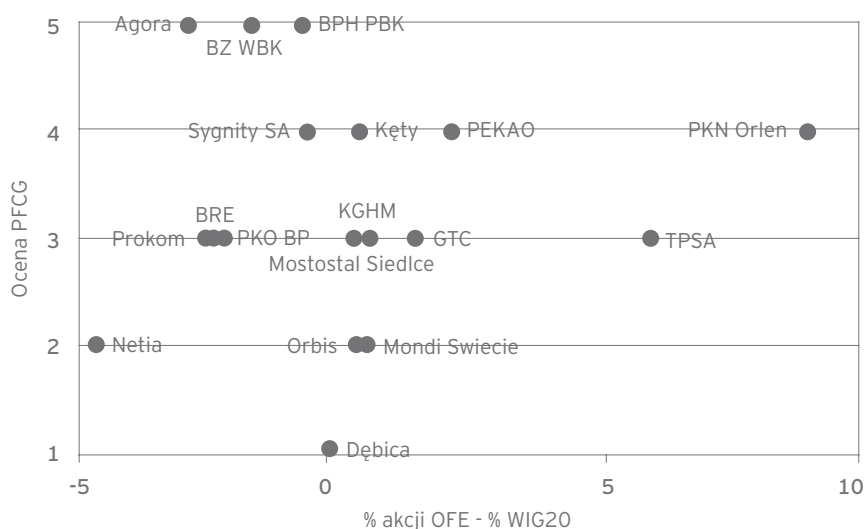


Źródło: Dzierżanowski i inni (2003, 2005), Raport roczny KNF (2003, 2005)

Kilku badanych z pewną frustracją zauważyło, że fundusze emerytalne OFE nie korzystają z potencjalnie najbardziej efektywnego narzędzia, jakim byłoby zwyczajnie nieinwestowanie w firmy, które charakteryzuje nienajlepszy łaad korporacyjny. Odczucie to znalazło odzwierciedlenie w danych. Na Wykresie 6 porównujemy skłaad indeksu WIG 20 z rozmieszczeniem aktywów funduszy emerytalnych w tych firmach. Jeśli na zaangażowanie OFE ma wpływ łaad korporacyjny firm, w które inwestują, oczekiwalibyśmy, że spółki o nienajlepszych ocenach otrzymają mniej inwestycji z funduszy OFE niż można by sądzić na podstawie pozycji spółki w indeksie WIG20. Wykorzystaliśmy najnowsze oceny PFCG, tj. z roku 2005 oraz skłaad indeksu WIG20 na koniec roku 2005 i udziały funduszy OFE pod koniec roku.

Oś Y na Wykresie 6 wskazuje ocenę w zakresie łaadu korporacyjnego wystawioną przez PFCG. Na osi X oznaczono różnicę pomiędzy udziałami firmy jakie posiadają OFE, a ich pozycją w indeksie WIG20 (na przykład jeśli akcje firmy stanowiły 10% WIG20, a akcje tej firmy posiadane przez OFE jedynie 5% zagregowanych aktywów OFE, zapisalibyśmy ocenę -5 na osi X). Jak widać, nie ma wyraźnego związku pomiędzy oceną łaadu korporacyjnego w firmie a zakresem, w jakim fundusze emerytalne posiadają jej udziały, na jaki mniej lub bardziej wskazywałaby pozycja firmy w indeksie WIG20. Trzy firmy, które osiągnęły najlepsze wyniki w rankingach PFCG mają niewielki udział funduszy emerytalnych OFE. Trzy firmy, które osiągnęły najniższe wyniki w rankingach PFCG mają duży udział funduszy emerytalnych OFE. Potwierdzają to korelacje wzajemne oraz korelacja rang Spearmana: nie ma zależności pomiędzy atrakcyjnością dla funduszu emerytalnego akcji spółki w relacji do jej udziału w indeksie WIG20 a oceną łaadu korporacyjnego występującego w tej spółce.

**Wykres 6. Łaad korporacyjny a OFE**



Źródło: Dzierżanowski i inni (2005), Raport roczny KNF (2005)

## 5.5. Wpływ funduszy emerytalnych na priorytety polityczne

Nie dość, że w Polsce brak jest wyraźnego wkładu funduszy emerytalnych w politykę ładu korporacyjnego, w omawianym okresie trudno doszukiwać się również wpływu pośredniego poprzez zmianę priorytetów politycznych w kierunku zasad ładu korporacyjnego bardziej promujących akcjonariuszy.<sup>14</sup> Polski rząd nie podjął stanowczych kroków w celu podniesienia standardów ładu korporacyjnego, jak przewidywałyby literatura akademicka. Wielu spośród naszych respondentów wspominało o problemach ładu korporacyjnego w przedsiębiorstwach państwowych. Ministerstwo najbardziej związane z tymi kwestiami, czyli Ministerstwo Skarbu Państwa, posiadające duży udział w polskich spółkach oraz w GPW, która prawie całkowicie stanowi jego własność, nie wykazało się dużą aktywnością w działaniach na rzecz ładu korporacyjnego promującego akcjonariuszy. Kilku specjalistów z funduszy emerytalnych, z którymi rozmawialiśmy, wyraziło znaczny sceptycyzm dotyczący roli Skarbu Państwa lub GPW w promowaniu ładu korporacyjnego, choć GPW, poza zaangażowaniem w przygotowanie kodeksu dobrych praktyk, podjęła również inne kroki zmierzające w kierunku zwiększenia świadomości na temat kwestii ładu korporacyjnego.<sup>15</sup>

## 6. Dlaczego wpływ funduszy emerytalnych na polski ład korporacyjny nie jest większy?

Dlaczego OFE nie wywierają większego wpływu na ład korporacyjny na poziomie firmy lub na politykę ładu korporacyjnego? Przedstawiony wcześniej model teoretyczny sugeruje trzy możliwości: 1) OFE nie potrafią pokonać problemów związanych z zachowaniami oportunistycznymi (ang. *free riding*), 2) OFE w ogóle nie przywiązują dużej wagi do ładu korporacyjnego oraz 3) OFE nie mają możliwości wykorzystania opcji wyjścia w celu spowodowania zmian w zasadach ładu korporacyjnego. Jeśli chodzi o pierwszą możliwość, wydaje się to nieprawdopodobne. Pomimo iż brakuje nam choćby zbliżonej oceny ilościowej zysków finansowych z aktywności funduszy emerytalnych na rynku polskim, kilka funduszy emerytalnych OFE jest w znacznie większym stopniu obecnych na polskim rynku giełdowym niż największe, najbardziej aktywne fundusze w Stanach Zjednoczonych na rynku amerykańskim. Wydaje się, że OFE mają wystarczający potencjał finansowy, aby samodzielnie wpływać na proces tworzenia rozwiązań regulacyjnych. Co więcej dzięki IGTE polskie fundusze emerytalne mają o wiele więcej możliwości pokonania problemów związanych z działaniem zbiorowym niż ich amerykańskie odpowiedniki. Problemy dotyczące działań zbiorowych - w znaczeniu tego terminu nadanym przez Olsona - nie wydają się być znaczące w tym przypadku.

Bardziej trafna wydaje się druga i trzecia możliwość. Najpierw skoncentrujemy się na drugiej możliwości. OFE są ograniczone zawiłymi przepisami prawnymi oraz presjami rynku, i - jak będziemy przekonywać - w konsekwencji nie mają motywacji, aby przywiązywać wagę do potencjalnych korzyści z udoskonalenia w zakresie ładu korporacyjnego. W kolejnej części niniejszego opracowania zajmiemy się właśnie takimi konsekwencjami.

### 6.1. Motywacja do działania, zachowania stadne i zachowania oportunistyczne („*free riding*”)

W celu zrozumienia motywacji menedżerów funduszy do aktywnego udziału w kwestiach ładu korporacyjnego niezwykle ważna jest analiza działających na nich bodźców. Czy fundusze OFE są wynagradzane za wysokie stopy zwrotu, karane za niskie stopy zwrotu, czy stosowane są obie metody? Podstawowa struktura opłat pobieranych przez firmy prowadzące fundusze była względnie stała od czasu pierwszej reformy

Potencjalne  
odpowiedzi

Dlaczego wpływ funduszy emerytalnych na polski ład korporacyjny nie jest większy?

## Stopy zwrotu

emerytalnej w roku 1999 i była ściśle wzorowana na modelu chilijskim. Każdy fundusz emerytalny zobowiązany jest do wypracowania stopy zwrotu na poziomie co najmniej 50% średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich funduszy (ważonej na podstawie ich wielkości) lub 4 pkt. proc. poniżej średniej ważonej, w zależności, która z tych wartości będzie niższa. Jeśli fundusz emerytalny nie osiągnie takiej stopy zwrotu, firma zarządzająca funduszem jest zobowiązana pokryć niedobór z własnych funduszy rezerwowych (1,5% opłat jest obowiązkowo przeznaczanych na takie rezerwy) lub ze swoich własnych aktywów, jeśli rezerwy okażą się niewystarczające.

**Tabela 4. Struktura portfeli inwestycyjnych OFE w 2002 roku**

Fundusz	Akcje NFI	Akcje spółek notowanych a regulowanym rynku giełdowym	Bony skarbowe	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	Obligacje	Pozostałe inwestycje
AIG OFE	-	0,27	-	0,02	0,71	-
OFE Allianz Polska	-	0,28	-	0,03	0,70	-
Bankowy OFE	0,01	0,30	0,06	0,05	0,58	0,00
Commercial Union OFE BPH CU WBK	-	0,31	0,03	0,03	0,64	-
Credit Suisse Life & Pensions OFE	0,00	0,28	0,01	0,09	0,62	0,00
OFE „DOM”	0,05	0,34	0,01	0,02	0,58	-
OFE {ego} (w likwidacji)	-	0,13	0,09	0,01	0,70	-
OFE Ergo Hestia	-	0,25	0,01	0,02	0,72	-
ING Nationale- Niederlanden Polska OFE	0,00	0,29	-	0,01	0,70	-
OFE Kredyt Banku	-	0,29	0,05	0,00	0,66	-
Pekao OFE	0,03	0,20	0,06	0,05	0,66	-
OFE Pocztylion	0,01	0,27	0,04	0,18	0,50	-
OFE Polsat	-	0,26	-	0,01	0,72	-
OFE PZU „Złota Jesień”	-	0,26	-	0,01	0,72	-
SAMPO OFE	-	0,23	-	0,04	0,73	-
OFE Skarbiec-Emerytura	0,01	0,12	0,23	0,03	0,61	-
Zurich OFE	-	0,30	-	0,04	0,66	-

Źródło: Raport roczny (2002)

Początkowo średnia ważona była obliczana co kwartał jako dwuletnia średnia ruchoma stóp zwrotu. Kwartalny „konkurs piękności” zmusił fundusze emerytalne do utrzymywania względnie płynnych portfeli umożliwiając im zabezpieczenie stopy zwrotu poprzez przesunięcie aktywów do mniej ryzykownych papierów wartościowych (Stańko

Dlaczego wpływ funduszy emerytalnych na polski łań korporacyjny  
nie jest większy?

