



MGR BOGDAN JERZY SZAFRAŃSKI

## **Możliwości adaptacji w Polsce amerykańskich rozwiązań emerytalnych opartych na pracowniczej własności akcji**

STRESZCZENIE

PRACA DOKTORSKA WYKONANA POD KIERUNKIEM  
PROFESORA DR HAB. ANDRZEJA SOPOĆKO  
WYDZIAŁ ZARZĄDZANIA, UNIwersytet Warszawski  
KATEDRA SYSTEMÓW FINANSOWYCH GOSPODARKI  
ZAKŁAD UBEZPIECZEŃ I RYNKÓW KAPITAŁOWYCH

Warszawa, 2018

## **Spis Treści:**

<b>SPIS TREŚCI:</b> .....	<b>2</b>
<b>1. UZASADNIENIE WYBORU TEMATU</b> .....	<b>3</b>
<b>2. CEL PRACY I HIPOTEZY BADAWCZE</b> .....	<b>10</b>
<b>3. STRUKTURA ROZPRAWY DOKTORSKIEJ</b> .....	<b>12</b>
<b>4. PODSTAWOWE USTALENIA POZNAWCZE</b> .....	<b>15</b>
<b>5. PODSUMOWANIE, WNIOSKI I REKOMENDACJE</b> .....	<b>33</b>
<b>6. BIBLIOGRAFIA STRESZCZENIA:</b> .....	<b>40</b>

## 1. Uzasadnienie wyboru tematu

Niesprawności i niezbilansowanie (składki bieżące pracujących będą zbyt małe w sytuacji starzejącego się społeczeństwa i rosnącej liczby emerytów) w przyszłości obecnego systemu zabezpieczenia emerytalnego, a szerzej niewiara społeczna w pomysłność finansową po przejściu na emeryturę, stanowią poważne wyzwanie dla polityki i praktyki gospodarczej kraju<sup>1</sup>. Każde rozwiązanie praktyczne, które zmniejsza tego rodzaju problemy społeczne, jest pożądane<sup>2</sup>. Dlatego zbadanie możliwości zastosowania modelu ESOP i jego finansowo-kapitałowej efektywności, aby zwiększyć zabezpieczenie godnej emerytury dla dużej części społeczeństwa, może być istotne dla polityki i praktyki gospodarczej kraju.

Od kilkunastu lat dotychczasowe podstawowe systemy emerytalne w gospodarkach zachodnich przeżywają kryzys, a wraz ze starzejącym się społeczeństwem kryzys ten może się tylko pogłębiać. Ponieważ system tradycyjny, zwany PAYG (*pay as you go*) fundowany jest emerytom ze składek bieżących pracujących obywateli, to np. bez znacznego obniżenia przyszłych świadczeń emerytalnych, nie będzie się bilansował, to znaczy składki malejącej liczby aktualnie pracujących będą za małe, aby finansować wypłaty dla rosnącej liczby emerytów. Nadzieją na zrównoważenie systemu emerytalnego, była jego częściowa prywatyzacja, czyli stworzenie prywatnych funduszy emerytalnych na zasadach inwestycyjno-kapitałowych. Na system taki zdecydowało się ok. 30 średniozamożnych państw pod wpływem porad Banku Światowego i OECD. Jednak i ten system w niektórych z tych krajów, szczególnie tych, gdzie zaczął odgrywać znaczącą rolę, według M. Orensteina nie sprawdził się<sup>3</sup>.

Podobne problemy zaistniały i będą się pogłębiały w Polsce. Zarówno system ZUS (w USA jego odpowiednik to federalny system zabezpieczenia społecznego *Social Security*), jak i system OFE (jego amerykańskim najbliższym odpowiednikiem są tzw. plany o zdefiniowanej składce (*defined contribution plans*), a przykładem korporacyjne plany emerytalne) to elementy systemu zabezpieczeń emerytalnych, które przeżywają i przeżywać będą podobne problemy. W USA skutecznym i sprawdzonym uzu-

---

<sup>1</sup> Rutecka Joanna z zespołem, *Dodatkowy system emerytalny w Polsce – diagnoza i rekomendacje zmian*, Towarzystwo Ekonomistów Polskich, Warszawa Grudzie 2014.

<sup>2</sup> S. Kawalec, K. Błażuk, i M. Kurek, *Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne?*, Raport Capital Strategy, Warszawa 2014.

<sup>3</sup> Orenstein M., *Pension privatization in crisis: Death or rebirth of a global policy trend?*, „International Social Security Review”, 2011, t.64, nr 3.

pełnieniem aktywów emerytalnych dla wielu pracowników jest **system ESOP (Employee Stock Ownership Plan tj. Plan Pracowniczej Własności Akcji)**. Według danych z 2014 roku, takich planów takich jest tam ok. 7000 obejmując ok. 13,5 miliona pracowników w sektorze prywatnym, co oznacza, że co ósmy pracownik (ok. 12%) zatrudniony w prywatnych spółkach pracuje u siebie w USA. To tak jakby w Polsce współwłaścicielami swojego miejsca pracy było od 1 do 2 milionów pracowników (w zależności od punktu odniesienia tego szacunku). Wartość ESOPs to 7,5% amerykańskiego produktu narodowego brutto (GDP), a to jest równoważne trzykrotności polskiego GDP. W różnego typu programach upowszechniania własności (prywatne i publiczne fundusze emerytalne oraz indywidualne konta emerytalne nie są tu liczone) w USA partycypuje co najmniej 30 milionów pracowników (te dane to konserwatywne szacunki) kontrolując ok. 8% całego kapitału (*equity*) korporacji amerykańskich.

Peter Drucker, współtwórca współczesnego zarządzania, szybko zidentyfikował wschodzącą potęgę funduszy emerytalnych, jako powszechnej, a właściwie społecznej własności<sup>4</sup>. W roku 2017 amerykańskie fundusze emerytalne posiadają zainwestowanych 26,6 biliona dolarów, gdy dla porównania wg. *World Federation of Exchanges*, kapitalizacja giełd w USA to 30,5 biliona dolarów (aktualny produkt krajowy brutto – PBK USA GDP to ok. 19,8 biliona USD), a globalna, światowa kapitalizacja giełd to 87,1 bilionów dolarów<sup>5</sup>.

Według badań NCEO (*National Center for Employee Ownership*) z 2010 roku<sup>6</sup>, średnioroczny przyrost zgromadzonego kapitału na pracownika wynosił \$4 443, a cały zgromadzony już kapitał wynosił \$55 836. Inne badania wskazywały, że zgromadzone aktywa w ESOP to 1,4 biliona USD. Według ostatnich badań z początku 2018 roku przeprowadzonych na danych z lat 1974-2014 przez profesorów Josepha Blasi i Douglasa Kruse'a z Instytutu Badania Własności Pracowniczej i Udziału w Zysku w Szkole Zarządzania i Relacji Pracowniczych na Uniwersytecie Rutgers (*Institute for the Study of Employee Ownership and Profit Sharing - the Rutgers School of Management and Labor Relations*) w spółkach posiadających ESOP przeciętny pracownik

---

<sup>4</sup> P.F. Drucker, *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*, Harper & Row 1976.

<sup>5</sup> 2017 WFE Market Highlights, [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org) [dostęp: 20.02.2018]. Wg Barrons od wygranych wyborów przez Donalda Trumpa kapitalizacja wzrosła o 6,6 biliona USD, gdy podczas całej prezydentury Baracka Obamy wzrost wyniósł 12,3 biliona USD, a Georga Busha spadek wyniósł -3,3 biliona USD.

<sup>6</sup> Rodgers L., *ESOPs as Retirement Benefits. An analysis of data from the U.S. Department of Labor.*, „The Journal of Employee Ownership, Law and Finance”, 2010, t.22, nr 4 SRC-GoogleScholar.

zgromadził ok. 134 tysiące USD aktywów emerytalnych ze swojego udziału w ESOP na koniec roku 2014. Niektórzy pracownicy zgromadzili aktywa o wartości przekraczającej milion dolarów.

Schemat finansowy wzorowany na amerykańskim ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*) był nominalnie jednym z pierwowzorów prywatyzacji w Polsce, gdy celem jawnym jego stosowania było upowszechnienie własności i błyskawiczna budowa rynku kapitałowego, a rezultatem szybka prywatyzacja, a ostatecznie była to zwykle koncentracja własności lub przejęcie spółki przez inwestora zewnętrznego (nierzadko zagranicznego), co skutkowało czasem wycofaniem jej z rynku kapitałowego. Stało się tak m.in. dlatego, że zastosowany schemat finansowy i organizacyjny prywatyzacji bezpośredniej (tzw. leasingów pracowniczych) niewiele miał wspólnego ze sprawdzonym pierwowzorem. W szczególności, pominięto fakt, że celem ESOP nie było przejęcie zarządzania przedsiębiorstwem przez pracowników. Co więcej, zignorowano inny fakt, że ESOP to pracowniczy plan emerytalny, a jego podstawowym rozwiązaniem prawno-organizacyjnym jest instytucja powiernicza (*trust*).

Ideę upowszechnienia własności kapitału zaprezentował Louis O. Kelso<sup>7</sup>, kalifornijski prawnik i finansista, w końcu 50-tych lat XX wieku. Najważniejszym pomysłem Kelso był samosplacający się kredyt, który finansował przeniesienie udziałów spółki na pracowników.

Podstawowe elementy konstrukcji prawnej ESOP stworzone zostały w USA w roku 1974 w ramach uchwalonego prawa ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*), czyli Ustawy Zabezpieczającej Dochody Emerytalne Pracowników. Jest to plan emerytalny dla pracowników spółek, który inwestował będzie głównie w akcje spółki pracodawcy. Jako tzw. kwalifikowany plan emerytalny (*qualified retirement plan*), czyli spełniający surowe wymogi władz podatkowych IRS (*Internal Revenue Service*) uzyskał on szereg preferencji podatkowych, podobnie jak inne rozwiązania emerytalne<sup>8</sup>. Gromadzone środki emerytalne w ESOP pochodzą zwykle z funduszy własnych spółki, czyli są przez nią finansowane. Dodatkowo, stworzono ESOP możliwość pożyczania funduszy (np. od dotychczasowych właścicieli lub zewnętrznych instytucji finansowo-kredytowych) na zasadach preferencji podatkowych. Dlatego ESOP stało się skutecznym i efektywnym, ale czasem instrumentalnie traktowanym

---

<sup>7</sup> L.O. Kelso i M.J. Adler, *The Capitalist Manifesto*, Random House 1958.

<sup>8</sup> P. Purcell i J. Staman, *Summary of the Employee Retirement Income Security Act (ERISA)*, ERIC kwiecień 10, 2008, CRC Report for Congress, <http://eric.ed.gov/?id=ED430433..>

narzędziem finansowania przekształceń spółek w ramach szeroko rozumianego *corporate finance*<sup>9</sup>.

Konstrukcja ESOP powstała wprawdzie w USA, ale nie jest to rozwiązanie typowe dla systemu kapitalizmu amerykańskiego<sup>10</sup>, czy szerzej anglosaskiego, który charakteryzuje strategia działania przede wszystkim na rzecz wzrostu wartości akcji dla akcjonariuszy (*shareholders*), nastawienie na efektywność w krótkim okresie (*short-term goals*), finansowanie działalności realizowane jest głównie przez giełdę. Model ESOP ma raczej cechy modelu kapitalizmu nadreńskiego, ordoliberalizmu<sup>11</sup> czy inaczej społecznej gospodarki rynkowej, czyli strategia rozwijająca wzajemne korzyści przedsiębiorstwa i wszystkich uczestników (*stakeholders*) jego działalności (po niemiecku określa się to jako formuła *Mitbestimmung*) - pracowników w szczególności, nastawiona na efektywność długookresową (*long-term goals*), a działalność finansowana jest głównie przez banki.

Idea rozwiązań typu ESOP jest mocno zakorzeniona we współczesnej gospodarce rynkowej, nie tylko amerykańskiej. Stosowane one są w takich krajach jak Kanada, spośród krajów Unii Europejskiej - Wielka Brytania i Irlandia, a z dalej położonych Indie, Australia, Japonia, a ostatnio nawet Chiny<sup>12</sup>.

Schemat ESOP mógłby być uzupełniającym rozwiązaniem emerytalnym w polskim systemie dla pracowników wybranych spółek, a dodatkowo równie skutecznie mógłby wzmacniać motywację tych pracowników na rzecz strategicznego rozwoju przedsiębiorstwa, sprzyjać innowacyjności i konkurencyjności, a jednocześnie wspierać przekształcenia własnościowe poprzez upowszechnienie własności.

W Polsce, co najmniej dwukrotnie próbowano zastosować model ESOP, ale zawsze było to narzędzie upowszechniania własności pracowniczej. Na początku przemian politycznych po przełomie w roku 1989, model finansowy ESOP stał się pierwowzorem, punktem odniesienia dla prywatyzacji bezpośredniej, czyli tzw. leasingów

---

<sup>9</sup> F. Weston, J. Siu, i B. Johnson, *Takeovers, Restructuring & Corporate Governance*, Prentice Hall 2001.

<sup>10</sup> J. Woś, *Rynek i państwo w modelach współczesnej gospodarki rynkowej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, 2001, t.LXIII, nr 4, s. 173–191.

<sup>11</sup> E. Mączyńska, *Ład gospodarczy. Pochwała „Ordo”*, [w:] *Liberalizm we współczesnej gospodarce*, Jarmołowicz i M. Ratajczak (red.), Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2008, s. 151–168, [http://www.pte.pl/pliki/2/12/16\\_Maczyńska.pdf](http://www.pte.pl/pliki/2/12/16_Maczyńska.pdf).

