

Fundusze emerytalne w Polsce i ich wpływ na rozwój rynku kapitałowego

Pension Funds in Poland and Their Influence on Capital Market Development

*Wiesław Dębski**

Streszczenie

Fundusze emerytalne w Polsce zaczęły powstawać na podstawie wprowadzonej w 1999 r. reformy systemu ubezpieczeń społecznych. Środki zgromadzone w funduszach emerytalnych w Polsce są istotnym stymulatorem rozwoju gospodarczego. Do tej pory fundusze emerytalne przeznaczały ponad 30% swoich środków na inwestycje w akcje spółek notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Są więc ważnym czynnikiem rozwoju polskiego rynku kapitałowego za pośrednictwem giełdy. Mogą zwiększać jej płynność, wpływać na poprawność wyceny notowanych walorów oraz chronić rynek przed działaniami spekulacyjnymi.

Podstawowym celem artykułu jest przybliżenie tematyki związanej z funkcjonowaniem funduszy emerytalnych w Polsce oraz opisanie ich wpływu na rozwój rynku kapitałowego.

Słowa kluczowe: fundusze emerytalne, otwarte fundusze emerytalne, pracownicze programy emerytalne, polityka inwestycyjna funduszy emerytalnych, rozwój rynku kapitałowego

Abstract

Pension funds started appearing in Poland in connection with the reform of social insurance system launched in 1999. The assets gathered by the pension funds in Poland represent an important stimulator of economic growth. So far the pension funds located about 30% of their capital in shares of companies listed at the Warsaw Stock Exchange. Hence, they are a significant factor in the development of the Polish capital market through the Stock Exchange. They can improve its liquidity, enhance pricing efficiency of listed shares and protect the market against speculative activities.

The main goal of this article is to shed more light on various issues connected with the operation of the pension funds in Poland and describe their impact on the development of the capital market.

Keywords: pension funds, open pension funds, employee pension programmes, investment policy of pension funds, development of the capital market

JEL: G10

* Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie.

1. Uwagi wprowadzające

Fundusze emerytalne w Polsce pojawiły się w związku z reformą systemu ubezpieczeń społecznych wprowadzoną w 1999 r. Do tamtego okresu obowiązywał system oparty na zasadzie umowy pokoleniowej, tzw. system repartycyjny, w którym pracujący w danym czasie płacili składki przeznaczone na wypłatę bieżących świadczeń emerytalnych. W 1990 r. wydatki na ubezpieczenia społeczne stanowiły 15% produktu krajowego brutto (PKB) i szacowano (zob. Roczniki Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych), że w 2020 r. wydatki te wyniosą 22%, a w 2050 r. 27% (dla krajów OECD szacowano, że w 2050 r. będzie to 18% PKB). Inna statystyka mówiła, że ze względu na ogólne starzenie się społeczeństwa (ujemny przyrost naturalny), liczba osób zdolnych do pracy przypadająca na jednego emeryta w kolejnych latach będzie maleć. W 1990 r. było to 2,20 osoby, w 2000 r. 2,17. Szacowano, że w 2010 r. będzie to 1,94 osoby, a w 2020 r. już tylko 1,75 osoby. Oznaczało to, że w 2020 r. statystyczne obciążenie osoby pracującej w Polsce zwiększyłoby się o 0,5 osoby. Wszystko to prowadziłoby do utrzymywania coraz droższego systemu zabezpieczenia społecznego i w ostatecznym rezultacie mogłoby się skończyć jego załamaniem. Trzeba również wspomnieć, że składka ubezpieczeniowa należała wówczas do jednej z najwyższych na świecie, gdyż wynosiła 48,5% wynagrodzenia pracownika.