2002, 2003). Reformy z roku 2004 zmieniły to prawo w taki sposób, że obliczenia średniej stopy zwrotu są dokonywane co 6 miesięcy dla trzyletniej średniej ruchomej stóp zwrotu, co teoretycznie pozwala funduszom uniknąć presji do równie częstego zbywania posiadanych akcji. Ponadto nowe regulacje ograniczają udział każdego z OFE w średniej ważonej do 15%. Jak dotąd jedynie Bankowy OFE był zmuszony do wyłożenia funduszy w celu pokrycia niedoboru w stopach zwrotu.

Wykorzystanie wewnętrznego *benchmarku* sprzyja stadnemu zachowaniu wśród zarządzających aktywami, których podstawowym zmartwieniem jest unikanie strat względem średniej ważonej stopy zwrotu, które mogłyby się wiązać z karą finansową. Aby zobrazować, jak takie stadne zachowanie wyglądało w czasie tabele 4 i 5 przedstawiają alokację portfeli OFE według klasy aktywów dla całego systemu OFE w latach 2002 i 2007.

**Tabela 5. Struktura portfeli inwestycyjnych OFE w 2007 roku**

Fundusz	Akcje NFI	Akcje spółek notowanych a regulowanym rynku giełdowym	Bony skarbowe	Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	Obligacje	Pozostałe inwestycje
AEGON OFE*)	0,00	0,32	0,01	0,03	0,63	0,01
AIG OFE	0,00	0,34	0,00	0,02	0,63	0,01
Allianz Polska OFE	0,00	0,34	0,02	0,03	0,60	0,00
AXA OFE*)	0,00	0,34	0,00	0,01	0,64	0,01
Bankowy OFE	0,00	0,32	0,00	0,02	0,64	0,01
Commercial Union OFE BPH CU WBK	0,00	0,35	0,02	0,03	0,59	0,00
OFE „DOM”	0,00	0,35	0,00	0,02	0,63	0,00
Generali OFE	0,00	0,31	0,00	0,07	0,62	0,01
ING Nationale-Nederlan- den Polska OFE	0,00	0,35	0,05	0,00	0,59	0,00
Nordea OFE	0,00	0,35	0,00	0,02	0,63	0,00
Pekao OFE	0,00	0,36	0,00	0,04	0,56	0,01
OFE Pocztylion	0,00	0,33	0,00	0,02	0,62	0,02
OFE Polsat	0,00	0,37	0,06	0,01	0,55	0,00
OFE PZU „Złota Jesień”	0,00	0,33	0,01	0,03	0,62	0,01
OFE Skarbiec-Emerytura	0,00	0,33	0,00	0,02	0,65	0,00

*Benchmark wewnętrzny*

Źródło: Raport roczny KNF (2007)

Zachowanie stadne jeśli chodzi o klasy aktywów widocznie wzrosło w latach 2002-2007, pomimo zmian w sposobie obliczania wewnętrznego *benchmarku*. Trend ten potwierdza wnioski zapisane

Dlaczego wpływ funduszy emerytalnych na polski łaad korporacyjny nie jest większy?

przez Kominka (2006). Zalewska (2006) również zauważa uderzające podobieństwa w rocznych deklaracjach funduszy OFE. Jak przedstawia Tabela 5, w roku 2007 nie istniała prawie żadna różnica w proporcji udziałów kapitałowych będących w posiadaniu różnych funduszy. Reguła ta jest szczególnie prawdziwa w przypadku dużych funduszy: w roku 2007 Commercial Union, PZU i ING, które łącznie kontrolowały 64% aktywów funduszy OFE, przeznaczyły odpowiednio 35%, 33% i 35% swoich portfeli na akcje. Portfele inwestycyjne mniejszych funduszy są bardziej zróżnicowane: Polsat OFE z 37% udziałem akcji w portfelu znacznie silniej stawia na ten rodzaj aktywów niż Generali (31%), jednak – jak zaznaczono na wykresie 2 – są to raczej niewielcy gracze na rynku OFE.

Konsekwencją takiego zachowania stadnego jest niewielkie zróżnicowanie stóp zwrotu, uniemożliwiająca przyszłym emerytom wybór funduszu osiągnającego lepsze wyniki.<sup>16</sup> Konsekwencją dla łaadu korporacyjnego jest to, że żaden fundusz emerytalny i z pewnością żaden z większych funduszy nie posiada motywacji finansowej, aby inwestować w łaad korporacyjny rynku jako całości poprzez lobbying na rzecz przepisów prawnych bardziej przyjaznych inwestorom lub na rzecz lepszego egzekwowania prawa, które już istnieje. Owoce jakiegokolwiek takiej inwestycji służyłyby jedynie zmianie średniej ważonej stopy zwrotu, lecz, ponieważ struktura portfeli inwestycyjnych wszystkich funduszy jest do siebie zbliżona, skutek byłby odczuwany prawie tak samo na całym rynku funduszy emerytalnych. Podobnie, jeśli motywacją jest zwiększenie stóp zwrotu w celu promowania danego funduszu, wszelkie działania, które pomogłyby także konkurencji, nie przyniosłyby takiego rezultatu. Co więcej, jak dowodzi Kominek (2006), korelacja pomiędzy zdolnością OFE do przyciągania nowych członków i nowego kapitału a stopą zwrotu jest niewielka, o ile w ogóle istnieje. Być może dlatego, że wysoko skorelowane ze sobą stopy zwrotu sprawiają, że różnice takie są trudno dostrzegalne. Ponieważ system OFE jest obowiązkowy mało prawdopodobne jest, aby lepsze wyniki rynku jako całości mogły przyciągnąć więcej nowych oszczędzających do systemu.

Stadne zachowania w zakresie klas aktywów znajdują odzwierciedlenie w stadnych zachowaniach w zakresie indywidualnych akcji. Voronkova (2004) oraz Voronkova i Bohl (2005) zauważają znaczny stopień „efektu sprzężenia zwrotnego” (ang. *feedback trading*), w którym strategię handlową jednego funduszu są kopiowane przez inne fundusze. Nawet jeśli nie istniałby „efekt sprzężenia zwrotnego”, duża część akcji w obrocie (*free float*) objętych przez fundusze OFE, wraz z ich preferencją dla dużych spółek wchodzących w skład WIG20, zapewnia mniej więcej porównywalne portfele (w roku 2007, 5, 10 i 20 najczęściej obejmowanych akcji stanowiło odpowiednio 33%, 49%

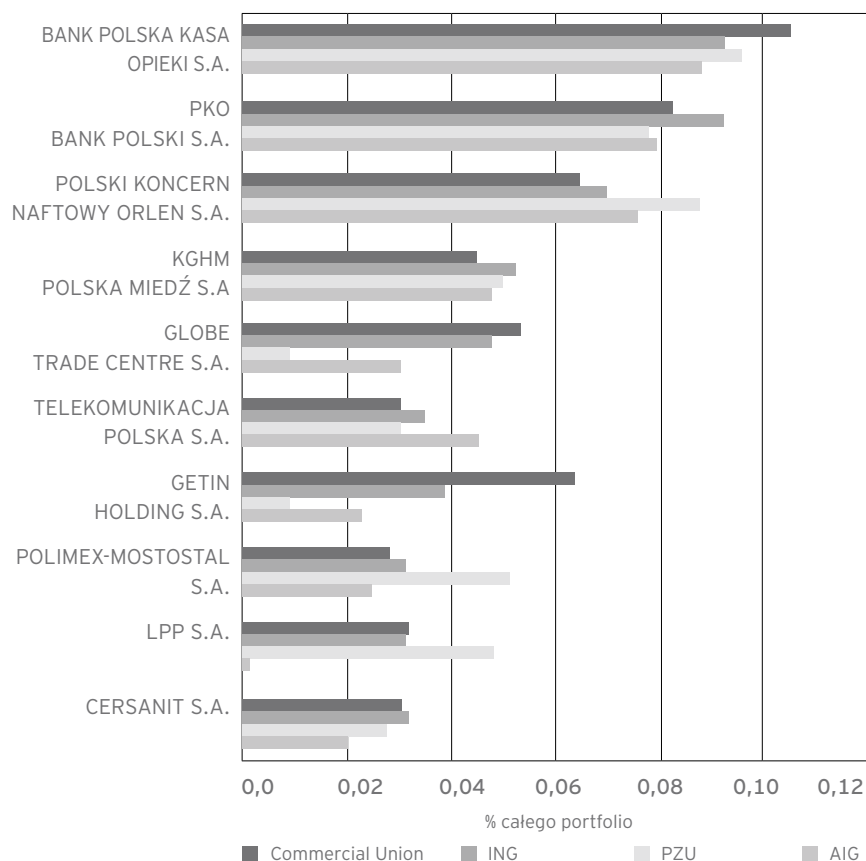
Zachowanie stadne

## Dlaczego wpływ funduszy emerytalnych na polski łań korporacyjny nie jest większy?

i 67% wszystkich udziałów kapitałowych OFE). W celu zilustrowania tego zjawiska na wykresie 7 przedstawiamy, jaki procent z 10 najczęściej obejmowanych akcji znajdował się w posiadaniu czterech największych funduszy OFE: Commercial Union, ING, PZU i AIG w roku 2007. Jak widać duże fundusze, tj. fundusze z portfelami tak dużymi, że potencjalnie uzasadniony byłby z punktu widzenia finansowego aktywizm w zakresie łań korporacyjnego, zazwyczaj posiadają takie same akcje w mniej więcej tej samej proporcji. Choć istnieją pewne wyjątki, na przykład AIG posiada zaskakująco niewiele akcji w LPP SA, nie ma jednak spółek, w przypadku których wyłącznie jeden duży fundusz OFE posiadałby znaczną część swoich inwestycji. To niewielkie zróżnicowanie oznacza, że problemy motywacyjne istnieją również na poziomie firmy. Zwrot ze znacznej inwestycji w łań korporacyjny jakiegokolwiek firmy, nawet jeśli przyniósłby wyższe długoterminowe zyski uzasadniające taką inwestycję, zostałyby odzwierciedlone mniej więcej równomiernie w stopach zwrotu wszystkich dużych funduszy. Nie byłoby sposobu na wykorzystanie tej strategii jako środka na podniesienie atrakcyjności funduszu dla potencjalnych uczestników, nawet jeśli istniałby znaczący związek pomiędzy wynikami funduszu a skalą przyciągana nowych klientów.