<sup>12</sup> Z. Zhu et al., *Employee Stock Ownership Plans and Their Effect on Productivity: The Case of Huawei*, „International Journal of Business and Management Invention”, 2013, t.2, nr 8, s. 17–22.

prywatyzacyjnych z udziałem spółek pracowniczych<sup>13</sup>. Był to jedynie instrumentalnie potraktowany wehikuł finansowy do sprawnej likwidacji przedsiębiorstw państwowych. Pozbawienie modelu polskiego narzędzi prawnych istotnych dla modelu amerykańskiego, spowodowało, że większość spółek pracowniczych miało krótki żywot, a w rezultacie nastąpiła koncentracja kapitału w nielicznych rękach.

Druga istotna próba wykorzystania konstrukcji ESOP, częściowo inspirowana rozwojem systemów typu ESOP w Unii Europejskiej, nastąpiła na początku rządów koalicji PO-PSL, a jej patronem był wicepremier i minister gospodarki Waldemar Pawlak<sup>14</sup>. Celem było ożywienie prywatyzacji pracowniczej i upowszechnienie własności<sup>15</sup>. W obu przypadkach ignorowano rolę ESOP jako potencjalnego elementu systemu emerytalnego. Podstawowa jego funkcja, tj. realizacja ważnego celu społecznego stała się drugorzędną wobec przekształcania systemu własności. Zaniedbano też stworzenia ram przyjaznego systemu podatkowego, sprzyjającego koncepcji trwałego zastosowania rozwiązania typu ESOP.

Teraz mamy do czynienia z trzecim podejściem próby upowszechnienia własności pracowniczej w ramach Strategii Odpowiedzialnego Rozwoju - Programu Budowy Kapitału Premiera Mateusza Morawieckiego.

W Polsce ostatnio badano możliwość zastosowania modelu organizacyjnego ESOP (w szczególności konstrukcji anglosaskiego *trust*-u, centralnego dla tego modelu) w polskim systemie prawnym<sup>16</sup>. Analiza wykazała, że rozwiązanie o parametrach zbliżonych do koncepcji tego anglosaskiego podmiotu powierniczego jest w polskim obrocie gospodarczym możliwe. Nie badano natomiast możliwości zastosowania rozwiązań przyjaznych podatkowo dla konstrukcji ESOP w polskim systemie prawnym. Jednak badania europejskie dotyczące możliwości zastosowania modelu ESOP w krajach Unii Europejskiej, wskazują, że ulgi i zachęty podatkowe, nie są elementem kry-

---

<sup>13</sup> S. Zwierzchlewski, *ESOP a leasing pracowniczy*, „Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny”, 2000, t.LXII, nr 4, s. 4.

<sup>14</sup> Praca zbiorowa, *Akcjonariat pracowniczy. Przewodnik dla przedsiębiorców i pracowników*, Ministerstwo Gospodarki Warszawa 2011.

<sup>15</sup> Koziar Jan, *Projekt systemu własności pracowniczej w nawiązaniu do Polskiej Spółki Pracowniczej „GAZOLINA” i amerykańskich ESOP – ów*, 2009.

<sup>16</sup> A. Radwan i T.Z. Regucki, *Analiza możliwości zastosowania konstrukcji Employee Stock Ownership Plan (ESOP) w polskim obrocie gospodarczym*, Instytut Allerhanda, Kraków 2013, <https://pbn.nauka.gov.pl/sedno-webapp/works/811715>.

tycznym dla powodzenia systemu ESOP (jako metody upowszechniania własności) w europejskich systemach prawnych<sup>17</sup>.

Celem i cechą tak rozumianego akcjonariatu pracowniczego jest stworzenie warunków pracownikom, aby stali się też kapitalistami, współwłaścicielami, aby w ten sposób uzyskali dodatkowy (oprócz wynagrodzenia za pracę) strumień bogacenia się poprzez prawo do dywidendy oraz wzrost wartości akumulowanego kapitału. Celem tego bogacenia się jest stworzenie dodatkowych zasobów finansowych, które uzupełnią wypłaty przyszłych skromnych emerytur z systemu państwowego. Jest to, więc inna forma dodatkowego oszczędzania na starość, a nie potrzeba podejmowania ryzyka biznesowego, czy chęć zarządzania czymś. Podsumowując, upowszechnienie (demokratyzacja) własności i bogactwa jest znacznie łatwiejsze i możliwe do realizacji, niż uczynienie z każdego utalentowanego organizatora, menadżera i osiagającego sukcesy przedsiębiorcy w ryzykownej działalności.

Wprawdzie system podobny do ESOP w Polsce nie byłby dostępny powszechnie dla wszystkich pracowników, ale i tak nie byłoby to rozwiązania, które uprzywilejowałoby jego uczestników w takim stopniu jak np. systemy emerytalne dla służb mundurowych, górników, itp. Pracownicy nieobjęci systemem ESOP, nadal mogliby uzupełniać wartość swojego indywidualnego funduszu emerytalnego np. inwestując swoje oszczędności w zwykłe fundusze inwestycyjne. Osobnym problemem jest ubezpieczenie pracowników - przyszłych emerytów na wypadek bankructwa spółki pracodawcy. Mogliby wtedy utracić większość przyszłego zabezpieczenia emerytalnego. Możliwe jest np. ubezpieczenie konsorcjalne spółek uczestniczących w programie ESOP albo utworzenie wspólnej instytucji ubezpieczającej uczestników systemu, a finansowanej ze składek spółek partycypujących w systemie.

Zastosowanie w miarę kompletnego i podobnego do pierwowzoru modelu ESOP pozwala osiągnąć również inne pozytywne cele społeczno-gospodarcze<sup>18</sup>. M.in. dzięki możliwości zastosowania w finansowaniu sprawnego i ekonomicznie uzasadnionego mechanizmu dźwigni finansowej uzyskuje się najtańszy kredyt<sup>19</sup>. Jest to również skuteczne narzędzie do sukcesji właścicieli, którzy nie mają spadkobierców (zjawisko co-

---

<sup>17</sup> J. Lowitzsch, *Financial participation of employees in the EU-27*, Palgrave Macmillan, Basingstoke 2009.

<sup>18</sup> A. Brill, *An Analysis of the Benefits S ESOPs Provide the U.S. Economy and Workforce*, Matrix Global Advisors, Washington 2012.

<sup>19</sup> National Center for Employee Ownership (U.S.), *Leveraged ESOPs and employee buyouts*, 2013, 6th Edition.



raz częstsze w spółkach prywatnych tj. nienotowanych na rynku giełdowym), a nie chcą oddać firmy w obce ręce (tj. np. inwestorów, którzy mogą zlikwidować kupione przedsiębiorstwo i zwolnić pracowników)<sup>20</sup>.

Akcjonariat pracowniczy, jako jeden z elementów Planu na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju (SOR) z lutego 2016 roku premiera Mateusza Morawieckiego promowany jest przez Ministerstwo Rozwoju. Wokół tej koncepcji narosło jednak szereg mitów i nieporozumień, związanych m.in. z naszymi wieloletnimi polskimi doświadczeniami gospodarczymi. Po pierwsze, były to doświadczenia samorządów pracowniczych jeszcze w okresie PRL-u. Po drugie, była to tzw. prywatyzacja pracownicza z początków przekształceń własnościowych po przełomie w roku 1989. Dodatkowo, akcjonariat pracowniczy nie miał długo dobrej prasy, nie był dobrze rozumiany, a dotychczasowe doświadczenia zwykle nie przyniosły pozytywnych rezultatów. Amerykański model ESOP może i powinien być wzorem do opracowania nowego polskiego rozwiązania.

Jednym z ważnych elementów Planu Morawieckiego jest ustawa o Pracowniczych Planach Kapitałowych, a jest to kluczowy element realizacji celów określonych w Planie Budowy Kapitału (PBK). Jego celem, wobec niezadowalającego poziomu dotychczasowych oszczędności emerytalnych, było zbudowanie spójnego systemu tworzenia większych, dodatkowych oszczędności i finansowego zabezpieczenia emerytalnego Polaków, gdy osiągną wiek emerytalny lub nabędą uprawnienia emerytalne. Najefektywniejszy modelem własności pracowniczej jest amerykański ESOP, który również tworzy dodatkowe zabezpieczenie emerytalne.

---

<sup>20</sup> J.D. Menke i D.C. Buxton, *The origin and history of the ESOP and its future role as a business succession tool*, „Journal of Financial Service Professionals”, 2010, t.64, nr 3.

## 2. Cel pracy i hipotezy badawcze

Celem pracy jest wykazanie, że zastosowanie w Polsce amerykańskiego modelu ESOP, czyli planu emerytalnego, a jednocześnie instrumentu tworzenia własności pracowniczej może w efekcie przynieść szereg ważnych rezultatów społeczno-gospodarczych, pracownicy będą mieć dodatkową emeryturę, a gospodarka będzie się rozwijała szybciej.

W pracy postawiono **następujące hipotezy badawcze** dotyczące zastosowania dobrze przemyślanego **modelu ESOP w Polsce, który może:**

- Efektywnie uzupełniać inne dotychczasowe oraz proponowane rozwiązania emerytalne.
- Częściowo ograniczyć zagrożenie niską wypłatą emerytury dla dużych grup pracowników.
- Przynieść konkretne pozytywne korzyści gospodarce (np. wpłynąć na wzrost gospodarczy poprzez większą wydajność pracy, tworzenie i utrzymanie miejsc pracy, zmniejszenie fluktuacji kadr, sprzyjanie innowacyjności, itp.).
- Wpłynąć pozytywnie na bardziej równomierną oraz sprawiedliwą dystrybucję dochodów i bogactwa w społeczeństwie.
- Poszerzyć poczucie współodpowiedzialności pracowników-akcjonariuszy za spółkę oraz umożliwić funkcjonowanie nieantagonistycznego ładu korporacyjnego, co powinno w rezultacie zmniejszyć napięcia społeczne wewnątrz spółek i w społeczeństwie.
- Pomóc rozwiązać kwestię sukcesji w niektórych spółkach rodzinnych.

Analizując wyniki licznych i pogłębionych badań empirycznych dotyczących efektów zastosowania modelu ESOP na bezpieczeństwo emerytalne i rozwój w gospodarce amerykańskiej, można udowodnić, że tak postawione tezy będą miały zastosowanie również w gospodarce polskiej. Koszty, ubytki dochodów podatkowych poprzez system ulg podatkowych ESOP, są tam dużo mniejsze od wymiernych korzyści dla całej gospodarki<sup>21</sup>. Podobnie może być w Polsce.

---

<sup>21</sup> Badania w USA wykazały, że coroczne ok. 2 miliardy dolarów ulg podatkowych dla ESOP przekłada się na zwiększenie obrotów gospodarczych o ok. 17 miliardów dolarów rocznie i na łączne wpływy podatkowe przewyższające kwotę ulg.

Można założyć, że im bardziej polska wersja akcjonariatu pracowniczego przypominać będzie amerykański wzorzec ESOP, tym większa będzie szansa powodzenia tego przedsięwzięcia, tym większy będzie pozytywny wpływ na rozwój gospodarczy i innowacyjność Polski. To jedna z możliwych, a przy tym skutecznych metod odtworzenia polskiego kapitału.

### **3. Struktura rozprawy doktorskiej**

Praca podzielona jest na dziewięć rozdziałów, a dodatkowo na końcu jest dziesięć załączników uzupełniających treść pracy.

Pierwszy rozdział, „Przyczyny stworzenia i zastosowania koncepcji ESOP w gospodarce USA” poświęcony jest genezie koncepcji ESOP w USA, jak kryzys państwa dobrobytu, narastający problem niewypłacalności państwowego powszechnego systemu emerytalnego, pogłębiająca się dysproporcja dochodów pomiędzy najbogatszymi, a resztą społeczeństwa.

W drugim rozdziale pt. „Akcjonariat pracowniczy” szczegółowo opisana jest koncepcja i charakterystyka akcjonariatu pracowniczego, struktura władzy w spółkach pracowniczych, relacje pomiędzy własnością, a partycypacją pracowniczą, wpływ koncepcji społecznej gospodarki rynkowej w Unii Europejskiej, historia własności pracowniczej w USA, oraz polskie oryginalne doświadczenia z okresu międzywojennego w postaci spółki Gazolina S.A.

W trzecim rozdziale pt. „Geneza i doświadczenia prywatyzacji pracowniczej w Polsce, a model ESOP” krytycznie opisano źródła i praktyczne problemy fali prywatyzacji pracowniczej w Polsce po przełomie w 1989 roku, z uwzględnieniem ówczesnych rozważań o modelu ESOP, oraz jego kompromitujące aspekty i rezultaty, jak prywatyzacja nomenklaturowa i wtórna prywatyzacja.

Czwarty rozdział, „Teoretyczna geneza ESOP” poświęcony jest teorii ekonomii binarnej Luisa Kelso, jako intelektualnej i praktycznej podstawie modelu ESOP, w tym pomyśle zastosowania rozwiązań ekonomii binarnej w celu ratowania systemu emerytalnego w USA.

W piątym rozdziale pt. „Koncepcja ESOP - podstawowe zasady, modele, rozwiązania” opisana jest bardziej szczegółowo koncepcja ESOP, podstawowe akty prawne regulujące ESOP, jako kwalifikowanego planu emerytalnego o zdefiniowanej składce, warianty i modele ESOP i ich finansowania, podstawowe cele, zastosowania i wykorzystanie ESOP, problemy i krytyka zastosowania ESOP, przykłady krytycznej kompleksowej analizy koncepcji ESOP, oraz przypadki nadużyć i instrumentalnego stosowania ESOP.

W szóstym rozdziale pt. „Ład korporacyjny, organizacja i zarządzanie spółkami z ESOP” opisane są nadzór właścicielski w spółkach z ESOP, oraz zastosowanie nowatorskich i efektywnych koncepcji takich, jak *Justice-Based Management* i *Open Book Management* w organizacji i zarządzaniu spółkami z ESOP, a także stosunek związków zawodowych do koncepcji ESOP.