System repartycyjny był bardzo kosztowny, ponieważ mimo tak wysokiej stawki budżet państwa dopłacał coraz wyższe kwoty do bieżących świadczeń emerytalnych. System ten był nieprzejrzysty i niesprawiedliwy, gdyż wszystkie składki zbierano razem i ze składek tych wypłacano emerytury, a także świadczenia przedemerytalne, kwoty wynikające z przywilejów dla niektórych grup zawodowych oraz jeszcze inne świadczenia. Ta nieprzejrzystość powodowała, że trudno było ustalić bieżące rzeczywiste koszty systemu. Ponadto system ten nie pobudzał wzrostu gospodarczego, ponieważ wszystkie pieniądze wpływające do systemu były z niego natychmiast wypłacane, co oznaczało, że żadna ich część nie była inwestowana („nie pracowała”), czyli nie przyczyniała się do tworzenia nowych miejsc pracy i tym samym wzrostu gospodarczego. System repartycyjny obniżał również konkurencyjność polskich przedsiębiorstw, gdyż rosnąca składka powodowała wzrost kosztów pracy, traktowanych przez pracodawców jako opodatkowanie pracy, co prowadziło do uciekania pracodawców w szarą strefę. System ten był też niestabilny (ciągłe zmiany przepisów) i uzależniony od przetargów politycznych, w wyniku których zmieniały się reguły, np. zasady waloryzacji świadczeń, by dostosować je do aktualnych możliwości budżetowych. Wreszcie system ten był tylko pozornie bezpieczny,

co wynikało z tego, że państwo mogło podzielić tylko tyle środków, ile miało w budżecie, czyli w sytuacji wzrostu wydatków emerytalnych mogło nie dać podwyżek płac określonym grupom zawodowym ze sfery budżetowej. Wszystko to działało demoralizująco na etykę pracy i etykę prowadzenia biznesu oraz prowadziło do wniosku, że koszty repartycyjnego systemu emerytalnego hamowały wzrost gospodarczy, a wolniejszy wzrost gospodarczy pogarszał sytuację obecnych i przyszłych emerytów.

Reforma systemu emerytalnego w 1999 r. zmieniła system repartycyjny na system oparty na ubezpieczeniach kapitałowych (tzw. kapitałowy), w którym składka wpłacana przez pracujących jest kapitalizowana, czyli „pracuje” na rzecz ich przyszłej emerytury. Na podstawie tej reformy powstało między innymi 21 Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE), do których przystąpiło ponad 10 mln osób. Przynależność do nich jest obowiązkowa dla osób podejmujących pierwszą pracę (jest to tzw. II filar ubezpieczenia społecznego). Oprócz tego jest jeszcze III filar zabezpieczenia (dobrowolny), którym są Pracownicze Programy Emerytalne (PPE). Obecnie w Polsce fundusze emerytalne dysponują znacznymi aktywami finansowymi i są istotnym czynnikiem rozwoju rynku kapitałowego (są ważnym inwestorem instytucjonalnym).

Środki zgromadzone w funduszach emerytalnych w Polsce silnie stymulują rozwój gospodarczy, gdyż poprzez rynek kapitałowy mogą być przeznaczone na finansowanie inwestycji w gospodarce. Do tej pory fundusze emerytalne przeznaczały ponad 30% swoich środków na zakup akcji spółek notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Fundusze te są więc istotnym czynnikiem rozwoju polskiego rynku kapitałowego za pośrednictwem giełdy. Mogą zwiększać jej płynność, wpływać na poprawność wyceny notowanych walorów oraz chronić rynek przed działaniami spekulacyjnymi.

Podstawowym celem artykułu jest przybliżenie tematyki związanej z funkcjonowaniem funduszy emerytalnych w Polsce oraz opisanie ich wpływu na rozwój rynku kapitałowego. Artykuł składa się z trzech części, z których pierwsza poświęcona jest ogólnym zasadom organizacji i funkcjonowania funduszy emerytalnych w Polsce w podziale na otwarte fundusze emerytalne i pracownicze programy emerytalne, druga – polityce inwestycyjnej prowadzonej przez fundusze emerytalne, natomiast ostatnia – wpływowi funduszy emerytalnych na rozwój polskiego rynku kapitałowego.

2. Ogólne zasady działania funduszy emerytalnych

W Polsce fundusze emerytalne są organizowane i działają na podstawie ustawy o organizacji i funkcjo-

nowaniu funduszy emerytalnych¹ oraz ustawy o pracowniczych programach emerytalnych². Przedmiotem ich działalności jest gromadzenie środków i ich lokowanie w różne instrumenty finansowe, aby przeznaczyć je na wypłatę członkom funduszu, którzy osiągnęli wiek emerytalny. Fundusz emerytalny może być tworzony przez towarzystwo emerytalne, mające postać powszechnego towarzystwa lub pracowniczego towarzystwa, zorganizowanych w formie spółki akcyjnej. Przyjęto zasadę, że powszechne towarzystwo tworzy fundusz otwarty, natomiast pracownicze towarzystwo – fundusz pracowniczy. Towarzystwo także zarządza funduszem i reprezentuje go na zewnątrz, z tym że powszechne towarzystwo robi to odpłatnie, a pracownicze towarzystwo nie może mieć celu zarobkowego. Towarzystwa mogą łączyć się ze sobą, ale tylko w ramach tego samego rodzaju.