Małe różnice  
portfeli

**Wykres 7. Zachowania stadne**



Źródło: KNF (2007)

Dlaczego wpływ funduszy emerytalnych na polski ład korporacyjny nie jest większy?

Empirycznie poparta ocena, czy taka struktura bodźców faktycznie jest siłą napędową aktywizmu w zakresie ładu korporacyjnego jest trudna. Wewnętrzny *benchmark* i występujące stadne zachowanie nie uległy dostatecznej zmianie w czasie, aby można było oczekiwać jednoczesnych zmian w zachowaniu. Ponadto, korzystanie z takiego *benchmarku* jest wspólną cechą większości reform emerytalnych opartych na modelu chilijskim. Jedynymi częściowymi wyjątkami, które są nam znane są Węgry i Kolumbia. Z początkiem 2003 r., Kolumbia wprowadziła zmiany do gwarantowanej, minimalnej stopy zwrotu tak, że jej podstawą jest w połowie średnia ważona emerytur funkcjonujących w Kolumbii i w połowie zewnętrzny indeks odniesienia dla zwrotów z syntetycznego portfela obejmującego długoterminowe aktywa, opracowanego przez organy regulacyjne w Kolumbii. Ta zmiana w polityce w pewnym stopniu ograniczyła stadne zachowania wśród kolumbijskich funduszy emerytalnych, choć i tak utrzymały się one na wysokim poziomie (Rudolph i in. 2007). Na Węgrzech gwarantowana minimalna stopa zwrotu została ustalona według *benchmarku* do obligacji rządowych i zobowiązuje fundusz do wypracowania 90% tego *benchmarku* lub pokrycia niedoboru z jego własnych funduszy. System ten został również opracowany w celu ograniczenia zachowań stadnych wśród funduszy emerytalnych.

Idąc w kierunku zewnętrznego indeksu odniesienia możemy oczekiwać większej aktywności w zakresie ładu korporacyjnego ze strony funduszy emerytalnych po stronie procesu tworzenia polityki, jako że wszystkie fundusze posiadają motywację do zwiększania stóp zwrotów z portfeli krajowych. W rzeczywistości, jak zaobserwowali Jordan i Lubrano (2008), kolumbijskie fundusze emerytalne odegrały pewną rolę w kształtowaniu kolumbijskiego kodeksu dotyczącego mechanizmu „przestrzegaj lub wyjaśnij”. Ze względu na mocne opieranie się na aktywach o stałym dochodzie przy obliczaniu zewnętrznych *benchmarków* oraz na niski poziom rozwoju (w stosunku do Polski) rynków giełdowych w obu państwach, żaden z wymienionych systemów emerytalnych nie inwestuje wiele w krajowe akcje (w przybliżeniu 10% w obu krajach pomimo ustawowego limitu wynoszącego 50% na Węgrzech i 30% w Kolumbii). Wygląda na to, że żaden z tych systemów nie odgrywa takiej roli w systemach ładu korporacyjnego państwa, jaką odgrywają bardziej aktywne fundusze w innych krajach.

Kilka alternatywnych wyjaśnień pasywności OFE może dotyczyć ich zarządzania przez PTE. Wyjaśnienia, które uważamy za najważniejsze są następujące: 1) zarządzanie funduszami OFE przez duże instytucje finansowe prowadzi do konfliktów interesów, które demotywią działania pro-aktywne w zakresie ładu korporacyjnego, 2) duże, zagraniczne jednostki, które zarządzają wieloma funduszami OFE zwyczajnie

Indeksy zewnętrzne

nie posiadają wiedzy na temat polskiego ładu korporacyjnego oraz 3) prywatni inwestorzy są z natury mniej wrażliwi na kwestie ładu korporacyjnego niż instytucje publiczne. Poniżej zajmujemy się każdym z tych punktów z osobna.

Jednym z możliwych powodów, dlaczego relacja OFE-PTE może skłaniać do mniejszego zaangażowania w zakresie ładu korporacyjnego jest tworzenie handlowych konfliktów interesów. Fundusz zarządzany na przykład przez ING może wykazywać mniejszą gotowość do nawoływania do koncesji ze strony zarządu, jeśli dana spółka jest członkiem grupy ING lub jeśli inna spółka należąca do ING zarządza jej planem emerytalnym lub sprzedaje jej produkt ubezpieczeniowy. Ten potencjalny konflikt interesów może łatwo przedostać się do sceny politycznej. W celu zmniejszenia ryzyka konfliktów interesów zarządzający funduszem OFE podlegają wielu ograniczeniom w komunikowaniu się z pozostałymi spółkami wchodzącymi w skład firmy sponsorującej. Co więcej, żadnemu OFE nie wolno nabywać udziałów w firmach, które wchodzi w skład tej samej spółki macierzystej lub jeśli firma sponsorująca prowadzi znaczne interesy z firmą, w której ma zostać ulokowana inwestycja. Tak więc na przykład fundusz prowadzony przez Bank PEKAO nie posiada udziałów w Banku PEKAO, pomimo iż firma ta jest jednym z największych uczestników WIG20, a jej akcje należą do najczęściej obejmowanych w systemie OFE (KNF 2007). Skuteczność tych środków w zakresie łagodzenia potencjalnych konfliktów interesów znalazła potwierdzenie w naszych wywiadach. Nikt z badanych nie sugerował, aby korporacyjne konflikty interesów były znaczącym czynnikiem warunkującym zachowanie funduszy emerytalnych, choć oczywiście nie można wykluczyć takiej możliwości.

Może być również tak, że dość zdalne zarządzanie funduszami OFE przez PTE prowadzi do mniejszej świadomości na temat polskiego ładu korporacyjnego oraz do ogólnie niższej aktywności niż ta, jakiej można by oczekiwać gdyby wszystkie OFE były zarządzane przez lokalne instytucje. Choć istnieje taka ewentualność, wydaje nam się jednak nieprawdopodobna. Po pierwsze, jeśli założenie to miało by być prawdziwe, fundusze OFE zarządzane przez polskie przedsiębiorstwa finansowe lub konsorcja polskich przedsiębiorstw finansowych byłyby bardziej aktywne w sprawach ładu korporacyjnego niż ich odpowiedniki z zagranicznym udziałem. Z przeprowadzonych przez nas wywiadów wynika, że tak nie jest. W dodatku wiele spośród funduszy emerytalnych wykazujących największą aktywność w sprawach ładu korporacyjnego na rynkach wschodzących jest zarządzanych przez jednostki spoza takich rynków (np. CalPERS, Hermes). Jeśli chodzi ogólnie o gotowość i zdolność PTE i OFE do inwestowania w działalność polityczną, utworzenie i prowadzenie IGTE sugeruje, że nie ma poważnych barier

Dlaczego wpływ funduszy emerytalnych na polski ład korporacyjny nie jest większy?

uniemożliwiających taką działalność. Nie zadajemy pytania: „Dlaczego fundusze emerytalne OFE są politycznie beczynne?” - bo nie są, lecz raczej pytanie nasze brzmi: „Dlaczego OFE postanawiają, że nie będą zajmować się sprawami ładu korporacyjnego?”.

Wreszcie, może być i tak, że fakt zarządzania funduszami emerytalnymi przez jednostki prywatne staje na przeszkodzie ich gotowości do podejmowania działań w kwestiach ładu korporacyjnego. Choć w niektórych państwach bliskie związki pomiędzy zarządzającymi funduszami emerytalnymi a rządem rzeczywiście stworzyły środowisko sprzyjające aktywności funduszy emerytalnych w sprawach ładu korporacyjnego (np. Malezja, patrz Gourevitch i Shinn 2005). Istnieją też inne przypadki, w których bliskość ta utrudniła aktywność w zakresie ładu korporacyjnego (np. Filipiny, patrz Asher 2000). W Stanach Zjednoczonych względy polityczne często powodowały, że publiczne pracownicze fundusze emerytalne ustępowały w sprawach ładu korporacyjnego, aby nie popsuć relacji pomiędzy firmą a rządem (np. Romano 1992, Stevenson 1991). Krótko mówiąc nie widzimy przekonującego dowodu, który sugerowałby, że tożsamość PTE jako prywatnych uczestników oddalonych od OFE i polskiego rządu ma jakikolwiek znaczący wpływ na polityczną działalność OFE lub ich strategię inwestycyjną.

## **6.2. Ograniczenia inwestycji zagranicznych i motywacja rządu do zatrzymania kapitału funduszy emerytalnych**

Pozostaje pytanie: „Dlaczego ani polski rząd ani Warszawska Giełda Papierów Wartościowych nie uczyniły więcej w kierunku promowania ładu korporacyjnego?”. Hipoteza 3 może rzucić trochę światła na to pytanie. Obecne polskie przepisy prawne stanowią, że fundusz emerytalny może zarządzać portfelem z określonymi ograniczeniami dotyczącymi inwestycji w jakiegokolwiek określonej klasie aktywów, co zostało wykazane w Tabeli 6. Tabela 6 przedstawia również udział aktywów zagregowanych OFE w roku 2007.