Rozdział siódmy pt. „Efektywność ESOP, jako planu emerytalnego” poświęcony jest badaniom sprawności i skuteczności ESOP, jako bezpiecznego narzędzia w akumulacji aktywów emerytalnego, w relacji do ryzyka inwestycyjnego.

W rozdziale ósmym pt. „Efektywność ekonomiczna zastosowania ESOP w spółkach” opisane są wyniki badań dotyczących wpływu wdrożenia ESOP na wyniki ekonomiczne spółki, strategicznego znaczenie kultury organizacyjnej w spółkach z własnością pracowniczą (z ESOP w szczególności), wpływu ESOP na innowacyjność i konkurencyjność spółek i całej gospodarki, wpływu ESOP na zamożność pracowników i społeczeństwa, krytycznej analizy odporności spółek ESOP przed, w trakcie i po kryzysie finansowym *subprime*, wpływu stosowania ESOP na budżet państwa poprzez dochody podatkowe i koszty bezrobocia, a także przytoczone są podstawowe statystyczne dane dotyczące ESOP w gospodarce USA.

W dziewiątym rozdziale pt. „Najnowsze propozycje upowszechnienia własności pracowniczej w Polsce” przedstawione są współczesne projekty akcjonariatu pracowniczego w Polsce oraz przegląd rozwiązań upowszechniania własności pracowniczej w Unii Europejskiej, oraz ich krytyczna analiza.

Rozdział dziesiąty pt. „Propozycja koncepcji polskiego ESOP, jako planu emerytalnego upowszechniającego własność pracowniczą” zawiera podsumowanie rozważań w postaci propozycji i uzasadnienia koncepcji polskiego wariantu ESOP, jako dodatkowego planu emerytalnego jednocześnie upowszechniającego własność pracowniczą w wielu spółkach w Polsce.

Dodatkowo w załącznikach zawarte są treści uzupełniające tekst m.in. dużo bardziej szczegółowy opis rozwiązań koncepcji ESOP, historia legislacji ESOP w USA, oraz zestawienie wyników badań nad własnością pracowniczą i wpływ ESOP na wyniki spółek. Tytuły załączników są następujące:

Załącznik 1: Koncepcja ESOP - szczegółowe rozwiązania.

Załącznik 2: Słownik podstawowych pojęć.

Załącznik 3: Słownik skrótów.

Załącznik 4: Statut Spółki Akcyjnej "Gazolina".

Załącznik 5: Ronald Reagan do gdańskich stoczniovców po zakończeniu prezydentury Reagana i czerwcowych wyborach w Polsce (1989) - 15 września 1990 roku.

Załącznik 6: Poselski projekt ustawy o przekształceniach własnościowych przedsiębiorstw państwowych z dnia 6 kwietnia 1990 r. (druk nr 335).

Załącznik 7: Historia legislacji ESOP.

Załącznik 8: Badania nad własnością pracowniczą i wpływ ESOP na wyniki spółek.

Załącznik 9: Fragmenty projektu ustawy z roku 1996 o pracowniczych funduszach emerytalno-powierniczych.

Załącznik 10: Projekt "Ustawy o programach akcjonariatu pracowniczego" K. Ludwinianka.

Istotny jest w szczególności załącznik pierwszy, w którym opisane są operacyjnie szczegółowe rozwiązania dotyczące zachęt, przywilejów i ulg podatkowych, instytucjonalnych i prawnych aspektów ESOP, problematyce powiernictwa i administrowania ESOP, oraz prawom i przywilejom uczestników objętych ESOP.

## 4. Podstawowe ustalenia poznawcze

Wraz z wprowadzaniem przez już ponad 40 lat koncepcji ESOP do spółek, zaczęto przeprowadzać badania czy ESOP to dobry i bezpieczny plan emerytalny oraz jaka jest efektywność własności pracowniczej w postaci ESOP oraz wpływ tego rozwiązania na wyniki finansowe wprowadzających je spółek. Badanie generalnie wykazały, że połączenie własności pracowniczej i zarządzania partycypacyjnego w Stanach Zjednoczonych to potężne narzędzie konkurencyjne<sup>22</sup>. Wyniki są najbardziej przekonujące w spółkach prywatnych, czyli zwykle mniejszych. Związek pomiędzy wprowadzeniem ESOP, a wynikami finansowymi w spółkach giełdowych/publicznych, zwykle większych jest bardziej niejednoznaczny<sup>23</sup>.

Pytanie czy ESOP to dobry i bezpieczny plan emerytalny to prawdopodobnie najbardziej powszechne i politycznie ważne pytanie o rzeczywisty sens istnienia i rozwiązywania ESOP. Plan zbyt ryzykowny nie powinien być dobrym planem emerytalnym dla pracowników, a tym bardziej nie powinien być politycznie wspierany. ESOP ze swej natury zwiększa koncentrację aktywów emerytalnych w akcjach spółki sponsorującej ESOP, co może skutkować znacznym ryzykiem inwestycyjnym dla beneficjentów, dlatego krytycy tej koncepcji twierdzą, że brak dywersyfikacji sprawia, że ESOP są zbyt ryzykowne dla pracowników, a w konsekwencji dla całego społeczeństwa. Zagrożenie potęguje fakt, że jednocześnie spółka-pracodawca jest dostarczycielem wynagrodzenia, co często jest jedynym źródłem dochodów pracownika<sup>24</sup>. Przykład upadku korporacji Enron, gdzie zwalniani pracownicy utracili całe swoje oszczędności emerytalne lokowane w akcje pracodawcy wskazuje na takie wysokie i dewastujące ryzyko.

Badania w USA wykazują, że w tamtych realiach gospodarczych ryzyko takiego słabo zdywersyfikowanego funduszu emerytalnego typu ESOP, nie jest relatywnie tak duże, jak wskazywałaby teoria portfelowa<sup>25</sup>. Tak obecnie oceniają to Amerykanie. Według danych amerykańskiego Ministerstwa Pracy (*Department of Labor*), ESOP w porównaniu do najpopularniejszego w USA systemu oszczędzania 401(k), ma średnio

<sup>22</sup> D. Kruse, *Does employee ownership improve performance?*, „IZA World of Labor”, 2016.

<sup>23</sup> Głównym źródłem informacji o rezultatach badań nad własnością pracowniczą i ESOP, oraz ich wpływem na ekonomiczne efekty spółek wykorzystujących ESOP, jest strona internetowa NCEO <https://www.nceo.org/articles/research-employee-ownership-corporate-performance> [dostęp: 14.11.2017].

<sup>24</sup> S.M. Anderson, *Risky Retirement Business: How ESOPs Harm the Workers They Are Supposed to Help*, „Loyola University Chicago Law Journal”, 2009, t.41.

<sup>25</sup> L. Rodgers, *Are ESOPs Too Risky to Be Good Retirement Plans?*, The National Center for Employee Ownership 2014.

wkłady finansowe większe od 50% do 100%, większość środków pochodzi od spółki pracodawcy (w 401(k) większość to wpłaty pracownika), stopa zwrotu (*rate of return*) jest wyższa, a zmienność (*volatility*) mniejsza. Dodatkowo, spółki posiadające plany ESOP, co do zasady, zwalniają pracowników rzadziej niż spółki bez ESOP, wynagrodzenia średnio są wyższe, plany emerytalne ESOP zabezpieczają średnio większą ilość pracowników, w tym zwłaszcza słabo zarabiających, młodych stażem i wiekiem. Co więcej, spółki posiadające ESOP, oferują inne, dodatkowe plany emerytalne pracownikom częściej, niż te bez ESOP<sup>26</sup>.

Ponadto, aby zmniejszyć ryzyko posiadania słabo lub niezdywersyfikowanego funduszu emerytalnego w modelu ESOP, w ciągu ostatnich lat w USA wprowadzono zasady, które zabezpieczają możliwość dywersyfikacji portfela przez pracowników w ostatnich latach przed ich przejściem na emeryturę<sup>27</sup>.

Ostatnio przeprowadzone badania wyników spółek oraz ich innowacyjności (m.in. badano ilość i jakość zgłaszanych patentów przez pracowników) potwierdziły przekonanie, że im lepiej pracownicy są traktowani przez pracodawcę, to zatrudniająca ich spółka jest bardziej innowacyjna, bo pracownicy są bardziej kreatywni. Skrajnym, pozytywnym przykładem dobrego traktowania pracowników jest akcjonariat pracowniczy, w tym w szczególności w modelu ESOP. Uważa się, że innowacyjne spółki, w których wprowadzono akcjonariat pracowniczy, zwiększają innowacyjność, zaangażowanie i pomysłowość pracowników, a w rezultacie spółki te stają się coraz bardziej innowacyjne<sup>28</sup>.

**ESOP, jako dobry plan emerytalny dla pracowników.** Argument dotyczący braku (czy słabej) dywersyfikacji zakłada, że spółka z ESOP zastępuje nim dobrze zdywersyfikowany plan emerytalny. Fakty jednak mówią, że spółki z ESOP częściej mają drugi plan emerytalny (często nawet plan o określonych świadczeniach), niż spółki bez ESOP mają, choć tylko jeden plan emerytalny. Co więcej, wiele spółek z długim posiadaniem ESOP, tzw. spółek dojrzałych (*mature*) z ESOP, z biegiem czasu zaczynają dywersyfikować posiadane aktywa w planie ESOP. W praktyce, uczestnicy ESOP mają większe całkowite aktywa emerytalne. W większości przypadków, jeśli

---

<sup>26</sup> Rodgers L., *ESOPs as Retirement Benefits. An analysis of data from the U.S. Department of Labor.*, op. cit.

<sup>27</sup> G.V. Engelhardt, *The Pension Protection Act of 2006 and Diversification of Employer Stock in Defined Contribution Plans*, „Center for Retirement Research at Boston College”, 2011.

<sup>28</sup> T.E.A. Blog, *ESOPs: Naturally Built for Innovation?*, 2.02.2016, <https://esopassociationblog.org/2016/02/02/esops-naturally-built-for-innovation/>. [dostęp: 17.12.2017]



pracownik w spółce bez ESOP ma określoną wartość aktywów zdywersyfikowany, to pracownik w spółce z ESOP ma porównywalny pakiet aktywów zdywersyfikowanych, a dodatkowo duży pakiet akcji spółki swojego pracodawcy, czyli ten krytykowany pakiet niezdywersyfikowany. Ponadto, zasady konstrukcji ESOP powodują, że oferują one lepsze warunki dla pracowników młodszych i o niższych wynagrodzeniach, niż typowe plany 401(k)<sup>29</sup>.

Autor kompleksowej analizy dotychczasowych badań C. Rosen przytacza następujące fakty:

- Według oficjalnych dokumentów raportujących parametry planów emerytalnych do Ministerstwa Pracy, spółki średnio wpłacają o od 50% do 100% więcej na rzecz ESOP, niż spółki nieposiadające ESOP wpłacają do planów 401(k);
- Większość środków pieniężnych w planach 401(k) pochodzą z wpłat od pracowników. Natomiast, poza nielicznymi wyjątkami, wszystkie aktywa w ESOP pochodzą od sponsorujących je spółek;
- Badania danych przez Ministerstwo Pracy pokazują, że ESOP mają nie tylko wyższe stopy zwrotu niż plany 401(k), ale również ich zmienność (ryzyko) są mniejsze;
- Spółki posiadające ESOP zwalniają z pracy mniejszą ilość osób niż spółki bez z ESOP;
- ESOP obejmują większą ilość pracowników, zwłaszcza młodszych i o niższych dochodach, niż plany 401(k) w porównywalnych spółkach;
- Spółki z ESOP są nieco bardziej skłonne oferować dodatkowe plany emerytalne, niż spółki skłonne są oferować jakikolwiek plan emerytalny.

**Wkłady spółki do ESOP są większe.** Wysokość środków na kontach w ESOP są zwykle większe niż w 401(k). Wkłady spółki na rzecz ESOP wynoszą przeciętnie od około 6% do 8% wynagrodzenia roczne objętych planem pracowników w porównaniu do około 4% wynagrodzenia roczne w ramach porównywalnych planów 401(k). Pracownicy objęci ESOP rzadko inwestują własne pieniądze w ESOP, natomiast większość aktywów w planach 401(k) pochodzi z własnych składek pracowniczych<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> C. Rosen, *Do ESOPs Need Reform? A Look at What the Data Tell Us*, „Tax Notes”, 2015, s. 1466.

<sup>30</sup> Ibid.

**ESOP obejmują większą ilość pracowników.** W spółkach sponsorujących ESOP, zgodnie z przepisami i ich warunkami, objęci są wszyscy pracownicy spełniający minimalne warunki stażu pracy. Większość planów 401(k), tj. najczęściej wykorzystywanego planu emerytalnego przez spółki, obejmują one tylko pracowników, którzy zdecydowali się w nim uczestniczyć

**ESOP oraz uczestnicy ESOP często dywersyfikują swoje inwestycje z upływem czasu, gdy zbliża się wiek emerytalny.** Gdy ESOP kupiły wszystkie akcje, które zamierzały kupić, spółki często zaczynają wносить aportem gotówkę do planu. Dojrzałe ESOP o długim wieloletnim stażu, często mają 20% lub więcej aktywów w postaci gotówki. Ponadto, zgodnie z regulacjami, pracownicy mający staż, co najmniej 10 lat w planie, i którzy mają 55 lat lub więcej, mają prawo zdywersyfikować do wartości 25% posiadanych akcji spółki pracodawcy, a po następnych pięciu latach mogą zdywersyfikować do 50% posiadanej inwestycji w akcje spółki pracodawcy<sup>31</sup>.