Utworzenie towarzystwa emerytalnego wymaga zgody Komisji Nadzoru Finansowego³. Jest to organ administracji rządowej, nad którym nadzór sprawuje Prezes Rady Ministrów. Do jej głównych zadań w zakresie funduszy emerytalnych należą:

a) sprawowanie merytorycznego nadzoru nad działalnością funduszy i pracowniczych programów emerytalnych,

b) pogłębianie wiedzy społeczeństwa na temat celów i zasad działalności funduszy oraz pracowniczych programów emerytalnych, ze szczególnym uwzględnieniem praw przysługujących ich uczestnikom,

c) współdziałanie z innymi organami administracji rządowej, Narodowym Bankiem Polskim oraz organizacjami społecznymi w zakresie kształtowania polityki państwa zapewniającej bezpieczny rozwój funduszy i pracowniczych programów emerytalnych,

d) ochrona interesów członków funduszy i pracowniczych programów emerytalnych.

2.1. Otwarte fundusze emerytalne

Jak zaznaczono, otwarty fundusz emerytalny (OFE) jest tworzony przez powszechne towarzystwo emerytalne, przy czym minimalny kapitał potrzebny do jego utworzenia powinien wynosić równowartość 5 mln euro i powinien być opłacony w całości wkładem pieniężnym przed zarejestrowaniem towarzystwa. Jego akcje mogą być wyłącznie imienne i nie

mogą mieć dodatkowych uprawnień w stosunku do akcji zwykłych. Przyjęto też zasadę, że ten sam podmiot może być akcjonariuszem wyłącznie jednego powszechnego towarzystwa – dotyczy to również podmiotów powiązanych. Z kolei członkiem OFE może być osoba fizyczna, która zawarła z nim umowę, przy czym można być członkiem tylko jednego funduszu, co oznacza, że jeżeli ta osoba zmienia fundusz, to również musi transferować zgromadzone środki. Członek otwartego funduszu emerytalnego nie może rozporządzać środkami zgromadzonymi na swoim rachunku, natomiast ich wypłata, po nabyciu uprawnień, następuje poprzez przeniesienie tych środków do wskazanego zakładu ubezpieczeń emerytalnych, w którym członek ten wykupił emeryturę dożywotnią.

W momencie przystępowania członka do otwartego funduszu emerytalnego otwierany jest dla niego rachunek, na który wpływają składki oraz wpłaty transferowe. Składki przekazuje pracodawca poprzez Zakład Ubezpieczeń Społecznych. Wpłaty do otwartego funduszu emerytalnego mogą być także wnoszone w formie określonych papierów wartościowych. Wpływające środki są przeliczane automatycznie na jednostki rozrachunkowe, których całkowita wartość jest zawsze równa całkowitej wartości aktywów netto przeliczonych na te jednostki. Wartość tych aktywów i jednostki rozrachunkowej ustala się według zasad wyceny rynkowej na każdy dzień roboczy.

Na podstawie ustawy o funduszach emerytalnych został utworzony fundusz gwarancyjny, do którego środki (jako określony procent aktywów netto) wnoszą poszczególne powszechne towarzystwa emerytalne. Ze środków tego funduszu dokonuje się wypłat na rzecz otwartych funduszy emerytalnych, w których nastąpił niedobór środków, w zakresie, w jakim ich własne środki nie są wystarczające do pokrycia tego niedoboru. Niedobór w danym funduszu emerytalnym powstaje, gdy przyrost jednostki rozrachunkowej funduszu nie osiągnie poziomu minimalnej wymaganej stopy zwrotu, przez którą rozumie się stopę zwrotu o połowę lub o 4 punkty procentowe niższą (w zależności od tego, która z tych wartości jest mniejsza) od średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich OFE, przy czym wagami są udziały poszczególnych OFE w rynku mierzone wielkością ich aktywów. Minimalna wymagana stopa zwrotu obliczana jest za ostatnie 36 miesięcy działalności i podawana do publicznej wiadomości na koniec marca i września każdego roku. Niedobór danego funduszu emerytalnego w pierwszej kolejności pokrywany jest ze środków własnych towarzystwa emerytalnego, w następnej ze środków funduszu gwarancyjnego, a jeżeli tych środków jeszcze nie wystarczy, to dopłaty zobowiązany jest dokonać Skarb Państwa.