Jak widać polskie fundusze OFE mają duży apetyt na akcje, lecz ogólnie rzecz biorąc obchodzą się ze swoim portfelem znacznie bardziej ostrożnie niż wymagają tego przepisy, w szczególności jeśli chodzi o inwestycje zagraniczne. Częściowo spowodowane jest to tym, że ograniczenia dotyczące inwestycji zagranicznych są bardziej rygorystyczne niż się wydaje, z co najmniej z trzech powodów. Po pierwsze, fundusze emerytalne OFE są poważnie ograniczone jeśli chodzi o instrumenty pochodne, jakie mogą posiadać i obecnie nie są w stanie zabezpieczyć inwestycji zagranicznych walutowymi

Zagregowane  
aktywa OFE

Dlaczego wpływ funduszy emerytalnych na polski ład korporacyjny  
nie jest większy?

instrumentami pochodnymi. W przypadku braku takiej możliwości inwestycje zagraniczne wymagają przyjęcia zakładu co do kształtowania się w przyszłości zarówno kursów walutowych, jak i akcji, co dla funduszy emerytalnych byłoby zwyczajnie zbyt ryzykowne. Po drugie, PTE muszą obecnie ponosić opłaty transakcyjne na rynkach zachodnich ze swoich własnych środków, a opłaty takie są wyższe niż na rynkach polskich. Ponieważ transakcje zagraniczne są często bardziej kosztowne niż transakcje na rynku krajowym fundusze emerytalne nie są chętne do dokonywania inwestycji zagranicznych. W 2003 roku Ministerstwo Finansów wydało rozporządzenie ograniczające inwestycje zagraniczne do instrumentów posiadających ocenę agencji ratingowej. To skutecznie ogranicza inwestycje zagraniczne funduszy emerytalnych do obligacji, które - w odróżnieniu od akcji - są standardowo poddawane takiej ocenie.

**Tabela 6. Zagregowane aktywa OFE**

Rodzaj aktywów	% portfolio OFE	Statutowy limit
Depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe	2,52	20
Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	34,01	40
NFI	0,27	10
Fundusze inwestycyjne	0,23	10
Obligacje korporacyjne	1,28	5
Inne przychody	0,37	15
Inwestycje zagraniczne	1,04	5
Dług publiczny (obligacje, bony i inne papiery wartościowe)	59,98	Bez limitu
Pozostałe	0,3	

Źródło: Raport roczny KNF (2007)

Inwestycje  
zagraniczne

Regulacje ograniczając liczbę inwestycji zagranicznych w tak surowy sposób skutecznie tworzą inwestora typu *captive*. Claessens, Klingebiel i Lubrano (2002) sugerują, że jest mniej prawdopodobne, aby inwestor typu *captive* angażował się w działalność w zakresie ładu korporacyjnego. Naszym zdaniem obawa ta jest nieuzasadniona. Zapewniając funduszom OFE udział na rynku krajowym, ograniczenia w zakresie inwestycji międzynarodowych skutecznie uniemożliwiają funduszom „głosowanie nogami” (tzw. „*wall street walk*”) w odniesieniu do całego rynku w celu uniknięcia polskiego ładu korporacyjnego. Oczywiście, w doświadczeniu amerykańskim fundusze emerytalne stały się aktywne w sprawach ładu korporacyjnego częściowo ponieważ stały się inwestorami typu *captive* poprzez nałożone przez siebie strategie indeksowania oraz w momencie, kiedy ich pozycje kapitałowe stały się zbyt duże, aby wyprzedawać bez obniżania ceny akcji. Nie zaobserwowaliśmy wielu dowodów na to, aby ograniczenia inwestycji

Dlaczego wpływ funduszy emerytalnych na polski ładu korporacyjny nie jest większy?

zagranicznych potencjalnie prowadzące do powstania funduszy emerytalnych typu „*captive*” wpływały negatywnie na aktywność funduszy emerytalnych, wręcz mogą przynieść skutek przeciwny.

Podstawowym problemem związanym z tworzeniem aktywów z funduszy emerytalnych typu *captive* jest to, że osłabiają motywację rządu lub giełd papierów wartościowych do korzystania z polityki ładu korporacyjnego, jako sposobu na zatrzymanie inwestycji. W przypadku Polski potrzeba rządu, aby utrzymać fundusze emerytalne w kraju w celu sfinansowania długoterminowego wzrostu i akumulacji kapitału jest stałym priorytetem, nawet jeśli osiągnięcie go może zostać przyłacone kosztem długoterminowych zysków dla oszczędzających. Gdyby osiągnięcie tego celu było choćby częściowo związane z dorozumianym lub wyraźnym wymogiem lepszych zasad ładu korporacyjnego lub - co jest bardziej prawdopodobne - bardziej aktywnego egzekwowania praw, które już formalnie istnieją, wydaje się, że rząd lub giełda odgrywałyby bardziej aktywną rolę. Tak naprawdę jest to dokładnie ten sam mechanizm, za pomocą którego CalPERS był w stanie wyrzucić znaczny wpływ na zasady ładu korporacyjnego na rynku wschodzącym (Hebb i Wójcik 2005). W Polsce natomiast to przepisy prawne skutecznie gwarantują zatrzymanie funduszy OFE w kraju.

## 7. Rekomendacje i wnioski

Wśród ekonomistów politycznych istnieje powszechne oczekiwanie, że zwiększenie wielkości aktywów funduszy emerytalnych doprowadzi do powstania systemów ładu korporacyjnego bardziej przyjaznych akcjonariuszom, jako że takie fundusze emerytalne: 1) wywierają naciski na firmy i rządy, aby wprowadziły zasady w interesie akcjonariuszy oraz 2) zmuszają firmy i rządy do współzawodnictwa w zakresie zasad ładu korporacyjnego w celu przyciągnięcia lub zatrzymania kapitału zarządzanego przez fundusze emerytalne. Wzrost prywatyzacji funduszy emerytalnych na świecie, w opinii wielu osób, świadczył o tym, że nadchodzi nowa fala zasad przyjaznych akcjonariuszom. Analizując polskie doświadczenie dochodzimy do wniosku, że oczekiwania takie są błędne lub przynajmniej zbyt uproszczone. Fundusze OFE nie odgrywają znaczącej roli w kształtowaniu polityki, ani przez bezpośrednie uczestnictwo w procesie formułowania zasad ani pośrednio przez zmienianie priorytetów politycznych osób formułujących takie zasady. OFE nie uczestniczą także w działaniach mających na celu sporządzanie czarnych list, nie podejmują też prób ingerowania w sprawy biznesowe firm, w które inwestują. Fundusze emerytalne OFE odgrywają skromną rolę w polskim ładzie korporacyjnym, głównie przez wywieranie nacisków na promowanie niezależnych członków rady nadzorczej w firmach, w które inwestują, choć nie widać dostatecznych dowodów na to, aby w sumie starania te były owocne.

Dlaczego reforma emerytalna nie miała bardziej znaczącego wpływu na polski ład korporacyjny? Argumentowaliśmy, że prawdopodobnie winnym w tej sprawie jest system prawny, w jakim funkcjonują fundusze emerytalne, ponieważ zmniejsza motywację OFE do wydatkowania środków na kwestie ładu korporacyjnego i zabezpiecza rząd oraz giełdę przed możliwością odpływu kapitału. W konsekwencji jesteśmy zdania, iż wnioski przedstawione w niniejszym raporcie jednoznacznie wskazują, że w przyszłych opracowaniach dotyczących związku pomiędzy reformą emerytalną a zasadami ładu korporacyjnego należy uwzględnić nie tylko wielkość i strukturę powstałego systemu emerytalnego, lecz również bodźce generowane przez system prawny, w jakim on funkcjonuje.

Powyzszy stan rzeczy mógłby ulec przeobrażeniu w wyniku kilku zmian regulacyjnych, jakie obecnie są omawiane przez polski rząd lub zostały zaproponowane przez IGTE. Jedną z ważniejszych reform jest poszerzenie zagranicznych inwestycji kapitałowych poprzez: 1) zniesienie obecnego 5% limitu, 2) zezwolenie funduszom emerytalnym OFE na zabezpieczanie inwestycji zagranicznych walutowymi instrumentami pochodnymi, 3) zniesienie zakazu dotyczącego

Wpływ OFE na  
ład korporacyjny

Zmiany regulacyjne

inwestycji w zagraniczne papiery wartościowe niepoddanych ocenie agencji ratingowej oraz 4) zreformowanie zasad dotyczących opłat transakcyjnych. Reforma ta, o ile zostałaaby przeprowadzona w zakresie proponowanym przez IGTE, doprowadziłaby do 30% limitu na inwestycjach zagranicznych do 2015 r. i miałyby dalekosiężne skutki dla portfeli inwestycyjnych funduszy emerytalnych.

Funkcjonując w systemie przepisów, jak te zaproponowane powyżej, zarządzający funduszami emerytalnymi prawie z pewnością zdywersyfikowaliby swoje portfele na rynku międzynarodowym, niezależnie od standardów ładu korporacyjnego wdrożonych w Polsce. Jednak udoskonalenie zasad ładu korporacyjnego mogłoby pomóc zatrzymać część kapitału w Polsce, a w konsekwencji mogłoby zmienić postawy wobec ładu korporacyjnego ze strony osób kształtujących przepisy, jeśli zatrzymanie aktywów z funduszy emerytalnych byłoby nadal podstawowym priorytetem. Ponadto, co być może jest jeszcze ważniejsze, bez możliwości przeniesienia aktywów zagranicę utrzymująca się kumulacja kapitału z funduszy emerytalnych na rynku polskim wzmocni jeszcze bardziej korelację pomiędzy portfelami różnych funduszy. W związku z tym podejrzewamy, że utrzymywanie takich ścisłych ograniczeń w zakresie inwestycji zagranicznych spowoduje nasilenie zachowań stadnych i jeszcze bardziej obniży bodźce dla funduszy OFE do występowania w charakterze strażników ładu korporacyjnego w firmach, w które inwestują.

Toczące się postępowanie wszczęte przez Komisję Europejską, mające na celu liberalizację tych zasad, aby odpowiadały 30% standardowi ustalonemu dla europejskich prywatnych funduszy emerytalnych, o ile zakończy się pomyślnie, wymusiłoby zmianę tej polityki. Jednak reakcje polskiego rządu na to postępowanie podkreśliły jedynie chęć rządu do utrzymania ograniczeń na obecnym poziomie w przewidywalnej przyszłości. Oczywiście implikacje dla ładu korporacyjnego, wynikające z istnienia ryzyka odpływu kapitału, muszą zostać skonfrontowane z innymi, bardziej bezpośrednimi skutkami dla gospodarki krajowej. Nie podejmujemy się jednak dokonywania takiej oceny. Niemniej, zalecamy, aby rozpatrywać sprawę w kategoriach długoterminowych, kompleksowych, z uwzględnieniem implikacji ładu korporacyjnego.