**Wyniki ESOP są mniej zmienne i mają wyższą stopę zwrotu.** Dane z Ministerstwa Pracy dotyczące planów emerytalnych, w których uczestniczy 100 lub więcej pracowników, pokazują, że ESOP osiągnęły lepsze wyniki niż plany 401(k) w ciągu 15 z 20 lat w latach 1991-2010, oraz osiągnęły wyniki niższe zaledwie w trzech latach (w dwóch były takie same). ESOP były również mniej ryzykowne (tj. zmienne) w tym czasie<sup>32</sup>.

**Spółki z ESOP zwalniają znacznie mniej pracowników niż zwykle spółki bez ESOP.** Dane z *General Social Survey* (ogólnej ankiety społecznej) z lat 2002, 2006 i 2010 wskazują, że uczestnikom planu ESOP grozi od jednej czwartej do jednej trzeciej (25% do 33%) mniejsze prawdopodobieństwo, że zostaną zwolnieni z pracy, niż pracownicy w spółkach, które nie oferują ESOP. Dla wielu osób to właśnie bezpieczeństwo zatrudnienia jest najważniejszą kwestią, większą nawet od bezpieczeństwa emerytalnego.

**Spółki z lewarowanym ESOP rzadko mają zwłokę lub nie dotrzymują warunków spłaty kredytu (*default on loans*).** Według Rosena, jeśli argument, że plany ESOP są przewartościowane, a aktywa emerytalne pracowników są poddane nadmiernemu ryzyku, byłby prawdziwy, to powinny być bardzo częste przypadki niespłacanych kredytów przez ESOP, a oceny wiarygodności kredytowej niskie. Jednak w

---

<sup>31</sup> Ibid., s. 1466–1467.

<sup>32</sup> Ibid., s. 1467.

badaniu NCEO lewarowanych transakcji ESOP tylko 1,3% ESOP naraziło na straty swoich wierzycieli w okresie badanych lat 2009-13 (roczna stopa niewypłacalności ESOP to nie więcej niż 0,2%). Inne podobne badania NCEO przynosiły podobne, niskie wyniki. Zdaniem Rosena głównym powodem, że spółki z lewarowanym ESOP miały niższy współczynnik niewypłacalności, w porównaniu do innych kredytów, był fakt, że działają one lepiej od konkurencji. Liczne badania wskazały, że spółki z ESOP osiągały lepsze wyniki finansowe po wprowadzeniu ESOP, niż miały wcześniej, przed wprowadzeniem ESOP<sup>33</sup>.

**Wartość i ryzyko aktywów emerytalnych w ESOP.** Największe i rzetelnie przeprowadzane badanie planów ESOP, jako planów świadczeń emerytalnych przeprowadzono w projekcie z 2010 r. sfinansowanego przez *Employee Ownership Foundation*. Badanie przeprowadził NCEO<sup>34</sup>. Dokonano obszernej analizy spółek z ESOP, wykorzystując dane z raportów składanych Ministerstwu Pracy USA na formularzach 5500. W przeciwieństwie do wielu wcześniej wykonanych badań, badacze z NCEO niezwykle starannie zbierali dane z wielu planów emerytalnych i innych świadczeń pracowniczych w ramach jednej firmy. To nie były badania statystyczne wylosowanej próbki spółek z ESOP. Badacze przyjrzeni się każdej firmie z ESOP, dla której dostępne były dane. Porównane zostały ze wszystkimi planami emerytalnymi oferowanymi przez pracodawców.

Badanie wykazało, że spółki z ESOP częściej oferują inny plan o zdefiniowanej składce (DC - *defined contribution*), niż spółki nieposiadające jeszcze ESOP, skłonne były oferować swoim pracownikom jakikolwiek plan typu DC. Było to 56% w porównaniu do 47%. Jeśli analizowano tylko aktywa DC pierwotnie wniesione przez spółkę, to uczestnicy ESOP mieli około 2,2 razy więcej na swoich kontach emerytalnych, niż pracownicy uczestniczący w porównywalnych spółkach bez ESOP, ale posiadających jakikolwiek plan emerytalny typu DC. Co więcej posiadali o 20% więcej aktywów emerytalnych.

Oszacowano, że spółka wносиła średnio 4 443 USD na jednego aktywnego uczestnika w sponsorowanym przez spółkę ESOP (dane dotyczyły ostatniego dostępnego w badaniu roku). W porównaniu z tym w spółkach bez ESOP, ale z planem typu DC

---

<sup>33</sup> C. Rosen i L. Rodgers, *Default Rates on Leveraged ESOPs, 2009-2013*, National Center for Employee Ownership 2.07.2014, <http://www.nceo.org/assets/pdf/Default-Study-full.pdf>. [dostęp: 2.07.2014].

<sup>34</sup> L. Rodgers, *ESOPs as Retirement Benefits. An analysis of data from the U.S. Department of Labor*, „The Journal of Employee Ownership, Law and Finance”, 2010, t.22, nr 4.

średnia roczna wpłata wносиła 2 533 USD na jednego aktywnego uczestnika do ich podstawowego planu w tym roku. Wyniki te oznaczają, że średnio spółki z ESOP wносиły o 75% większe kwoty na rzecz swoich pracowników w ich ESOP, niż inne spółki wносиły do swoich planów typu DC. Oszacowano też, że przeciętny uczestnik ESOP w średniej spółce z ESOP miał 55 836 USD w połączonych planach typu DC, w porównaniu do 50 525 USD dla uczestników w spółkach bez ESOP, a z co najmniej jednym planem DC.

Podsumowując, badanie przyniosło kilka jednoznacznych wniosków<sup>35</sup>:

- Spółki z ESOP mają większe szanse, aby zaoferować pracownikom drugi plan emerytalny DC, niż spółki bez ESOP mogą w ogóle oferować dowolny plan typu DC;
- Spółki z ESOP wnoszą znacznie większe kwoty do swoich ESOP, niż spółki, które nie mają planów ESOP w ramach swoich planów typu DC;
- Przeciętny uczestnik programu ESOP ma o 20% większe aktywa emerytalne, niż przeciętny uczestnik planu emerytalnego w spółce bez ESOP, co więcej, znacznie mniej pochodzi z kieszeni pracownika.
- Biorąc pod uwagę jedynie aktywa w planach typu DC pierwotnie wniesione przez spółkę pracodawcy, uczestnicy ESOP mają około 2,2 razy większe zgromadzone kwoty na swoich kontach emerytalnych, niż uczestnicy w porównywalnych spółkach bez ESOP, a z innymi planami emerytalnymi typu DC.

Problemem słabej dywersyfikacji w planach ESOP zajął się twórca teorii portfelowej laureat Nagrody Nobla z roku 1990 - Harry Markowitz. Badając ten problem wykazał, że własność pracownicza na odpowiednim poziomie może być częścią większego efektywnego, zdywersyfikowanego portfela. Na podstawie standardowych założeń dotyczących indywidualnych preferencji (przeciętnego inwestora, a więc i pracownika) oszacował, że optymalna, rozsądna inwestycja w akcje jednej spółki (pracodawcy) w ogólnym zdywersyfikowanym portfelu inwestycyjnym powinien wynosić około 9% całego portfela inwestycji pracownika. Co więcej, jego zdaniem 10%, a nawet 15% udział nie byłby nieroztropny (*imprudent*), a była to rozsądna decyzja, jeśli reszta ich portfela aktywów (majątku) danego gospodarstwa domowego jest dobrze

---

<sup>35</sup> Ibid., s. 5.

zdywersyfikowana<sup>36</sup>. Analiza Markowitz'a nie brała pod uwagę informacji, która zmniejszała awersję do ryzyka ze strony pracowników, tj. fakt, że w ESOP akcje spółki pracodawcy to darowizna podnosząca zamożność pracowników, a nie część zastępująca godziwe wynagrodzenie, czy inne pracownicze świadczenia.

**Wpływ wdrożenia ESOP na wyniki finansowe spółek.** Niedawno przeprowadzono na niezwykle szeroka skalę meta-analiza dotychczasowych 102 badań (de facto 102 próbek), które obejmowały łącznie 56,984 firmy, znajduje niewielką, ale istotną średnio dodatnią zależność pomiędzy własnością akcji pracowniczych, a dobrymi wynikami firmy. Ta pozytywna relacje nie zależy od wielkości firmy i wzrosła z upływem czasu, według autorów prawdopodobnie, dlatego, że firmy uczą się jak bardziej efektywnie wdrażać własność pracowniczą akcji. Wcześniejsze zbiorcze badania i meta-analizy własności pracowniczej akcji również odnajdowały pozytywne średnio relacje z osiąganymi wynikami przez spółki, a tylko niewielki procent wyników tego typu badań wykazywał negatywne relacje<sup>37</sup>.

Według tej nowej meta-analizy, własność pracownicza ma:

- Pozytywny, choć niewielki, ale statystycznie istotny ( $R = 0,04$ ) wpływ na średnie wyniki spółek (wydajność wyższa o 4-5%);
- Podobne wyniki osiągnane są wśród małych i dużych firm;
- Badania wykazały wzmocnienie pozytywnego efektu z biegiem czasu;
- Badania nie wykazały znaczącej różnicy wyników pomiędzy grupą spółek prywatnych i giełdowych;
- Ale wykazały znaczące rozproszenie wyników - niektóre firmy radzą sobie świetnie, a inne nie;
- Badania nie wykazały, że publikacje były stronnicze (*publication bias*).

W tej analizie, jak i we wszystkich zbiorczych badaniach danych, własność pracownicza jest powiązana z:

- polityką zwiększania uprawnień pracowników (zaangażowanie pracowników, szkolenia, bezpieczeństwo pracy);

---

<sup>36</sup> J.R. Blasi, D.L. Kruse, i H.M. Markowitz, *Risk and lack of diversification under employee ownership and shared capitalism*, [w:] *Shared capitalism at work: Employee ownership, profit and gain sharing, and broad-based stock options*, University of Chicago Press 2010, s. 105-136, <http://www.nber.org/chapters/c8088.pdf>.

<sup>37</sup> E.H. O'Boyle, P.C. Patel, i E. Gonzalez-Mulé, *Employee ownership and firm performance: a meta-analysis: Employee ownership: a meta-analysis*, „Human Resource Management Journal”, 2016, t.26, nr 4, s. 425-448.

- niższym ryzykiem utraty pracy i innymi korzystnymi rezultatami, ale tylko w połączeniu z polityką wzmocnienia roli pracowników (*empowerment*).

**Strategiczne znaczenie kultury organizacyjnej w spółkach z własnością pracowniczą (z ESOP).** Naukowcy Mark Shanley i Abigail McWilliams z Universty of Illinois w Chicago postanowili zbadać kompleksowo firmy pracownicze (z ESOP), dlaczego radzą sobie przeciętnie lepiej niż firmy konwencjonalne, tj. bez własności pracowniczej, oraz dlaczego niektóre spółki z ESOP działają lepiej niż inne<sup>38</sup>. Autorzy zauważają, że ESOP mają podwójny charakter, są z jednej strony, narzędziem finansowania przedsiębiorstw, a z drugiej, narzędziem zarządzania zasobami ludzkimi. ESOP mogą pożyczać pieniądze w celu zakupu akcji spółki pracodawcy będąc w ten sposób mechanizmem pozyskiwania kapitału, restrukturyzacji bilansu, a także zmiany struktury zarządzania firmą. Zdaniem autorów jednak, ESOP (własność pracownicza), jako narzędzie zarządzania zasobami ludzkimi, może mieć znacznie większy wpływ na wyniki firmy, niż zmiany po prawej stronie bilansu<sup>39</sup>.

Autorzy analizując bogate dotychczasowe badania spółek z ESOP, stwierdzili, że własność pracowników ma potencjał, aby umożliwić menedżerom kształtowanie kultury organizacyjnej<sup>40</sup> w celu wsparcia strategii firmy. Wspierając strategię firmy, własność pracowników ma ich zdaniem status strategicznego wyboru. Ponadto, w zakresie, w jakim kultura organizacyjna jest odpowiednia dla strategii, prowadzi ona do osiągnięcia przewagi konkurencyjnej poprzez zwiększenie dostępności zasobów, przydatności tych zasobów dla firmy i elastyczność w alokacji zasobów w celu przeciwdziałania zagrożeniom i tworzenia szans konkurencyjnych. Dodatkowo, własność pracownicza ma potencjał zwiększenia zdolności konkurencyjnej i może uczynić ją zrównoważoną poprzez zwiększenie elastyczności zachowania siły roboczej w reagowaniu na zagrożenia i szanse środowiskowe, a więc szybko i tanio, ale wymaga to odpowiedniego zarządzania.

Dowody empiryczne wskazują, że sam ESOP nie jest wystarczającym warunkiem dla osiągnięcia lepszych wyników, ale musi być połączony z zarządzaniem partycypacyjnym. Powszechne wyjaśnienie, że zwiększona motywacja pracowników jest odpo-

---

<sup>38</sup> P.B. Thompson, M. Shanley, i A. McWilliams, *Ownership culture and strategic adaptability*, „Journal of Business Strategies”, 2013, t.30, nr 2, s. 145–179.

<sup>39</sup> Ibid., s. 146.

<sup>40</sup> Autorzy wcześniej badali rolę kultury organizacyjnej: P.B. Thompson, A. McWilliams, i M. Shanley, *Shared Capitalism and Corporate Strategy: A Resource-Based Examination of ESOPs as Strategic Human Capital Programs*, University of Illinois - Chicago 2011.

wiedzialna za wydajność ESOP, nie jest wystarczająca, ponieważ łączna motywacja nie jest istotnym czynnikiem na poziomie firmy. Zamiast tego bardziej przekonujące wyjaśnienie wskazuje na proces, w którym występuje zwiększona elastyczność strategiczna w kulturze własności.