Bardziej prawdopodobną reformą byłoby odstąpienie od wewnętrznego *benchmarku* i zastąpienie go z czasem *benchmarkiem* zewnętrznym. Istnieje wiele sposobów konstruowania *benchmarków* zewnętrznych, a sugerowanie wyboru jednego z nich jako najlepszego wykracza poza zakres niniejszego raportu. Skonstruowanie zewnętrznego *benchmarku* zapewniłoby motywację, której obecnie brakuje funduszom emerytalnym, aby angażować się w kwestie ładu korporacyjnego, które

mają wpływ na rynek jako całość, poprzez lobbing na rzecz lepszego egzekwowania zasad ładu korporacyjnego lub poprzez zajęcie bardziej aktywnego stanowiska w zakresie trwających starań o lepsze prawo miękkie, które wzmocniłoby system polskiego ładu korporacyjnego. Podejmowanie kroków w celu wzmocnienia relacji pomiędzy wynikami funduszu a przyciąganiem nowych klientów w połączeniu z powyższymi reformami może również służyć wzmocnieniu tej motywacji. Co więcej, ustanowienie zewnętrznego *benchmarku*, które - jak zakładamy - prowadzi do zmniejszenia zachowań stadnych wśród funduszy emerytalnych, mogłoby zachęcić fundusze do przyjęcia większej odpowiedzialności za ład korporacyjny firm, w które inwestują.

## Załącznik

Model obejmuje trzech uczestników: rząd, który kształtuje politykę, osoby zajmujące stanowiska wewnątrz spółek („insiderów”), które jak się przyjmuje prowadzą lobbing przeciwko nadzorowi korporacyjnemu przyjaznemu akcjonariuszom oraz fundusze emerytalne, które prowadzą lobbing na rzecz zasad ładu korporacyjnego przyjaznych akcjonariuszom. Działania lobbystyczne w tym modelu są uproszczone, aby zawierały wkłady finansowe na rzecz polityków. Oznaczamy poziom ładu korporacyjnego jako  $X \in [0,1]$ , przy czym wyższe wartości oznaczają ład korporacyjny bardziej przyjazny akcjonariuszom. W pierwszym etapie insiderzy oraz lobbyści działający na rzecz funduszy emerytalnych ogłaszają plan wkładów - wielkość świadczenia, jakie gotowi są zapewnić w zamian za każdą z decyzji politycznych podjętą przez rząd.<sup>17</sup> Oznaczamy świadczenie związane z polityką  $X$  w planie wkładów *insiderów* i akcjonariuszy odpowiednio jako  $C_I(X)$  i  $C_S(X)$ . Kolejnym krokiem w grze jest wybór przez rząd polityki  $X$ , a następnie pobranie związanych z nią wkładów. W trzecim etapie rynki reagują na wybór  $X$ . W ostatnim etapie wyborcy głosują na podstawie indywidualnie odczuwalnych przez nich zmian w dobrobycie. W ten sposób rządy, które nie reagują na słabe wyniki na giełdzie najprawdopodobniej zostaną ukarane publiczną sankcją. Dlatego też podstawowym problemem, przed jakim stoją politycy jest to, w jaki sposób zrównoważyć wkłady grup interesu z ich własnymi interesami wyborczymi.

W celu określenia funkcji użyteczności zakładamy, że wszyscy uczestnicy mają określone optymalne poziomy ochrony inwestora -  $X^G$  dla rządu,  $X^I$  dla *insiderów* oraz  $X^S$  dla akcjonariuszy, które są wynikiem ich lokalnej wiedzy na temat prawdopodobnego wpływu ochrony inwestora. Zakładamy, że  $X^G$  oznacza politykę maksymalizującą wyniki gospodarcze, które zależą między innymi od zakresu, w jakim dana polityka promuje napływ lub odpływ kapitału, co z kolei wpływa na jego dostępność i cenę, zmiany cen akcji obecnie notowanych firm oraz zakres, w jakim na rynkach pojawiają się debiuty giełdowe (*IPO*) i przyciągane są notowania (ang. *cross-listing*) z zagranicy.

$X^G$  może, lecz nie musi wynosić 1, co oznacza, że uwzględniamy możliwość systemów ładu korporacyjnego zbyt przyjaznych inwestorom, które nakładają na przedsiębiorstwa nadmierne obciążenia finansowe, jak również istniejących komplementarności w branży, które ograniczają zakres, w jakim większy wpływ akcjonariuszy ma pozytywne konsekwencje dla wyników przedsiębiorstwa, a tym samym dla wyników gospodarczych. Zakładamy, że  $X^I$  jest niższe niż lub równe  $X^G$ , jako że osoby zajmujące stanowiska wewnątrz spółek nie posiadają motywacji do prowadzenia lobbingu na rzecz polityki, która daje mniejszościowym akcjonariuszom nadmiernie dużą władzę. Idąc tym samym tropem, zakładamy, że  $X^S$  jest większe niż lub równe  $X^G$ , jako że

akcjonariusze nie posiadają motywacji do preferowania zasad, które dają *insiderom* nadmiernie dużą władzę. Funkcje użyteczności polityków, *insiderów* oraz akcjonariuszy zostały określone jako kwadratowe funkcje straty i zostały podane poniżej.

$$\text{Funkcja użyteczności rządu} = -W_G * \frac{(X - X^G)^2}{2} + C_1(X) + C_S(X) \quad (1)$$

$$\text{Funkcja użyteczności osób wewnątrz spółek} = -W_I (P_I) * \frac{(X - X^I)^2}{2} - C_I(X) \quad (2)$$

$$\text{Funkcja użyteczności akcjonariuszy} = -W_S (P_S) * \frac{(X - X^S)^2}{2} - C_S(X) \quad (3)$$

$W_G$  definiujemy jako znormalizowaną do jedności relację wagi przywiązywanej przez rządy do wyników gospodarczych do wagi przywiązywanej przez rządy do świadczeń ze strony lobbystów.<sup>18</sup>  $W_I$  i  $W_S$  definiujemy jako znormalizowane do jedności relacje wagi przywiązywanej odpowiednio przez *insiderów* oraz akcjonariuszy do odpowiedniego kształtowania polityki względem wagi, jaką przywiązują do kosztów dostarczanych przez nich świadczeń. Termin  $P \in [0,1]$  w planach wkładów wyraża ideę, że waga, jaką poszczególne grupy interesu są gotowe przywiązywać do polityki  $X$  jest proporcjonalna do zakresu, w jakim te grupy są w stanie osiągnąć renty związane z taką polityką, tj. zakres, w jakim uczestnicy pasywni zyskują na staraniach lobbystycznych innych. W przypadku, gdy nie dochodzi do zachowań oportunistycznych (ang. *free-riding*) - jak działoby się w przypadku, gdyby zorganizowane lobby akcjonariuszy było jedynym mniejszościowym akcjonariuszem w danej gospodarce lub jeśli zorganizowani insiderzy byłiby jedynymi zarządzającymi lub mniejszościowymi akcjonariuszami w danej gospodarce - lobby akcjonariuszy jest w stanie zdobyć całość rent politycznych związanych z ich pozycją w firmie. W tym przypadku grupy lobbystyczne mogłyby uzasadnić wydatkowanie środków na cele lobbystyczne w takiej ilości, jaka wynikałaby z oczekiwanej użyteczności polityki. Wraz ze wzrostem zachowań oportunistycznych (ang. *free riding*), grupy lobbystyczne mają mniejsze możliwości zmaterializowania swoich starań lobbystycznych, a wartość kształtowania polityki w jej funkcji użyteczności jest odpowiednio niższa. Fundusz emerytalny kontrolujący 10% rynku może uzasadnić jedynie wydatek wysokości 10% wartości docelowej polityki w swoich staraniach lobbystycznych. W praktyce, stanowi to większy problem dla akcjonariuszy, w przypadku których koszty lobbingu są w przeważającej mierze ponoszone przez względnie niewielką grupę inwestorów instytucjonalnych, podczas gdy inwestorzy indywidualni oraz pasywni inwestorzy instytucjonalni mogą pobierać renty. Dla *insiderów* zachowania oportunistyczne są mniejszym zmartwieniem.

Jak zaobserwowano powyżej gra ta jest w zasadzie identyczna z grami „wspólnej agencji” opisanymi przez Bernheima i Whinstona (1986), Grossmana i Helpmana (1994, 1996, 2001), Dixita, Grossmana i Helpmana (1997) oraz innych. Jak zauważają Bernheim i Whinston, zbiór równowag Nasha dla tego rodzaju gier jest nieskończony, w związku z czym wymaga wykorzystania bardziej wyrafinowanych metod. Koncepcja opracowana przez Bernheima i Whinstona, która została przyjęta w późniejszej literaturze, proponuje koncentrację na „Prawdziwej Równowadze Nasha” (ang. *Truthful Nash Equilibrium*). „Prawdziwa Równowaga Nasha” zostaje osiągnięta, kiedy odpowiada definicji równowagi Nasha (żaden z graczy nie ma motywacji do zaprzestania swojego określonego działania biorąc pod uwagę działania innych) oraz kiedy zasady, a w tym przypadku lobbyści, kształtują swój plan wkładów zgodnie z prawdą, tak że jakakolwiek pozytywna zmiana w  $X$  zostanie dokładnie skompensowana zmianą  $C_J(X)$  dla  $J \in \{I, S\}$ . W rezultacie dla jakiegokolwiek danego planu wkładów zasada jest taka sama dla wszystkich decyzji dotyczących polityki. Nie będziemy powtarzać dowodów Bernheima i Whinstona, lecz wystarczy zaznaczyć, że „Prawdziwe Równowagi Nasha” należą do najlepszych odpowiedzi na wszystkie możliwe strategie wybierane przez inne grupy interesu i mogą w praktyce służyć jako punkty kluczowe (Bernstein i Whinston 1986; Grossman i Helpman 1994).

Rozwiązanie gry nastąpi, jeśli zarówno insiderzy, jak i akcjonariusze zaproponują plany wkładów, a dla rządu będzie przynajmniej obojętne ich przyjęcie lub odrzucenie. Bardziej formalnie lobbysta „J” rozwiązuje następujący problem maksymalizujący:

$$\max (X, C) - W_J(P_J) * \frac{(X - X^J)^2}{2} - C_J(X)$$

(4)

$$\text{s.t. } -W_G \frac{(X - X^G)^2}{2} + \sum C_J(X) \geq \frac{W_G (X^* - X^G)^2}{2} + C_{L \neq J}(X)$$

(5)

$X^*$  odnosi się do polityki, która zostałaby osiągnięta, gdyby grupa interesów  $J$  nie wniosła żadnego wkładu. W praktyce, ponieważ lobbyści nie mają żadnej motywacji, aby przepłacać, równanie (5) zachowuje równość. Polityki z kolei rozwiązuje problem maksymalizacji:

$$\max (X, C) - W_G * \frac{(X - X^G)^2}{2} + \sum C_J(X)$$

(6)

co daje warunek pierwszego rzędu

$$-W_G (X^G - \dot{X}) + \sum \frac{\partial C_j(X)}{\partial X} = 0$$

(7)

gdzie  $\dot{X}$  oznacza politykę wybraną w równowadze. Definicja „Prawdziwej Równowagi Nasha” mówi, że  $\partial C_j(X) / \partial X$  jest równe krańcowej stopie substytucji pomiędzy polityką a pieniędzmi. W ten sposób równanie (7) możemy przekształcić do postaci:

$$W_G (X^G - \dot{X}) + W_I (P_I) (X^I - \dot{X}) + W_S (P_S) (X^S - \dot{X}) = 0$$

(8)

Rozwiązanie daje wybór kształtu polityki w równowadze:

$$\dot{X} = \frac{X^G W_G + X^S W_S (P_S) + X^I W_I (P_I)}{W_G + W_I (P_I) + W_S (P_S)}$$

(9)

Intuicyjnie wynik taki ma sens. Jak zauważają Dixit, Grossman i Helpman (1996), równanie (9) stanowi w rzeczywistości średnie ważone preferencje każdego uczestnika co do kształtu polityki. W celu ustalenia pełnego rozwiązania równowagi odnosimy się do (5) i rozwiązujemy względem  $C_j(\cdot)$ , co daje:

$$C_j(\dot{X}) = \frac{-W_G (X^* - X^G)^2}{2} + \frac{W_G (\dot{X} - X^G)^2}{2} + C_{L \neq j}(X^*) - C_{L \neq j}(\dot{X})$$

(10)

Definicja „Prawdziwej Równowagi Nasha” sugeruje, że:

$$C_{L \neq j}(X^*) - C_{L \neq j}(\dot{X}) = \frac{-W_{L \neq j} (P_{L \neq j}) (X^* - X^{L \neq j})^2}{2} - \frac{W_{L \neq j} (P_{L \neq j}) (\dot{X} - X^{L \neq j})^2}{2}$$

(11)

podstawiając (11) do (10) otrzymujemy:

$$C_j = \frac{W_G (\dot{X} - X^G)^2}{2} - \frac{W_G (X^* - X^G)^2}{2} + \frac{W_{L \neq j} (P_{L \neq j}) (\dot{X} - X^{L \neq j})^2}{2} - \frac{W_{L \neq j} (P_{L \neq j}) (X^* - X^{L \neq j})^2}{2}$$

(12)

$$\text{gdzie } X^* = \frac{X^G W_G + X^{L \neq j} W_{L \neq j} (P_{L \neq j})}{W_G + W_{L \neq j} (P_{L \neq j})}$$

(13)

W ten sposób pełna „Prawdziwa Równowaga Nasha” dla tego modelu jest wyrażona w kształcie polityki wyrażonym w (9), wkłady akcjonariuszy wynoszą:

$$C_S(\dot{X}) = \frac{W_G (\dot{X} - X^G)^2}{2} - \frac{W_G (X^* - X^G)^2}{2} + \frac{W_I (P_I) (\dot{X} - X^I)^2}{2} - \frac{W_I (P_I) (X^* - X^I)^2}{2}$$

(14)

Natomiast wkłady *insiderów* są równe:

$$C_I(\dot{X}) = \frac{W_G (\dot{X} - X^G)^2}{2} - \frac{W_G (X^* - X^G)^2}{2} + \frac{W_S (P_S) (\dot{X} - X^S)^2}{2} - \frac{W_S (P_S) (X^* - X^S)^2}{2}$$

(15)

# Przypisy

- 1 WIG20 (skrót od Warszawski Indeks Giełdowy) to indeks dwudziestu największych firm notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.
- 2 Becker i Greenberg (2003), Svaleryd i Vlachos (2005) oraz inni argumentowali, że rozwój finansowy jest również źródłem krajowej korzyści komparatywnej w handlu, jako że firmy notowane w państwach, w których rynki kapitałowe osiągają lepsze wyniki, mogą skorzystać z tańszego dostępu do kapitału.
- 3 CalPERS to skrót od California Public Employee Retirement System, największego funduszu emerytalnego działającego w Stanach Zjednoczonych, który z historycznego punktu widzenia jest jednym z najbardziej aktywnych funduszy w kwestiach ładu korporacyjnego.
- 4 Patrz Bernheim i Whinston (1988) oraz Grossman i Helpman (1994, 1996, 2001) aby uzyskać bardziej szczegółowe omówienie harmonogramu wkładów oraz ich roli w grach wspólnego przedstawicielstwa.
- 5 Oczywiście sam fakt, że państwa posiadają wystarczające powody, aby sprywatyzować swoje systemy emerytalne nie oznacza, że je sprywatyzują. Jak zauważa Brooks (2007), rozmaite presje, w tym wynikające z kontaktu państw z gospodarką światową, państwowe struktury polityczne oraz zakres, w jakim inne państwa w danym regionie zreformowały systemy emerytalne, warunkują wystąpienie takiej motywacji oraz zakres, w jakim politycy w poszczególnych krajach będą zmuszeni zreformować swoje systemy emerytalne.
- 6 Bergloff i Pajuste uważają, że w przypadku spółek notowanych w Polsce jest o wiele mniej prawdopodobne niż w przypadku spółek notowanych w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej, że zgłoszą udział zarządu i dyrektorów w strukturze właścicielskiej, wszystkie poziomy wynagrodzeń osób na stanowiskach kierowniczych oraz transakcje z podmiotami powiązanymi.
- 7 „Przestrzegaj lub wyjaśnij” odnosi się do procedury, zgodnie z którą firmy muszą składać roczne raporty informujące, czy zastosowały się do danej zasady, natomiast jeśli się nie zastosowały są zobowiązane wyjaśnić dlaczego. Formuła ta jest dość powszechna, po raz pierwszy została wprowadzona w Kodeksie Cadbury’ego w Wielkiej Brytanii.
- 8 Liczba polskich kodeksów dotyczących ładu korporacyjnego dość gwałtownie wzrosła w roku 2002, kiedy Polskie Forum Corporate Governance, instytut akademicki powiązany z Instytutem Badań nad Gospodarką Rynkową w Gdańsku, również opublikowało „Kodeks ładu korporacyjnego dla spółek notowanych”, który powszechnie zwany jest „kodeksem gdańskim”. Warszawska Giełda Papierów Wartościowych oraz Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie część KNF) przyjęły „Dobre praktyki w spółkach publicznych w 2002 r.” jako swój wewnętrzny standard, tak więc koncentrujemy się na tym kodeksie.
- 9 Standard WE dotyczący niezależności członków rady nadzorczej, który jest obecnie wymagany, został określony w Aneksie II Zalecenia Komisji z dnia 15 lutego 2005 r.

- 10 Same raporty w zakresie mechanizmu „przestrzegania i wyjaśnień” dotyczące wielu firm są dostępne na ich stronach internetowych i ukazują znaczne różnice w jakości odpowiedzi. Na przykład niektóre spółki WIG 20 podają dokładne, złożone cechy charakterystyczne dla ich firmy jako powody wyboru różnych rozwiązań dotyczących na przykład składu rady nadzorczej. W innych przypadkach raporty w sprawie „przestrzegania i wyjaśnień” złożone przez spółki WIG 20 wskazują na bardziej lekceważącą postawę wobec standardów zaproponowanych przez giełdę.
- 11 Polskie Forum Corporate Governance jest inną organizacją niż posiadające podobną nazwę Forum Corporate Governance, które przygotowało kodeks dobrych praktyk
- 12 Powstrzymujemy się od bardziej zaawansowanej analizy regresywnej z kilku powodów. Po pierwsze decyzja zainwestowania w firmę prawdopodobnie jest endogeniczna w zakresie istniejących wcześniej zasad ładu korporacyjnego przyjaznych akcjonariuszom. Oszacowanie modelu pierwszych różnic lub wykorzystanie modelu z czynnikami stałymi może skorygować problem warunków początkowych, lecz w żaden sposób nie określa kierunku przyczynowości. Wobec braku zmiennych instrumentalnych, skorelowanych ze skalą zaangażowania funduszu emerytalnego w przedsiębiorstwo, lecz nieskorelowanych z ładem korporacyjnym na poziomie przedsiębiorstwa, który jest trudny do zdefiniowania w opracowaniu ilościowym dotyczącym wpływu struktury właścicielskiej na cechy firmy, nie istnieje oczywisty sposób generowania bardziej rozstrzygającego dowodu ilościowego.
- 13 Przeanalizowaliśmy również dane dotyczące szerszej grupy firm, w tym firm niewchodzących w skład WIG-20 i wyłonił się ten sam ogólny model lub jego brak.
- 14 Nie oznacza to, że ustanowienie funduszy emerytalnych nie miało wpływu na decyzje polityczne dotyczące operacji na rynku kapitałowym. Nadzorowanie funduszy emerytalnych, początkowo przez UNFE, a następnie przez organ regulacyjny będący połączeniem ładu ubezpieczeniowego z emerytalnym, KNUiFE i obecnie KNF, było znaczącą kwestią polityczną, w której bezpieczeństwo dochodów emerytów było najważniejszym czynnikiem. Jednak kwestie te są drugoplanowe wobec polityki ładu korporacyjnego.
- 15 Ostatnio starania te obejmowały utworzenie strony internetowej poświęconej nadzorowi korporacyjnemu <http://corp-gov.gpw.pl/>, za pośrednictwem której inwestorzy i menedżerowie mogą dowiedzieć się więcej o kodeksie dobrych praktyk oraz o nadchodzących seminariach i konferencjach dotyczących tego tematu, z których wiele jest koordynowanych przez grupy zewnętrzne, takie jak Polski Instytut Dyrektorów (w skrócie PID).
- 16 Co w efekcie stanowi marnotrawstwo ludzkiego kapitału. Choć można oczekiwać, że niektóre fundusze będą posiadać lepszych menedżerów niż inne, Kominek (2006) uważa, że wyniki funduszy emerytalnych nie są stabilne w czasie.
- 17 Patrz Bernheim i Whinston (1988) oraz Grossman i Helpman (1994, 1996, 2001), aby sprawdzić bardziej szczegółowe omówienie harmonogramów wkładów oraz ich roli w grach wspólnego przedstawicielstwa.
- 18 Podążając za Rogowskim i Kayserem (2002), Bebchukiem i Neemanem (w druku) oraz Perottim i Volpinem (2004, 2007) zakładamy, że