Elastyczność strategiczna wynika z dwóch warunków: wspólnego ryzyka połączonego z powszechnym postrzeganiem sukcesu ESOP, jako celu grupowego. Oznacza to, że pracownik postrzega, że osiągnięcie jej indywidualnego celu zależy od osiągnięcia każdego z celów, a osiągnięcie trwałego sukcesu zapewni nagrody psychiczne oprócz materialnych nagród. Te dwa muszą wystąpić razem; żaden warunek nie jest wystarczający sam. Kiedy te dwa warunki są obecne, prowadzą do wspólnego zachowania, wydajności i strategicznej elastyczności. Kiedy osiąga się wspólny cel (wyższa cena akcji), jednostki doświadczają zaspokojenia potrzeb niższego rzędu (bogactwo) i potrzeb wyższego rzędu (wzrost, szacunek, samorealizacja).

**Wpływ ESOP na innowacyjność i konkurencyjność spółek i całej gospodarki.** Ostatnio przeprowadzone badania wyników spółek oraz ich innowacyjności (m.in. badano ilość i jakość zgłaszanych patentów przez pracowników) potwierdziły przekonanie, że im lepiej pracownicy są traktowani przez pracodawcę, to zatrudniająca ich spółka jest bardziej innowacyjna, bo pracownicy są bardziej kreatywni. Skrajnym, pozytywnym przykładem dobrego traktowania pracowników jest akcjonariat pracowniczy, w tym w szczególności w modelu ESOP. Uważa się, że innowacyjne spółki, w których wprowadzono akcjonariat pracowniczy, zwiększają innowacyjność, zaangażowanie i pomysłowość pracowników, w rezultacie spółki te stają się coraz bardziej innowacyjne. Gwarancji takiego dodatniego sprzężenia zwrotnego nie ma, ale szansa jest. Jak widać pozytywny wpływ na rozwój gospodarczy kraju jest wielowymiarowy, to nie tylko prosta motywacja do wytężonej pracy, ale również silny bodziec dla pracowników do innowacyjnych zachowań i pomysłów.

Rzeczywistość obecnego otoczenia konkurencyjnego zmusza firmy, aby zdobyć i zachować przewagę konkurencyjną, do skutecznego wprowadzania innowacji za pomocą efektywnego inwestowania swoich ograniczonych, cennych zasobów. Takim zasobem są pracownicy. Badanie wykonane przez Roberta Garrett'a<sup>41</sup> udowadnia, że

---

<sup>41</sup> R. Garrett, *Does Employee Ownership Increase Innovation?*, „New England Journal of Entrepreneurship”, 2010, t.13, nr 2, s. 37-45.

pracownicy stają się zmotywowani i zaangażowani w innowacyjne procesy w takim stopniu, w jakim uczestniczą, jako właściciele w firmie.

Jednym ze sposobów, w jaki firmy próbują wprowadzać innowacje, są inwestycje w działalność badawczo-rozwojową. Wydatki na badania i rozwój (R&D - *Research and Development*) to tradycyjne narzędzie wykorzystywane przez firmy w nadziei na rozwój innowacji. Jednym ze sposobów, aby spółka była innowacyjna, jest upewnienie się, że pracownicy są maksymalnie zmotywowani i zaangażowani w działalność organizacji, bo wtedy są maksymalnie kreatywni i innowacyjni. Dane przeanalizowane przez autora potwierdzają tezę, że własność pracownicza pozytywnie moderuje związek między intensywnością prac w zakresie badań i rozwoju, a innowacyjnymi rezultatami<sup>42</sup>.

W niedawno opublikowanym artykule *Harvard Business Review*<sup>43</sup> przytoczono wyniki badań, które pokazują, że firmy są bardziej innowacyjne, gdy:

- traktują pracowników dobrze;
- pracownicy czują, że ich sytuacja w pracy jest stabilna;
- firmy oferują opcje na akcje, także pracownikom na stanowiskach niemenedżerskich.

Czynniki te zapewniają pracownikom doraźny spokój w podejmowaniu krótkoterminowych ryzykownych decyzji, które w rezultacie są w interesie wspierania długoterminowego sukcesu firmy. Autor artykułu Walter Frick pisze, że jeśli niepowodzenie w krótkim okresie jest akceptowane, a nawet nagradzane, a pracownicy mają udział w długoterminowych wynikach firmy, to powinni częściej wprowadzać innowacje<sup>44</sup>. Wśród firm, które tak traktują swoich pracowników wymienia Google i Facebook. Dobre traktowanie m.in. takie, które zapewnia bezpieczeństwo, dobre relacje międzyludzkie, różnorodność zatrudnianych pracowników, sprawiedliwy system wynagrodzeń i premiowania, transparentny ład korporacyjny promujący etyczne zachowania.

---

<sup>42</sup> Ibid., s. 6–7.

<sup>43</sup> W. Frick, *When Treating Workers Well Leads to More Innovation*, „Harvard Business Review”, 2015.

<sup>44</sup> Ibid.



Jedno z ostatnich badań, na które powołuje się autor artykułu w HBR, przeprowadzili naukowcy z Uniwersytetu Monash i Uniwersytetu LaTrobe w Australii<sup>45</sup>. Porównali oni jak dobrze są traktowani pracownicy, z danymi patentowymi i stwierdzili, że firmy, które lepiej traktują pracowników, wytwarzają więcej patentów i to więcej wysoko cytowanych patentów. Ponadto firmy, które lepiej traktują pracowników uzyskały bardziej odpowiednie patenty dla sukcesu firmy, a więc patenty, które były lepiej dopasowane do istniejącej wiedzy i potrzeb firmy.

Naukowcy z Australii zbadali wpływ różnych schematów traktowania pracowników na innowacyjność firm. Okazało się, że firmy o lepszych systemach dobrego traktowania pracowników, wytwarzają więcej i to lepszych patentów, dzięki poprawie satysfakcji pracowników i pracy zespołowej. Dodatkowo wyniki badań sugerują, że spółki o lepszych systemach traktowania pracowników uzyskują patenty, które zwiększają wycenę rynkową i przyczyniają się do większej wydajności operacyjnej w przyszłości. Wyniki pokazują, że dobre traktowanie pracowników przynosi korzyści zarówno spółkom, jak i ich akcjonariuszom, a dobrze traktowani pracownicy zachęceni są do tworzenia wartościowej własności intelektualnej<sup>46</sup>.

Skoro dobre traktowanie pracowników, zapewnienie im stabilności zatrudnienia i zachęcanie ich do koncentrowania się na długoterminowych wynikach firmy, pobudzają innowacje, to zdaniem promotorów ESOP, spółki z ESOP są najlepiej przygotowane do innowacyjnej konkurencyjności<sup>47</sup>. Jest kilka zasadniczych powodów:

- ESOP oraz inne firmy pracownicze zapewniają lepsze bezpieczeństwo pracy;
- ESOP koncentrują uwagę pracowników na długoterminowych rezultatach - prawdopodobnie nawet bardziej efektywnie niż opcje na akcje;
- ESOP, które są sprawnie zorganizowane traktują pracowników jak właścicieli, czyli dobrze.<sup>48</sup>

W czasie Wielkiej Recesji firmy z akcjonariatem pracowniczym cztery razy rzadziej zwalniały pracowników niż te, które nie miały takiej własności. Dane z czerwca 2015 roku, kiedy gospodarka już wyraźnie wyszła z recesji, są jeszcze bardziej impo-

---

<sup>45</sup> C. Chen et al., *Be Nice to Your Innovators: Employee Treatment and Corporate Innovation Performance*, „Journal of Corporate Finance”, 2016.

<sup>46</sup> Ibid.

<sup>47</sup> T.E.A. Blog, *ESOPs: Naturally Built for Innovation?*, 2.02.2016, <https://esopassociationblog.org/2016/02/02/esops-naturally-built-for-innovation/>, [dostęp: 28.02.2016].

<sup>48</sup> Ibid.

nujące. Spółki posiadające akcje pracownicze były o siedem razy mniej skłonne do zwolnienia pracowników, niż inne firmy w tych ekonomicznie już zdrowszych czasach.

Kiedy pracownicy stają się współwłaścicielami, to wówczas są bardziej skłonni do koncentrowania się na biznesie spółki pracodawcy i jego długofalowych interesach. Zatem ESOP mogą być bardziej skuteczne w realizacji tych celów, niż opcje na akcje. Co więcej, ponieważ ESOP to plan emerytalny, to koncepcyjnie na ogół jest łatwiejszy do zrozumienia niż opcje na akcje. Pracownicy otrzymują te środki emerytalne, gdy opuszczają już spółkę, a to sprzyja podejmowaniu długoterminowych decyzji przez nich. Ponieważ fundusze ESOP są dystrybuowane tylko po odejściu ze spółki lub po przejściu na emeryturę, zachęca to pracowników do skupienia się na biznesie na czas trwania pracy, a nawet kariery - w perspektywie długoterminowej.

ESOP mogą być dobrze lub słabo zarządzane, ale te, które są dobrze zarządzane, zachęcają pracowników-właścicieli do uczestnictwa w działalności spółki, pozyskują ich opinie, umożliwiają im usprawnianie działalności, edukują ich w zakresie finansowego działania spółki. Kiedy właściciele-pracownicy uczestniczą w prowadzeniu firmy, to wówczas mają poczucie, że są traktowani dobrze i z szacunkiem, a właściwie to sami tak traktują siebie. Robiąc to w sposób naturalny, ESOP powinien wykonywać lepszą pracę, stymulując innowacje. Dlatego, ESOP są atrakcyjne zarówno dla pracowników, jak i dla biznesu<sup>49</sup>.

Własność pracownicza odgrywa szczególnie ważną rolę w innowacyjnych start-upach, w szczególności, w których zainwestowały fundusze kapitału podwyższonego ryzyka (VC - *Venture Capital*) stosujące tzw. strategię uderzeniową (*impact strategy investment*)<sup>50</sup>. Ta strategia obok celu osiągnięcia rentowności i wzrostu wartości spółki, chce osiągnąć cele korzystne społecznie i dla środowiska. Partnerzy VC wtedy dążą do generowania korzyści społecznych wraz z zyskami pieniężnymi, toteż poszukują spółek portfelowych dedykowanych obu celom.

W innowacyjnych start-upach droga do samowystarczalnej rentowności jest ryzykowna i trudna, a większość jej nie osiąga. Dlatego inwestorzy VC starają się poprawić te szanse poprzez motywację pracowników za pomocą akcjonariatu pracowni-

---

<sup>49</sup> Ibid.

<sup>50</sup> C. Geczy et al., *In Pursuit of Good & Gold: Data Observations of Employee Ownership & Impact Investment*, „Seattle UL Rev.”, 2016, t.40, s. 555.

czego. Przedmiotem przeprowadzonych badań jest, czy rzeczywiście własność pracownicza jest pomocna w takich przypadkach.

Jeśli pracownicy i inwestorzy oczekują, że start-up osiągnie w zrównoważony sposób cel rentowności z innym dobrze postrzeganym celem niefinansowym, to ryzyko porażki prawdopodobnie wzrośnie i pomnoży się. Osiągnięcie zysków jest zagrożone, a zrównoważenie konkurujących celów staje się problemem motywacyjnym pracowników. Funduszy inwestycyjne, stosujące w spółkach portfelowych strategię uderzeniową, aby zrównoważyć i ujednoczyć (*balance and align*) interesy, zdaniem autorów powinny stosować własność pracowniczą. Wtedy można przyciągnąć do spółki odpowiednich pracowników, a następnie zachęcić ich do pracy, pozostania i dzielenia się najlepszymi pomysłami. Może pomóc w rekrutacji i zatrzymaniu najlepszych pracowników, a także może zneutralizować koszty agencji (*agency costs*)<sup>51</sup> poprzez dostosowanie interesów pracowników i innych udziałowców<sup>52</sup>.

Autorzy badają zarówno zastosowanie w celu motywacyjnym planów ESOP, czyli planów emerytalnych podatkowo kwalifikowanych, niekwalifikowanych planów własności (*Restricted Stock Plans*), oraz planów opcji na akcje (*Nonqualified and Qualified Employee Stock Option Plans*). Badanie wykazały pozytywny wpływ i rolę każdego sposobu upowszechniania własności pracowniczej na osiąganie rezultatów badanych spółek.

Jak można i należy dobrze traktować pracowników w nowej cyfrowej gospodarce opartej na wiedzy opisuje niedawny artykuł w *Harvard Business Review* o wiele znaczącym tytule „Więcej niż wypłata”<sup>53</sup>.

Wprawdzie ważnym elementem jest zaoferowanie pracownikom bezpośredniego udziału w wynikach firmy poprzez własność akcji pracodawcy wpływające na konta emerytalne, to ważny jest też drugi element – możliwość uczenia się zasad funkcjonowania biznesu. Tak uzyskana znaczna i wartościowa wiedza, daje pracownikom szansę, aby mogli z łatwością przejść do innej pracy, innej firmy lub nawet innej branży. Dzięki uczeniu się zyskują elastyczność, a elastyczność zapewnia bezpieczeństwo. Zdaniem autorów kultura własności i możliwości uczenia się są ściśle ze sobą powiązane. Mogą one pomóc firmom w przyciąganiu i zatrzymywaniu najbardziej

---

<sup>51</sup> Problem agencji (i związane z nim koszty) występuje, gdy agent (np. pracownik) ma inne interesy i bodźce, niż zleceniodawca (np. menedżer), który zatrudnił tą osobę do wykonania zadania.

<sup>52</sup> C. Geczy et al., *In Pursuit of Good & Gold...*, op. cit., s. 505, 604–605.

<sup>53</sup> D. Campbell, J. Case, i B. Fotsch, *More Than a Paycheck*, „Harvard Business Review”, 2018.

utalentowanych pracowników i zyskać przewagę nad konkurencją. W tym celu powinno stosować się trzy podstawowe zasady.

- Zapoznaj i naucz pracowników, jaką firma ma ekonomię (model biznesowy), która odzwierciedla to, co cenią jej klienci i tworzy dla nich wartość. Najlepiej, aby zidentyfikować jeden kluczowy wskaźnik, który definiuje ekonomię firmy.
- Zachęcaj pracowników, aby śledzili ten wskaźnik i dążyli do poprawy związanych z nim wyników, poprzez podejmowanie lepszych decyzji i zarządzanie parametru, które obserwują.
- Udostępniaj pracownikom informacje o wynikach związanych wyższą wydajnością.

Nowa kultura własności pracowniczej obejmuje nie tylko myślenie i zachowanie jak właściciele firmy, ale również działanie jak biznesmeni, a nie tylko jak wynajęci pracownicy. Dla każdego pracownika oznacza to bycie odpowiedzialnym za śledzenie i zarządzanie kluczowymi wskaźnikami i zastanawianie się, jak poprawić wydajność pracy. Każda firma w nowej gospodarce powinna stworzyć system, który zachęca do własności pracowniczej zarządzanie partycypacyjnego, oraz kulturę, która pomaga pracownikom uczyć się biznesu i poprawiać jego wyniki<sup>54</sup>.

**Wpływ ESOP na zamożność pracowników i społeczeństwa.** Jared Bernstein badał, czy plany ESOP mogą pomóc w zmniejszeniu nierówności dochodów między pracownikami, a szerzej pomiędzy najbogatszymi posiadającymi w swych rękach skoncentrowaną własność na rynku akcji, a zwykłymi pracownikami<sup>55</sup>. Jego badania dowiodły, że zwiększając zasięg własności kapitału, pracowniczych planów własność akcji, czyli planów ESOP, zmniejszać się będą nierówności majątkowe. Jeśli plany ESOP mogłyby się swobodnie rozprzestrzeniać, wspierane przez mądrą politykę rządu federalnego, to więcej pracowników w całym kraju skorzystałoby z efektów wyrównywania poziomu dochodów przez ESOP<sup>56</sup>. Raport Bernsteina stwierdza również, że ESOP nie powodują zastąpienia płac pracowniczych, własnością akcji pracowni-

---

<sup>54</sup> Ibid.

<sup>55</sup> J. Bernstein, *ESOP-Study-Final.pdf*, Employee-Owned S Corporations of America. styczeń 2016, <http://esca.us/wp-content/uploads/2016/01/ESOP-Study-Final.pdf>.

<sup>56</sup> R. Buchele, L. Rodgers, i A. Sharf, *Show Me the Money: Does Shared Capitalism Share the Wealth?*, [w:] *Shared Capitalism at Work: Employee Ownership, Profit Sharing, Gainsharing, and Broad-based Stock Options*, University of Chicago Press 2010, Chicago, s. 174–183.

czych. W rzeczywistości jest odwrotnie, wraz ze wzrostem własności pracowniczej nierówności płacowe również spadają<sup>57</sup>.

Bernstein stwierdził, że ESOP przyczyniają się do zmniejszenia nierówności dochodów, w co najmniej dwóch kierunkach. Po pierwsze, zwiększają zarobki dla pracowników o niższych dochodach w porównaniu do osób o wyższych dochodach. Pomagają też pracownikom o niższych dochodach uzyskać większy udział w zyskach swojej firmy, który dotychczas był przywilejem i koncentrował się wśród najlepiej zarabiających, najbogatszych w firmie<sup>58</sup>.

**Krytyczna analiza odporności spółek ESOP przed, w trakcie i po kryzysie finansowym *subprime*.** W roku 2017 Fidan Ana Kurtulus i Douglas L. Kruse przedstawili wyniki swoich badań dotyczących zachowania się spółek z ESOP w ostatnich dwóch recesjach w okresie 1999-2011<sup>59</sup>. Starali się zbadać po okresie Wielkiej Recesji, czy spółki z ESOP posiadają cechy, które w jakikolwiek sposób pozwoliły im przetrwać trudne okres spowolnienia gospodarczego oraz, czy istniał wpływ (efekt) własności pracowniczej na stabilność zatrudnienia i zdolność przetrwania firmy w niesprzyjających okolicznościach szoków popytowych.

Autorzy przedstawili nowe dowody łączące własność pracowniczą ze zwiększoną stabilnością zatrudnienia i trwałym przetrwaniem firm w okresie spowolnienia gospodarczego. W tym celu porównali oni zachowanie się spółek z własnością pracowniczą i im podobnymi firmami w czasie dwóch ostatnich recesji i stwierdzili, że istnieje makroekonomiczny efekt własności pracowniczej w okresach presji recesyjnej, która zazwyczaj zmniejsza bezrobocie, a jednocześnie pomaga ustabilizować gospodarkę.

Analiza autorów prezentuje dużą liczbę empirycznych dowodów na kluczową rolę własności pracowniczej na stabilność zatrudnienia w czasie recesji, a także podkreśla znaczenie polityki rządu, która zachęca i taktuje własność pracowniczą, jako narzędzie polityki do ograniczenia bezrobocia w okresie recesji. Wyniki badań dowiodły, że spółki z własnością pracowniczą z mniejszym prawdopodobieństwem zmniejszają zatrudnienie, gdy negatywne wstrząsy ogarną całą gospodarkę, czy nawet, gdy wstrzą-

---

<sup>57</sup> J. Bernstein, *ESOP-Study-Final.pdf...*, op. cit., s. 7.

<sup>58</sup> Ibid., s. 9-14.

<sup>59</sup> F.A. Kurtulus i D.L. Kruse, *How Did Employee Ownership Firms Weather the Last Two Recessions? Employee Ownership, Employment Stability, and Firm Survival: 1999-2011*, W.E. Upjohn Institute 2017, [http://research.upjohn.org/up\\_press/241/](http://research.upjohn.org/up_press/241/).

sy dotyczą tylko pojedynczych firm<sup>60</sup>. Badania wykazały, że w rzeczywistości spółki z ESOP miały wyższy wskaźnik przeżywalności w latach 1999-2010, o ok. 21%. Natomiast spółki bez lub z nieliczną własnością pracowniczą z dużo większym prawdopodobieństwem doświadczały bankructwa lub likwidacji w okresie recesji.

Zdaniem autorów głównym powodem tej zwiększonej stabilności zatrudnienia i szansy przeżycie spółki był prawdopodobnie związek między własnością pracowniczą, a wyższą produktywnością pracowników spółki.

Spółki z własnością pracowniczą (głównie z ESOP) utrzymywały zatrudnienie większej ilości pracowników podczas recesji, co przyniosło długoterminowe korzyści w postaci ich produktywności. Pomagało to w zatrzymaniu w spółce pracowników o umiejętnościach i kwalifikacjach najbardziej potrzebnych w spółce, a jednocześnie rozwijało relacje, które wspierają silną i pozytywną kulturę miejscu pracy.

Kurtulus i Kruse w zakończeniu stwierdzili, że zbadany przez nich materiał dowodowy wskazał, że pomimo teoretycznego problemu gapowicza (*free rider*) i zarzutów dotyczących nadmiernego ryzyka finansowego dla pracowników, własność pracownicza powiązana była z większą wydajnością, zaangażowaniem i lepszą współpracą pracowników, aby osiągnąć cele firmy, niższą fluktuacją kadr, wyższymi wynagrodzeniami i zamożnością pracowników, a także z lepszymi wynikami na poziomie firmy, takimi jak wyższa produktywność, większa stabilność zatrudnienia i trwale przetrwanie firmy. Te korzyści, a w szczególności większa stabilność i przetrwanie firm, które mogą pomóc całej gospodarce poprzez zmniejszenie bezrobocia i przeciwdziałanie presji recesji, mogą zdaniem autorów stanowić poważne uzasadnienie dla szerokiego rządowego wsparcia, aby upowszechnić programy własności pracowniczej<sup>61</sup>.

Wzrost był wyjątkowo słaby przed, a tym bardziej po okresie Wielkiej Recesji, co spowodowało, że niektórzy naukowcy i analitycy sądzili, że gospodarka USA wkroczyła w nową erę ekonomiczną niskiego, a co najwyżej umiarkowanego wzrostu. Gdyby okazało się to prawdą, to zwiększyłyby się znaczenie polityki pobudzania wzrostu<sup>62</sup>.

---

<sup>60</sup> F.A. Kurtulus i D.L. Kruse, *The Effect of Employee Ownership on Employment Stability and Firm Survival During the Past Two Recessions*, „Employment Research”, 2017, t.24, nr 1, s. 5.

<sup>61</sup> F. Kurtulus i D. Kruse, *How Did Employee Ownership Firms Weather the Last Two Recessions?: Employee Ownership, Employment Stability, and Firm Survival in the United States: 1999-2011*, Upjohn Press, 2017, [http://research.upjohn.org/up\\_press/241](http://research.upjohn.org/up_press/241).

<sup>62</sup> Wielu ekonomistów głównego nurtu w USA wspierających Demokratów, np. uważało, że od kilkunastu lat normalna stopa wzrostu gospodarczego to 1%, a co najwyżej 2%. Z poglądami tymi nie zgadzali się ekonomiści, którzy przygotowali Plan Ekonomiczny dla Republikańskiego kandydata pa prezydenta USA

Dowody, że spółki z własnością akcji pracowniczych osiągają lepsze wyniki niż inne sugerują, że strategie, które upowszechniają własność mogłyby zwiększyć tempo wzrostu w USA. Dowody, że spółki z własnością pracowniczą lepiej zachowują miejsca pracy i pozwalają spółką przetrwać recesję lepiej niż inne, sugerują, że strategie, które upowszechniają własność mogą pomóc ustabilizować gospodarkę, kiedy pojawi się następny recesja gospodarcza<sup>63</sup>.

**Wpływ stosowania ESOP na budżet państwa poprzez dochody podatkowe i koszty bezrobocia.** Szacunki dotyczące wartości ulg podatkowych dla ESOP oszacowanych przez Wspólny Komitet ds. Podatków (*Joint Committee on Taxation*) w Kongresie wynoszą 2,1 i 2,2 miliarda USD rocznie w latach odpowiednio 2018 i 2019, a 24,7 miliarda USD w okresie najbliższych dziesięciu lat, tj. 2018-2027<sup>64</sup> (koszty podatkowe planów typu o zdefiniowanej składce DC wyniosą odpowiednio 71,2 , 80,5 i 1052 miliardów USD, planów typu o zdefiniowanych świadczeniach DB 77,0 , 77,3 i 736 miliardów USD w tych samych okresach). Nie są przeprowadzone szacunki, a przynajmniej nie są znane wyniki dla wszystkich innych planów wynagrodzeń wspieranych przez władze USA planów poszerzania akcjonariatu pracowniczego czy ogólnie planów własności akcji dla szerszego ogółu w publikacji Wspólnego Komitetu ds. Podatków lub Ministerstwa Skarbu (Finansów)<sup>65</sup>.

Jak jednak zauważył już wcześniej jeden z badaczy problematyki ESOP S. Freeman<sup>66</sup>, wielu uważa, że jakimkolwiek wzrost wpływów podatkowych jest korzyścią dla społeczeństwa, a jakkolwiek redukcja wpływów podatkowych to kosztu, dlatego ta druga, czyli ulgi podatkowe to szkodliwa zmiana polityki podatkowej. Jego zdaniem prawidłowo postrzegany wzrost dochodów podatkowych nie jest ani korzyścią, ani kosztem dla społeczeństwa, a jedynie transferem środków od podatników do rządu. Podobnie, redukcja dochodów podatkowych nie jest ani korzyścią, ani kosztem dla społeczeństwa, ale raczej jest transferem w przeciwnym kierunku - od rządu do podatników. W związku z tym, o ile przepisy przyznające ESOP i jej uczestnikom okre-

---

Donalda Trumpa, twierdząc, że aktywną polityką obniżki podatków, deregulacji i renegocjacji umów handlowych, można osiągnąć stopę wzrostu w wysokości 3-4%.

<sup>63</sup> J. Blasi, D. Kruse, i R. Freeman, *Having a Stake: Evidence and Implications for Broad-based Employee Stock Ownership and Profit Sharing*, „Third Way NEXT”, 2017, s. 21.

<sup>64</sup> Dla porównania, w roku 2018 przewidywane wydatki budżetowe wyniosą 4,01 biliona (4010 miliardów) USD, gdy przewidywany US GDP powinien wynieść 20,24 biliona USD.

<sup>65</sup> *Income Tax Expenditures FY2018-2027 Projected Effect*, Washington, D.C.: U.S. Department of Treasury, Office of Tax Analysis, October 16, 2017.

<sup>66</sup> S.F. Freeman i M. Knoll, *S corp ESOP legislation benefits and costs: Public policy and tax analysis*, „Organizational Dynamics Working Papers”, 2008, s. 4.

ślone zachęty podatkowe zwiększają dochód narodowy, to gospodarka kraju czerpie korzyści netto w wyniku tych zachęt, niezależnie od wpływu tych przepisów na dochody podatkowe. Jednak w okresie wysokiego deficytu budżetu federalnego, można uznać spadek dochodów podatkowych za koszt ESOP, które należy zrównoważyć z innymi korzyściami.<sup>67</sup>

Bezrobocie jest z kolei kosztem dla rządu federalnego, zwłaszcza, jeśli chodzi o federalne wypłaty za zasiłki dla bezrobotnych i utracone wpływy podatkowe związane z zatrudnieniem. C. Rosen badał ten problem i oszacował koszt dla rządu federalnego w wyniku równic zwolnień w spółkach z ESOP w porównaniu do reszty gospodarki. Badanie wykazały, że w roku 2014 można oszacować oszczędności budżetu federalnego wynikające z niskiej utraty miejsc pracy wśród pracowników-współwłaścicieli na poziomie około 17 miliardów dolarów dla wszystkich współwłaścicieli spółek pracodawców i około 8 miliardów dolarów tylko dla samych uczestników ESOP. W 2010 roku, w okresie recesji, liczby wynosiły odpowiednio 37 miliardów dolarów i 16 miliardów dolarów. W okresie bez recesji, tj. w latach od 2002 do 2006, średnie roczne oszczędności wyniosły 16 miliardów dolarów dla wszystkich planów i 6 miliardów dolarów rocznie dla planów ESOP<sup>68</sup>.