użyteczność z otrzymywania świadczeń od lobbystów nie ma związku ze zdolnością urzędującego rządu do utrzymania władzy. Założenie to znajduje potwierdzenie w literaturze. Konsekwentnie przedstawiany jest wniosek, że wydatki na kampanię wyborczą, dokonywane przez obecnie rządzących, nie mają znaczącego wpływu na wyniki głosowania (np. Glantz, Abramowitz i Burkhart 1976; Jacobson 1978, 1980, 1985, 1990; Abramowitz 1991; Levitt 1994; Gerber 2004; oraz patrz Green i Krasno 1988, którzy podają alternatywne wnioski). Co więcej, wiele politycznych wkładów, w szczególności ze strony biznesu, przyjmuje formę obietnic atrakcyjnej pracy na Wall Street lub K Street po wycofaniu się z życia politycznego lub innych świadczeń niepieniężnych, które nie są w sposób oczywisty wymienne na głosy. W dodatku można łatwo przypuścić, że szanse na reelekcję będą wzrastać wraz z wkładem w kampanię. O ile wkład ma pozytywną funkcję poza reelekcją oraz o ile perspektywa reelekcji urzędującego rządu jest ściślej związana z wynikami gospodarczymi w czasie ich kadencji niż z wydatkami na kampanię, wyniki tego modelu pozostałyby bez zmian. Jednak koszt żądzy zwiększenia szans na reelekcję poprzez wkład w kampanię jest znaczny. Działania takie wprowadzają co najmniej dwie nowe zmienne wyboru. Pierwsza z tych zmiennych dotyczy decyzji lobbystów w sprawie świadczeń służących wyłącznie w celu pozyskania głosów (na przykład zakup reklam), świadczenia, które nie służą zdobyciu głosów (jak na przykład obietnica dobrej pracy po wycofaniu się ze sceny) lub świadczeń, które mogą zostać wykorzystane wedle uznania polityków (środki pieniężne). Po drugie należałoby uwzględnić zmienną wyboru dotyczącą sposobu, w jaki urzędujący rząd wykorzystuje świadczenia pieniężne. Analiza takich posunięć, choć interesująca, sama w sobie wykracza poza zakres niniejszego opracowania.

## Bibliografia

- Abramowitz, A. I. 1991. „Incumbency, campaign spending, and the decline of competition in US House elections.” *The Journal of Politics*:34-56.
- Admati, A. R., P. Pfleiderer oraz J. Zechner. 1994. „Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium.” *Journal of Political Economy*:1097-130.
- Allen, J. oraz P. Gourevitch. 2008. „Pension Privatization and Corporate Governance: The Chilean System in Comparative Perspective.” Dostępne na stronie SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1114954>.
- Aluchna, M. 2007. „Transition in Poland: Economic Success and Social Failure?” *Transition* 3 (4).
- Aluchna, Maria. 2008. „Guidelines for corporate behavior. The case of Polish corporate governance code”. W: *Culture and Corporate Governance* red. G. Aras oraz D. Crowther. Leicestershire: SRRNet.
- Aluchna, M. 2009. „Does good corporate governance matter? Best practice in Poland.” *Management Research News* 32 (2):185-98.
- Anson, M., T. White oraz H. Ho. 2004. „Good corporate governance works: More evidence from CalPERS.” *Journal of Asset Management* 5 (3):149-56.
- Asher, Mukul G. 2000, „Social security reform imperatives; the South-East Asian case”, Working Paper, National University of Singapore
- Barber, B. M. „Monitoring the Monitor: Evaluating CalPERS'Activism.”
- Bebchuk, Lucian oraz Zvika Neeman. W druku. „Investor Protection and Interest Group Politics.” *Review of Financial Studies*.
- Becker, B. oraz D. Greenberg. „The real effects of finance: evidence from exports.”
- Beny, L. N. 2005. „Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence.” *American Law and Economics Review* 7 (1):144-83.
- Berglof, E. oraz A. Pajuste. 2005. „What do firms disclose and why? Enforcing corporate governance and transparency in Central and Eastern Europe.” *Oxford Review of Economic Policy* 21 (2):178-97.
- Bernheim, B. D. oraz M. D. Whinston. 1986. „Menu auctions, resource allocation, and economic influence.” *The Quarterly Journal of Economics*:1-31.
- Carleton, W. T., J. M. Nelson oraz M. S. Weisbach. 1998. „The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: evidence from TIAA-CREF.” *Journal of finance*:1335-62.
- Castro, R., G. L. Clementi oraz G. MacDonald. 2004. „Investor Protection, Optimal Incentives, And Economic Growth\*.” *Quarterly Journal of Economics* 119 (3):1131-75.
- Chłoń, A., M. Góra, M. Rutkowski, Network Human Development, World Bank oraz S. P. Team. 1999. *Shaping pension reform in Poland: Security through Diversity*: World Bank Washington, DC.
- Choi, Stepehn J and Jill E. Fisch. 2008. „On Beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance”, *Vanderbilt Law Review* 61: 315.
- Claessens, S., D. Klingebiel oraz M. Lubrano. 2002. „Capital Market Development and Corporate Governance In Poland: The Way Forward.”
- Coffee Jr, J. C. 1999. „Privatization and corporate governance: The lessons from securities market failure.” *Journal of Corporation Law* 25:1.
- . 2002. „Racing towards the top?: The impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance.” *Columbia Law Review*:1757-831.
- Del Guercio, D. oraz J. Hawkins. 1999. „The motivation and impact of pension fund activism.” *Journal of Financial Economics* 52 (3):293-340.
- Demirgüç-Kunt, A. oraz V. Maksimovic. 1998. „Law, finance, and firm growth.” *Journal of finance*:2107-37.
- Dzierżanowski, M. oraz P. Tamowicz. 2004. „Setting Standards of Corporate Governance: The Polish Experience of Drafting Governance Codes.” *European Business Organization Law Review (EBOR)* 4 (02):273-99.
- Dzierżanowski, Maciej, Grzegorz Milewski, Michał Przybyłowski oraz Piotr Tamowicz. 2005 „Evolution, not revolution! Corporate Governance Rating”. *Polish Forum for Corporate Governance*

- Dzierżanowski, Maciej, Michał Przybyłowski oraz Piotr Tamowicz. 2003 „A small step forward ... Corporate Governance Rating 2003 for Polish Listed Companies”. Polish Forum for Corporate Governance
- English, P. C., T. I. Smythe oraz C. R. McNeil. 2004. „The “CalPERS effect” revisited.” *Journal of Corporate Finance* 10 (1):157-74.
- Frankowski, S. oraz A. Bodnar. 2005. *Introduction to Polish law: Kluwer Law Intl.*
- Gianetti, Mariasunta and Luc Laeven. 2009. “Pension Reform, Ownership Structure, and Corporate Governance: Evidence from a National Experiment.” *The Review of Financial Studies* 22 (10): 4091
- Gillan, S. L. oraz L. T. Starks. 2000. „Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors.” *Journal of Financial Economics* 57 (2):275-305.
- Glaeser, E., S. Johnson oraz A. Shleifer. 2001. „Coase Versus the Coasians\*.” *Quarterly Journal of Economics* 116 (3):853-99.
- Gompers, P., J. Ishii oraz A. Metrick. 2003. „Corporate Governance and Equity Prices\*.” *Quarterly Journal of Economics* 118 (1):107-55.
- Gourevitch, P. 2007. „What Do Corporations Owe Citizens?” *Society* 44 (5):12-8.
- Gourevitch, P. A. oraz J. Shinn. 2005. *Political power and corporate control: the new global politics of corporate governance: Princeton, NJ: Princeton University Press.*
- Grajewski, Marcin. 2009. „EU takes Poland to court over pension fund curbs.” *Elektroniczny serwis Reuters*, 14 kwietnia 2009.
- Grossman, G. M. oraz E. Helpman. 1994. „Protection for Sale.” *American Economic Review* 84 (4):833-50.
- . 1996. „Electoral Competition and Special Interest Politics.” *Review of Economic Studies* 63 (2):265-86.
- . 2001. *Special interest politics: MIT press.*
- Grossman, S. oraz O. Hart. 1980. „Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation.” *Bell Journal of Economics* 11 (1):42-64.
- Hirschman, A. O. 1970. *Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states: Harvard University Press*
- Huddart, S. 1993. „The effect of a large shareholder on corporate value.” *Management Science*:1407-21.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes oraz A. Shleifer. 2000. „Tunneling.” *American Economic Review* 90 (2):22-7.
- Jacoby, Sanford M. 2007. “Convergence by Design: The Case of CalPERS in Japan,” 55 *American Journal of Comparative Law*. 55:249.
- Kerner, A. 2009. „The Political Economy of Investor Protection.” *Unpublished Doctoral Dissertation, Emory University, Atlanta GA.*
- Kerner, Andrew oraz Jeffrey Kucik. W druku. „The International and Domestic Determinants of Insider Trading Laws.” *International Studies Quarterly*.
- King, R. G. oraz R. Levine. 1993. „Finance and growth: Schumpeter might be right.” *The Quarterly Journal of Economics*:717-37.
- Klapper, L. F. oraz I. Love. 2004. „Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets.” *Journal of Corporate Finance* 10 (5):703-28.
- Kominek, Z. 2006. „Regulatory Induced Herding? Evidence From Polish Pension Funds.” *EBRD Working paper.*
- Komisja Nadzoru Finansowego. Dane roczne dostępne na stronie: [http://www.knf.gov.pl/en/Pension\\_system/Financial\\_and\\_statistical\\_data/annual\\_pfm.html](http://www.knf.gov.pl/en/Pension_system/Financial_and_statistical_data/annual_pfm.html)
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer oraz R. Vishny. 2000. „Investor protection and corporate governance.” *Journal of Financial Economics* 58 (1-2):3-27.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer oraz R. W. Vishny. 1997. „Legal determinants of external finance.” *Journal of Finance-New York* 52:1131-50.
- . 1998. „Law and Finance.” *Journal of Political Economy* 106 (6).
- Lefort, Fernando and Eduardo Walker. 2007. “The Effect of Corporate Governance Practices on Company Market Valuation and Payout Policy in Chile.” *W: Investor Protection and Corporate Governance, red. Alberto Chong and Florencio Lopez de Silanes. Stanford University Press.*
- Levine, R., N. Loayza oraz T. Beck. 2000. „Financial intermediation and growth: Causality and causes.” *Journal of Monetary Economics* 46 (1):31-77.
- McCahery, J. A., Z. Sautner oraz L. T. Starks. 2008. „Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors.”
- Noe, T. H. 2002. „Investor activism and financial market structure.” *Soc Financial Studies*.