Oszczędności te należy porównać z szacunkowymi kosztami i ulgami podatkowymi specyficznymi dla planów ESOP, które w roku 2014 wynosiły 1,9 mld USD, a to jasno pokazuje, że plany ESOP są doskonałą inwestycją z punktu widzenia federalnego systemu podatkowego<sup>69</sup>.

---

<sup>67</sup> Ibid., s. 7.

<sup>68</sup> C. Rosen, *The Impact of Employee Ownership and ESOPs on Layoffs and the Costs of Unemployment to the Federal Government*, NCEO - Employee Ownership Foundation, lipiec 2015, <http://www.nceo.org/assets/pdf/articles/Employee-Ownership-and-Unemployment, 2015.pdf>.

<sup>69</sup> Ibid., s. 10.



## 5. Podsumowanie, wnioski i rekomendacje

**Propozycja koncepcji polskiego ESOP, jako planu emerytalnego upowszechniającego własność pracowniczą.** Dotychczasowa praktyka wprowadzania i upowszechniania własności pracowniczej w Polsce, wprawdzie chętnie odwoływała się do amerykańskiego pierwowzoru, czyli ESOP, ale poprzestawała na deklaracjach, ponieważ rozwiązania wprowadzane w życie były bardzo odległe od tego właśnie modelu akcjonariatu pracowniczego. Prawdopodobnie, dlatego tworzona własność pracownicza w Polsce była tak nietrwała oraz doświadczenia zdobyte raczej je kompromitują. W przeświadczeniu społecznym, opartym m.in. na tych niedobrych doświadczeniach, wartość własności pracowniczej jest niewielka. Te powszechne poglądy są rezultatem instrumentalnego traktowania własności pracowniczej, jako niechcianego, ale koniecznego elementu polskiej prywatyzacji. Można powiedzieć, że bez pozorowego, bo nietrwałego upowszechnienia własności, nie można by przeprowadzić tak szybko i w tak dużym zakresie programu prywatyzacji w Polsce.

Gdyby ta prywatyzacja zawierała w sobie rozwiązania oparte o rzeczywiste i konkretne doświadczenia amerykańskiego ESOP, dzisiejsze odczucia społeczne mogłyby być bardziej przychylne własności pracowniczej. Wiele kluczowych cech tego rozwiązania, gdyby były wykorzystane w Polsce, mogłyby przeszkodzić w wielu planowanych przekształceniach własnościowych, utrudniałyby akumulację i koncentrację bogactwa w nielicznych rękach.

W międzyczasie był jednak jeden projekt, mało znany, który jednak odwoływał się do wielu pozytywnych i ważnych cech amerykańskiego ESOP, był to projekt z roku 1996 ustawy o pracowniczych funduszach emerytalno-powierniczych. Te kluczowe i ważne cechy to:

- uznanie upowszechnienia własności pracowniczej, jako możliwości akumulacji długoterminowej środków, które będzie można w przyszłości wykorzystać, jako uzupełnienie do świadczeń emerytalnych wypłacanych w systemie ubezpieczeń powszechnych ZUS;
- wykorzystanie koncepcji funduszu powierniczego, który został wówczas wprowadzony do polskiego obrotu prawnego, jako pożądana forma organizacji i zarządzania grupowymi inwestycjami kapitałowymi, koncepcji, która

w dużym stopniu odpowiadała, było podobna do konstrukcji anglosaskiego trustu,

- zaproponowanie możliwości zastosowania ulg podatkowych dla tego przedsięwzięcia.

Ten projekt miał też swoje wady i uproszczenia, ale i tak był koncepcyjnie dużo bardziej zaawansowany i bliższy amerykańskiemu wzorcowi ESOP. System emerytalny wówczas nie miał jeszcze tych problemów, które zaczęły pojawiać się w późniejszym okresie, dziś trudności ze zbilansowaniem systemu ZUS są już widoczne i oczywiste jest, że bez twórczych, dodatkowych rozwiązań trudno będzie te równowagę przywrócić. Jednym z pomysłów jest próba przyspieszonej akumulacji oszczędności poprzez projekt pracowniczych planów kapitałowych, jako elementu Planu Odpowiedzialnego Rozwoju (SOR) premiera Mateusza Morawieckiego, oszczędności, które w przyszłości będą źródłem dodatkowych wypłat świadczeń emerytalnych.

Innym źródłem dodatkowej emerytury może i powinna być dobrze przygotowana koncepcja polskiego ESOP, która pozbawiona byłaby wad dotychczasowych nieudanych rozwiązań, a możliwie dużo czerpałaby z oryginału, który doskonale się sprawdził w amerykańskich realiach gospodarczych. Pewna uproszczona wersja, ale zawierająca jednak najważniejsze cechy mogłaby zmniejszyć dotkliwość oczekiwanych trudności związanych z przyszłością ZUS. Wprawdzie ESOP nie mógłby być zastosowany powszechnie, ale nie powinien kolidować z PPK, a raczej uzupełniałby to rozwiązanie.

**Podsumowanie - model ESOP, jako jedno z możliwych przyszłych rozwiązań systemu emerytalnego i wsparcia ładu korporacyjnego w Polsce.** Badania efektywności modelu ESOP w USA, wielokrotnie i niezwykle skrupulatnie przeprowadzane, wykazały, z jednej strony, że ESOP, jako instrument upowszechniania własności pracowniczej przyczynia się do większej efektywności ekonomicznej spółek, w których jest stosowany. Z drugiej strony, wyniki badań ESOP, jako źródło akumulacji dodatkowych aktywów emerytalnych dla pracowników, tworzy te aktywa sprawnie i bezpiecznie. Pracownicy zatrudnieni w spółkach z ESOP mają, z jednej strony nieco wyższe przeciętnie wynagrodzenia, z drugiej, dużo większe aktywa emerytalne, a więc w przyszłości dużo wyższe świadczenia emerytalne.

Spółki z ESOP taniej od konkurentów pozyskują kapitał inwestycyjny (w modelu ESOP lewarowanego), spółki sprzyjają innowacyjności pracowników, są, więc bardziej konkurencyjne. W okresach ogólnych trudności ekonomicznych, spółki z ESOP mają większe szanse na przetrwanie trudności, a pracownicy większe szanse na utrzymanie zatrudnienia.

Marc Mathieu – ekonomista i dyrektor Europejskiej Federacji Akcjonariatu Pracowniczego w udzielonym ostatnio wywiadzie powiedział, że Stany Zjednoczone to kraj o najbardziej rozwiniętej takiej formie własności<sup>70</sup>. Co więcej, jak słusznie zauważył, najlepszym, jego zdaniem, jest właśnie ten amerykański model, bo pracownicy na objęcie akcji nie wydają swoich pieniędzy, a mogą się stać nawet 100% właścicielami zatrudniającej ich spółki.

Wartość aktywów w ESOP to już ponad 1,3 biliona dolarów, a uczestniczy w nich 15 milionów pracowników, co oznacza, że co ósmy pracownik (ok. 12,5%) zatrudniony w prywatnych spółkach pracuje u siebie w USA. To tak jakby w Polsce współwłaścicielami swojego miejsca pracy było od 1 do 2 milionów pracowników (w zależności od punktu odniesienia tego szacunku). Wartość ESOP to 7,5% amerykańskiego produktu narodowego brutto (GDP), a to jest równoważne trzykrotności polskiego GDP. Mathieu przypomniał, że coroczne ok. 2 miliardy dolarów ulg podatkowych dla ESOP, przekłada się na zwiększenie obrotów gospodarczych o ok. 17 miliardów dolarów rocznie.

Aby ESOP był sprawiedliwy i bezpieczny dla pracowników utworzono dość złożony system regulacji, a po spełnieniu ich warunków wszyscy uczestnicy systemu (instytucje finansujące, pracodawcy, dotychczasowi udziałowcy oraz pracownicy) uzyskiwali atrakcyjne zachęty i ulgi podatkowe. To sprzyjało rozwojowi własności pracowniczej w modelu ESOP. Dodać należy, że ESOP tylko dlatego, że jest planem emerytalnym (a nie dlatego, że służy upowszechnieniu własności) cieszy się tak korzystnymi i licznymi ulgami i zachętami podatkowymi. A te mają sens jedynie w dochodowych spółkach.

Te wszystkie pozytywne ekonomiczne i społeczne rezultaty zastosowania modelu ESOP w USA, są do powtórzenia w Polsce, pod warunkiem, że polski model ESOP będzie, jak najbardziej zbliżony do pierwowzoru, po uwzględnieniu różnic w prawie i innych lokalnych ograniczeń i specyfiki. W Polsce jednak, zamiast korzystać z doświadczeń najlepszego rozwiązania, czyli amerykańskiego - oryginalnego, wybierano

---

<sup>70</sup> S. Stodolak, *Akcjonariat pracowniczy nie spodoba się związkowcom [wywiad z Marc Mathieu]*, Obserwator Finansowy, 2014, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/makroekonomia/akcjonariat-pracowniczy-nie-spodoba-sie-zwiazkowcom/>, [dostęp: 19.01.2017].

za wzór do naśladowania jego nieudaną i nadmiernie upuszczoną i celowo ograniczoną kopie, czyli europejski model ESOP. Prawdopodobnie, dlatego nie uzyskano dotąd żadnych pozytywnych rezultatów wdrażania własności pracowniczej w Polsce, a tym trudniej jest mówić o upowszechnianiu akcjonariatu pracowniczego. Również niewiele jest informacji o ewentualnych sukcesach ekonomicznych ułomnego modelu ESOP w UE, zapewne dlatego, że jest to słaby, ubogi model, a na pewno nie jest to element tamtejszych dodatkowych systemów emerytalnych.

Pełny, kompletny model ESOP jest zbyt złożony i skomplikowany, aby go w podobnej postaci próbować powielać w Polsce. Te właśnie cechy powodują, że jest model kosztowny, zbyt kosztowny na warunki polskie. Ale, z drugiej strony, oparty jest na ponad czterdziestoletniej historii wykorzystania go, co pozwoliło na liczne i wartościowe udoskonalenia.

Zasadniczo nie jest ważne, czy powinien to być plan emerytalny, który przy okazji upowszechnia własność pracowniczą, czy też odwrotnie, jest to po pierwsze akcjonariat pracowniczy, który pozwala pracownikom gromadzić rosnące pakiety akcji spółki pracodawcy, aby je spieniężyć w momencie przejścia na emeryturę. Ważne jest jednak to, aby to nie był kolejny program oszczędnościowy, bo np. i tak większa wartość dla pracowników będzie jednak miał PPK (będzie zdywersyfikowany, elastyczny, tani i inwestycyjnie profesjonalnie zarządzany).

Polski ESOP powinien być możliwy do utworzenia, jako zakładowy pracowniczy plan emerytalny w każdej spółce, zatrudniającej np., co najmniej 20 pracowników. Im większa spółka, tym bardziej złożony i skomplikowany (a więc i droższy) mógłby być taki plan. Powinien być ściśle regulowany i nadzorowany przez instytucje państwowe, takie jak Ministerstwo Pracy i Spraw Socjalnych i Ministerstwa Finansów/Urząd Skarbowy

W miarę możliwości, powinny być zachowane trzy podstawowe cechy ESOP i dlatego powinien:

- mieć prawo do pożyczania pieniędzy na swoją statutową działalność,
- móc inwestować ponad 10% aktywów (a właściwie ponad 50% swoich środków) w akcje pracodawcy,

- akcje najlepiej, gdyby były gromadzone w funduszu powierniczym<sup>71</sup>, który byłby instytucją zewnętrzną w stosunku do spółki.

Prawo do uczestnictwa powinni zasadniczo mieć wszyscy stali pracownicy, a warunki uzyskiwania prawa do akcji nie powinny faworyzować najwyżej zarabiających w spółce. Pracodawca, firma powinna utworzyć fundusz powierniczy dla pracowników, którego zadaniem byłoby gromadzenie i zarządzanie majątkiem wyłącznie w interesie jego beneficjentów, w tym wypadku pracowników. Polski ESOP byłby zobowiązany do inwestowania posiadanych środków w większości (zwykle nie mniej niż 50% posiadanych aktywów) w akcje spółki pracodawcy. Pracodawca wpłacałby do funduszu powierniczego albo gotówkę, albo wnosił swoje akcje, ale mógłby też pożyczyć pieniądze (np. od banku) na zakup akcji pracodawcy (w tym również od dotychczasowych właścicieli). W przypadku kredytu, powinna być możliwość zabezpieczenia na zakupionych akcjach oraz majątku pracodawcy.

Pracodawca mógłby odpożyczać środki kredytowe funduszowi powierniczemu, (czyli ESOP), ale później to pracodawca wpłacałby do planu środki pieniężne, tak, aby spłacić ten tzw. wewnętrzny kredyt. Składki wniesione do planu powinno można by odliczyć od podatku dochodowego, a w koszty wliczone mogłyby być nie tylko odsetki, ale i spłata rat kapitałowych od kredytu. To byłby najtańszy kredyt, który można by przeznaczyć na inwestycje i działalność operacyjną. Pracownicy nie płaciliby podatku od wkładów do ESOP (sukcesywnie alokowanych na ich indywidualne konta) do momentu otrzymania akcji, tj., gdy opuszczą firmę lub będą przechodzić na emeryturę. Tak otrzymane akcje odchodzący pracownicy będą mogli albo sprzedać na rynku, (gdy są to akcje spółki giełdowej) lub powinni mieć prawo i obowiązek sprzedać je z powrotem do firmy/funduszu powierniczego, (gdy spółka jest prywatna, nie jest notowana na giełdzie).