- Olson, M. 1971. *The logic of collective action: Public goods and the theory of groups*: Harvard University Press
- Orenstein, M. A. 2008. *Privatizing pensions: the transnational campaign for social security reform*: Princeton University Press
- Pagano, M. oraz P. F. Volpin. 2001. „The Political Economy of Finance.” *Oxford Review of Economic Policy* 17 (4).
- . 2005. „The Political Economy of Corporate Governance.” *American Economic Review* 95 (4):1005-30.
- Pajuste, A. 2002. „Corporate governance and stock market performance in Central and Eastern Europe: a study of nine countries, 1994-2001.” Dostępne na stronie SSRN: <http://ssrn.com/abstract=310419> or DOI: 10.2139/ssrn.310419.
- Perotti, E. C. oraz P. F. Volpin. (Maj 2004) . „Lobbying on Entry.” W EFA 2004 Maastricht Meetings Paper No. 2277. Dostępne na stronie SSRN: <http://ssrn.com/abstract=558588>.
- . (Styczeń 2007) . „Politics, Investor Protection and Competition.” W ECGI - Finance Working Paper No. 162/2007 Dostępne na stronie SSRN: <http://ssrn.com/abstract=957783>.
- Powell Jr, G. B. oraz G. D. Whitten. 1993. „A cross-national analysis of economic voting: Taking account of the political context.” *American Journal of Political Science*:391-414.
- Rajan, R. G. oraz L. Zingales. 2003. „The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century.” *Journal of Financial Economics* 69 (1):5-50.
- Roe, M. J. 2003. *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*: Oxford University Press.
- Rudolph, H. P., H. Cheikrouhou, R. Rocha oraz C. Thorburn. 2007. *Financial sector dimensions of the Colombian pension system*: World Bank Publications.
- Shleifer, A. oraz R. W. Vishny. 1986. „Large Shareholders and Corporate Control.” *The Journal of Political Economy* 94 (3):461.
- Smith, M. P. 1996. „Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS.” *Journal of finance*:227-52.
- Spamann, H. (Luty 2008) . „'Law and Finance' Revisited.” Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 12 Dostępne na stronie SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1095526>.
- Stańko, D. 2002. „Performance evaluation of Polish pension funds.”
- . 2003 „Polish Pension Funds, Does The System Work? Cost, Efficiency and Performance Measurement Issues.”
- Svaleryd, H. oraz J. Vlachos. 2005. „Financial markets, the pattern of industrial specialization and comparative advantage: Evidence from OECD countries.” *European Economic Review* 49 (1):113-44.
- Tamowicz, P. Przybyłowski, M. 2006. „Still much to be done: Corporate governance in Poland.” *International Journal of Disclosure and Governance* 3 (4):306-16.
- Tiberghein, Yves. 2007. *Entrepreneurial States: Reforming Corporate Governance in France, Japan and Korea*. Ithaca: Cornell University.
- Voronkova, S. 2004. *Institutional Trading, Trading Mechanisms and Equity Market Integration: Essays on the Polish Stock Market*, Faculty of Economics, European University Viadrina.
- Voronkova, S. oraz M. T. Bohl. 2005. „Institutional Traders' Behavior in an Emerging Stock Market: Empirical Evidence on Polish Pension Fund Investors.” *Journal of Business Finance & Accounting* 32 (7/8):1537-60.
- World, Bank. 1994. *Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth*: Opublikowane dla World Bank [przez] Oxford University Press.
- Zalewska, A. 2006. „Is locking domestic funds into the local market beneficial? Evidence from the Polish pension reforms.” *Emerging Markets Review* 7 (4):339-60.

# Nasze raporty

## **Partnerstwo Publiczno-Prywatne w rozwoju przestrzeni miejskiej.**

### **Polska praktyka na tle regulacji unijnych.**

Dr Tuna Tasan-Kok, Uniwersytet w Utrechcie

Dr Magdalena Załączna, Uniwersytet Łódzki

## **Innowacyjność sektora MSP w Polsce. Rządowe programy wsparcia a luka finansowa.**

Darek Klonowski, Brandon University

## **Biurokracja na bank. Koszty obowiązków biurokratycznych polskich regulacji bankowych.**

Janusz Paczocha, Narodowy Bank Polski

Wojciech Rogowski, Narodowy Bank Polski, Szkoła Główna Handlowa

Paweł Kłosiewicz, Narodowy Bank Polski, Wyższa Szkoła Zarządzania i Prawa im. Heleny Chodkowskiej w Warszawie

Wojciech Kozłowski, Narodowy Bank Polski

## **Wykorzystanie ewaluacji w zarządzaniu programami unijnymi w Polsce.**

Martin Ferry, University of Strathclyde

Karol Olejniczak, EUROREG Uniwersytet Warszawski

## **Wpływ Trybunału Konstytucyjnego na polski porządek prawny.**

Tomasz Stawecki, Uniwersytet Warszawski

Wiesław Staśkiewicz, Uniwersytet Warszawski

Jan Winczorek, Uniwersytet Warszawski

## **Występowanie sfer korupcji w zarządzaniu polską administracją rządową.**

Paul Heywood, Uniwersytet w Nottingham

Jan-Hinrik Meyer-Sahling, Uniwersytet w Nottingham

## **Efektywność zarządzania długiem w samorządach.**

Michał Bitner, Uniwersytet Warszawski

Krzysztof S. Cichocki, Instytut Badań Systemowych w Polskiej Akademii Nauk

## **Zagospodarowanie przestrzenne. Polskie prawo na tle standardów demokratycznego państwa prawnego.**

Hubert Ireneusz Izdebski, Uniwersytet Warszawski

Aleksander Nelicki, Unia Metropolii Polskich

Igor Zachariasz, Unia Metropolii Polskich

## **Organizacja procesu budżetowego w Polsce. Reguły budżetowe a stabilność fiskalna i gospodarcza.**

Jürgen von Hagen, Centrum Studiów Integracji Europejskiej, Uniwersytet w Bonn, Niemcy

Mark Hallerberg, Wydział Nauk Politycznych, Uniwersytet Emory w Atlancie, Stany Zjednoczone

**Strategie orzekania sądowego. O wykonywaniu władzy dyskrecjonalnej przez sędziów sądów administracyjnych w sprawach gospodarczych i podatkowych.**

Denis Galligan, The Centre for Socio-Legal Studies, Oxford University  
Marcin Matczak, Polska Akademia Nauk, Kancelaria Domański Zakrzewski i Palinka

**Stanowienie prawa w Polsce. Reguły legislacyjne a jakość ustawodawstwa.**

Klaus H. Goetz, London School of Economics and Political Science  
Radosław Zubek, London School of Economics and Political Science Raporty

## LSE Obserwatorium Środkowoeuropejskie

**Barometr legislacyjny.**

Radosław Zubek, Instytut Europejski w London School of Economics and Political Science  
Marcin Matczak, Uniwersytet Oksfordzki  
Agnieszka Cieleń, Uniwersytet Warszawski  
Tomasz Złasiński, Domański Zakrzewski Palinka Sp.k.

**Sprawny Parlament. Wpływ partii i reguł na przewidywalność legislacyjną.**

Radosław Zubek, London School of Economics and Political Science  
Klaus H. Goetz, London School of Economics and Political Science  
Christian Stecker, Uniwersytet w Poczdamie

**Planowanie legislacyjne w Europie Środkowej.**

Radosław Zubek, European Department, London School of Economics and Political Science  
Klaus Goetz, German and European Governance, Potsdam Universität  
Martin Lodge, Government Department, London School of Economics and Political Science

**Wykonywanie prawa Unii Europejskiej. Wpływ organizacji administracji rządowej na transpozycję dyrektyw UE.**

Radosław Zubek, Uniwersytet Oksfordzki  
Katarína Staroová, Uniwersytet im. Jana Komeńskiego w Słowacji



# Autorzy

## Andrew Kerner

Andrew Kerner jest profesorem nauk politycznych na Uniwersytecie w Michigan. Specjalizuje się w polityce finansów międzynarodowych, badaniu czynników wpływających na inwestycje zagraniczne oraz polityce dotyczącej ładu korporacyjnego. Tytuł doktora nauk politycznych uzyskał w Uniwersytecie Emory. [amkerner@umich.edu]

## Eric Reinhardt

Eric Reinhardt jest profesorem nauk politycznych na Uniwersytecie Emory w Atlancie. Specjalizuje się w badaniach dotyczących międzynarodowej polityki ekonomicznej oraz polityki handlu międzynarodowego. Publikował między innymi w *International Organization*, *World Politics*, *American Journal of Political Science* oraz w *Journal of Development Economics*. [erein@emory.edu]



SPRAWNE PAŃSTWO  
PROGRAM ERNST & YOUNG

Rondo ONZ 1  
00-124 Warszawa  
tel. +48 (22) 557 70 00  
fax +48 (22) 557 70 01  
[www.sprawnepanstwo.pl](http://www.sprawnepanstwo.pl)