Pracownicy w ESOP, jako beneficjenci tego planu byliby właścicielami spółki pracodawcy pośrednio, właścicielem ich pakietów byłby bezpośrednio fundusz powierniczy. Pracownicy nie mieliby pełnych praw, jako akcjonariusze w spółkach pozagiełdowych, (ale w giełdowych mieliby już pełne prawa). Nie mieliby możliwości, aby swobodnie sprzedać przyznanych im akcji dowolnemu kupującemu. Musieliby je odsprzedać ESOP, ale w ten sposób, spółka pracownicza pozostałaby w obrocie w sposób trwały. Pracownicy powinni mieć jednak prawo do informacji o wynikach finan-

---

<sup>71</sup> Można by reaktywować instytucję funduszu powierniczego z lat 90-tych lub wykorzystać inne rozwiązania powiernicze, które są jednak stosowane w polskim systemie prawnym, jak np. instytucja komisu.

sowych spółki, oraz prawo do podejmowania najważniejszych decyzji spółki, np. sprzedaży inwestorowi zewnętrznemu. W sprawach bieżących lub mniejszej wagi, prawa właścicielskie wykonywałby powiernik funduszu powierniczego, musi jednak swoje decyzje mógłby podejmować wyłącznie w interesie beneficjentów ESOP, czyli pracowników.

Odpowiednio, ale finansowo znacząco powinny być zmodyfikowane przepisy o podatkach dochodowych od osób fizycznych (PIT) i prawnych (CIT), a by ulgi i przywileje podatkowe skłaniały pracodawców i pracowników do wprowadzeni polskiego ESOP.

**Potencjalne korzyści zastosowania modelu ESOP w polskim systemie emerytalnym.** Polskie ESOP gromadziłyby aktywa emerytalne na rzecz uczestniczących w nich pracowników, zwykle byłaby to zdecydowana większość mniej lub średnio zarabiających pracowników. Ponieważ niektóre prognozy przewidują, że za kilkanaście lat państwowy system emerytalny ZUS znacznie obniży wypłaty emerytur lub może nawet zbankrutuje, aktywa zgromadzone w ESOP, choć części przyszłych emerytów zapewnią godziwą emeryturę. Taki jest główny cel polskiego ESOP. Ale jest i drugi, nie mniej ważny.

Wraz ze starzeniem się społeczeństwa, nie tylko lawinowo powiększy się udział emerytów, czyli byłych pracowników w całej populacji, ale również masowo będą przechodzić na emeryturę właściciele małych prywatnych firm. Polski model ESOP będzie stanowił dla nich najkorzystniejszą formułę wyjścia i przekazania firmy w ręce pracowników. To rozwiąże tzw. problem sukcesji, gdy dotychczasowi właściciele nie mają spadkobierców, lub ci nie mają środków, aby przejąć firmę.

Hipotezy pracy postawione na początku wydają się być pozytywnie zweryfikowane i udowodnione poprzez krytyczną analizę najważniejszych badań naukowych i konkretnych praktycznych rezultatów zastosowania modelu ESOP w gospodarce. Zastosowanie dobrze przygotowanego modelu ESOP w Polsce powinno:

- skutecznie i ekonomicznie uzupełnić inne dotychczasowe oraz proponowane rozwiązania emerytalne;
- częściowo zmniejszyć zagrożenie niską wypłatą emerytury dla dużych grup pracowników;

- przynieść konkretne pozytywne korzyści gospodarce, wpłynąć na wzrost gospodarczy poprzez większą wydajność pracy, tworzenie i utrzymanie miejsc pracy, zmniejszenie fluktuacji kadr, sprzyjanie innowacyjności;
- pozwolić na bardziej równomierną i sprawiedliwą dystrybucję dochodów i bogactwa w społeczeństwie;
- współtworzyć i poszerzyć odpowiedzialność pracowników za wyniki spółki oraz wspomóc działanie nieantagonistycznego ładu korporacyjnego, co powinno przyczyniać się do zmniejszania napięć społecznych wewnątrz spółek i w społeczeństwie;
- pomóc rozwiązać problem sukcesji w niektórych spółkach rodzinnych.

Im bardziej polska wersja akcjonariatu pracowniczego przypominać będzie amerykański wzorzec ESOP, a więc będzie to plan emerytalny, tym większa będzie szansa powodzenia tego przedsięwzięcia. Tym większy będzie pozytywny wpływ na rozwój gospodarczy, innowacyjność Polski, tworzenie polskiego kapitału, oraz na wielkość aktywów emerytalnych w rękach pracowników.

## 6. Bibliografia streszczenia:

- Anderson S.M., *Risky Retirement Business: How ESOPs Harm the Workers They Are Supposed to Help*, „Loyola University Chicago Law Journal”, 2009, t.41.
- Bernstein J., *ESOP-Study-Final.pdf*, Employee-Owned S Corporations of America. styczeń 2016, <http://esca.us/wp-content/uploads/2016/01/ESOP-Study-Final.pdf>.
- Blasi J., Kruse D., i Freeman R., *Having a Stake: Evidence and Implications for Broad-based Employee Stock Ownership and Profit Sharing*, „Third Way NEXT”, 2017.
- Blasi J.R., Kruse D.L., i Markowitz H.M., *Risk and lack of diversification under employee ownership and shared capitalism*, [w:] *Shared capitalism at work: Employee ownership, profit and gain sharing, and broad-based stock options*, University of Chicago Press 2010, s. 105–136, <http://www.nber.org/chapters/c8088.pdf>.
- Blog T.E.A., *ESOPs: Naturally Built for Innovation?*, 2.02.2016, <https://esopassociationblog.org/2016/02/02/esops-naturally-built-for-innovation/>.
- Brill A., *An Analysis of the Benefits S ESOPs Provide the U.S. Economy and Workforce*, Matrix Global Advisors, Washington 2012.
- Buchele R., Rodgers L., i Sharf A., *Show Me the Money: Does Shared Capitalism Share the Wealth?*, [w:] *Shared Capitalism at Work: Employee Ownership, Profit Sharing, Gainsharing, and Broad-based Stock Options*, University of Chicago Press 2010, Chicago, s. 174–183.
- Campbell D., Case J., i Fotsch B., *More Than a Paycheck*, „Harvard Business Review”, 2018.
- Chen C., Chen Y., Hsu P.-H., i Podolski E.J., *Be Nice to Your Innovators: Employee Treatment and Corporate Innovation Performance*, „Journal of Corporate Finance”, 2016.
- Drucker P.F., *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*, Harper & Row 1976.
- Engelhardt G.V., *The Pension Protection Act of 2006 and Diversification of Employer Stock in Defined Contribution Plans*, „Center for Retirement Research at Boston College”, 2011.
- Freeman S.F., i Knoll M., *S corp ESOP legislation benefits and costs: Public policy and tax analysis*, „Organizational Dynamics Working Papers”, 2008, s. 4.
- Frick W., *When Treating Workers Well Leads to More Innovation*, „Harvard Business Review”, 2015.
- Garrett R., *Does Employee Ownership Increase Innovation?*, „New England Journal of Entrepreneurship”, 2010, t.13, nr 2, s. 37–45.
- Geczy C., Jeffers J.S., Musto D.K., i Tucker A.M., *In Pursuit of Good & Gold: Data Observations of Employee Ownership & Impact Investment*, „Seattle UL Rev.”, 2016, t.40, s. 555.
- Kawalec S., Błażuk K., i Kurek M., *Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne?*, Raport Capital Strategy, Warszawa 2014.
- Kelso L.O., i Adler M.J., *The Capitalist Manifesto*, Random House 1958.
- Koziar Jan, *Projekt systemu własności pracowniczej w nawiązaniu do Polskiej Spółki Pracowniczej „GAZOLINA” i amerykańskich ESOP – ów*, 2009.



- Kruse D., *Does employee ownership improve performance?*, „IZA World of Labor”, 2016.
- Kurtulus F., i Kruse D., *How Did Employee Ownership Firms Weather the Last Two Recessions?: Employee Ownership, Employment Stability, and Firm Survival in the United States: 1999-2011*, Upjohn Press 2017, [http://research.upjohn.org/up\\_press/241](http://research.upjohn.org/up_press/241).
- Kurtulus F.A., i Kruse D.L., *The Effect of Employee Ownership on Employment Stability and Firm Survival During the Past Two Recessions*, „Employment Research”, 2017, t.24, nr 1, s. 5–6.
- , *How Did Employee Ownership Firms Weather the Last Two Recessions? Employee Ownership, Employment Stability, and Firm Survival: 1999-2011*, W.E. Upjohn Institute 2017, [http://research.upjohn.org/up\\_press/241/](http://research.upjohn.org/up_press/241/).
- Lowitzsch J., *Financial participation of employees in the EU-27*, Palgrave Macmillan, Basingstoke 2009.
- Mączyńska E., *Ład gospodarczy. Pochwała „Ordo”*, [w:] *Liberalizm we współczesnej gospodarce, Jarmołowicz i M. Ratajczak (red.)*, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu., Poznań 2008, s. 151–168, [http://www.pte.pl/pliki/2/12/16\\_Maczyńska.pdf](http://www.pte.pl/pliki/2/12/16_Maczyńska.pdf).
- Menke J.D., i Buxton D.C., *The origin and history of the ESOP and its future role as a business succession tool*, „Journal of Financial Service Professionals”, 2010, t.64, nr 3.
- National Center for Employee Ownership (U.S.), *Leveraged ESOPs and employee buyouts*, 2013, 6th Edition.
- O’Boyle E.H., Patel P.C., i Gonzalez-Mulé E., *Employee ownership and firm performance: a meta-analysis: Employee ownership: a meta-analysis*, „Human Resource Management Journal”, 2016, t.26, nr 4, s. 425–448.
- Orenstein M., *Pension privatization in crisis: Death or rebirth of a global policy trend?*, „International Social Security Review”, 2011, t.64, nr 3.
- Praca zbiorowa, *Akcjonariat pracowniczy. Przewodnik dla przedsiębiorców i pracowników*, Ministerstwo Gospodarki Warszawa 2011.
- Purcell P., i Staman J., *Summary of the Employee Retirement Income Security Act (ERISA)*, ERIC kwiecień 10, 2008, CRC Report for Congress, <http://eric.ed.gov/?id=ED430433>.
- Radwan A., i Regucki T.Z., *Analiza możliwości zastosowania konstrukcji Employee Stock Ownership Plan (ESOP) w polskim obrocie gospodarczym*, Instytut Allerhanda, Kraków 2013, <https://pbn.nauka.gov.pl/sedno-webapp/works/811715>.
- Rodgers L., *ESOPs as Retirement Benefits. An analysis of data from the U.S. Department of Labor.*, „The Journal of Employee Ownership, Law and Finance”, 2010, t.22, nr 4 SRC-GoogleScholar.
- Rodgers L., *ESOPs as Retirement Benefits. An analysis of data from the U.S. Department of Labor*, „The Journal of Employee Ownership, Law and Finance”, 2010, t.22, nr 4.
- Rodgers L., *Are ESOPs Too Risky to Be Good Retirement Plans?*, The National Center for Employee Ownership 2014.
- Rosen C., *Do ESOPs Need Reform? A Look at What the Data Tell Us*, „Tax Notes”, 2015, s. 1465.
- , *The Impact of Employee Ownership and ESOPs on Layoffs and the Costs of Unemployment to the Federal Government*, NCEO - Employee Ownership Foundation lipiec 2015, <http://www.nceo.org/assets/pdf/articles/Employee-Ownership-and-Unemployment-2015.pdf>.

- Rosen C., i Rodgers L., *Default Rates on Leveraged ESOPs, 2009-2013*, National Center for Employee Ownership, 2.07.2014,  
<http://www.nceo.org/assets/pdf/Default-Study-full.pdf>.
- Rutecka Joanna z zespołem, *Dodatkowy system emerytalny w Polsce – diagnoza i rekomendacje zmian*, Towarzystwo Ekonomistów Polskich, Warszawa Grudzie 2014.
- Stodolak S., *Akcjonariat pracowniczy nie spodoba się związkowcom [wywiad z Marc Mathieu]*, 2014,  
<https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/makroekonomia/akcjonariat-pracowniczy-nie-spodoba-sie-zwiazkowcom/>, 19.01.2017.
- Thompson P.B., McWilliams A., i Shanley M., *Shared Capitalism and Corporate Strategy: A Resource-Based Examination of ESOPs as Strategic Human Capital Programs*, University of Illinois - Chicago 2011,  
[http://smlr.rutgers.edu/sites/smlr.rutgers.edu/files/images/Fellowships\\_Professor-ships/Thompson%20Shared%20Capitalism%20and%20Corporate%20Strategy.pdf](http://smlr.rutgers.edu/sites/smlr.rutgers.edu/files/images/Fellowships_Professor-ships/Thompson%20Shared%20Capitalism%20and%20Corporate%20Strategy.pdf).
- Thompson P.B., Shanley M., i McWilliams A., *Ownership culture and strategic adaptability*, „Journal of Business Strategies”, 2013, t.30, nr 2, s. 145–179.
- Weston F., Siu J., i Johnson B., *Takeovers, Restructuring & Corporate Governance*, Prentice Hall 2001.
- Woś J., *Rynek i państwo w modelach współczesnej gospodarki rynkowej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny.”, 2001, t.LXIII, nr 4, s. 173–191.
- Zhu Z., Hoffmire J., Hoffmire J., i Wang F., *Employee Stock Ownership Plans and Their Effect on Productivity: The Case of Huawei*, „International Journal of Business and Management Invention”, 2013, t.2, nr 8, s. 17–22.
- Zwierzchlewski S., *ESOP a leasing pracowniczy*, „Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny”, 2000, t.LXII, nr 4.