¹ Zob. ustawa z dnia 28.08.1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Dz.U. nr 139, poz. 934 z późniejszymi zmianami, w tym najszerszą z dnia 27.08.2003 r. o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. nr 170, poz. 1651.

² Zob. ustawa z dnia 20.04.2004 r. o pracowniczych programach emerytalnych, Dz.U. nr 116, poz. 1207.

³ Do 19 września 2006 r. była to Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych. Komisja Nadzoru Finansowego powstała na mocy ustawy z 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz.U. nr 157, poz. 1119.

2.2. Pracownicze programy emerytalne

Środki przeznaczone na wypłaty w wieku emerytalnym lub w przypadku uzyskania uprawnień do świadczeń rentowych z tytułu niezdolności do pracy mogą być także gromadzone poprzez pracownicze programy emerytalne. Mogą je swoim pracownikom oferować pracodawcy. Programy te mogą być prowadzone w jednej z następujących form:

- a) pracowniczego funduszu emerytalnego,
- b) umowy o wnoszenie przez pracodawcę składek do funduszu inwestycyjnego,
- c) umowy grupowego ubezpieczenia na życie pracowników z zakładem ubezpieczeń prowadzącym fundusz kapitałowy,
- d) umowy grupowego ubezpieczenia na życie pracowników z towarzystwem ubezpieczeń wzajemnych prowadzącym fundusz kapitałowy.

Dwie pierwsze formy nazywane są kapitałowymi, natomiast pozostałe – ubezpieczeniowymi. Obecnie (koniec 2006 r.) w Polsce istnieje bardzo szeroki wybór zarówno funduszy inwestycyjnych – prowadzonych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jak i funduszy kapitałowych – prowadzonych przez zakłady ubezpieczeń, do których mogą być wnoszone środki pracowniczych programów emerytalnych. Każdy z pracowniczych programów emerytalnych podlega rejestracji przez Komisję Nadzoru Finansowego. Członkiem pracowniczego funduszu emerytalnego może zostać osoba fizyczna, która spełnia wymogi ustawowe i zawarła z funduszem odpowiednią umowę. Wpłaty do niego w imieniu pracownika przekazuje pracodawca. Mogą one mieć również formę papierów wartościowych, z tym że mogą to być jedynie akcje uzyskane nieodpłatnie lub na warunkach preferencyjnych w wyniku prywatyzacji pracodawcy. Z kolei wypłata środków zgromadzonych na rachunku członka pracowniczego funduszu emerytalnego powinna być realizowana jednorazowo w całości, a jeżeli przewiduje to statut, może być również realizowana w ratach. W momencie ukończenia przez członka funduszu 70 lat wypłacane są wszystkie środki zgromadzone na jego rachunku.

Środki gromadzone poprzez pracownicze programy emerytalne mogą być w podobny sposób lokowane, jak w przypadku otwartych funduszy emerytalnych. Pochodzą one ze składek podstawowych finansowanych przez pracodawców oraz składek dodatkowych finansowanych przez pracowników. Składka podstawowa nie może być wyższa od 7% wynagrodzenia danego pracownika i z tytułu jej ponoszenia pracodawca ma korzyść, ponieważ nie jest ona wliczana do wynagrodzenia stanowiącego podstawę ustalenia obowiązkowych składek na ubezpieczenie społeczne. Wysokość składki dodatkowej określa sam pracownik i jest ona potrącana z jego wynagrodzenia

po opodatkowaniu. Z kolei wolne od podatku od osób fizycznych są wypłaty środków z pracowniczego programu emerytalnego.

Wprowadzono jednak ograniczenie polegające na tym, że suma składek dodatkowych wniesionych przez pracownika do pracowniczego programu emerytalnego w ciągu roku kalendarzowego nie może być wyższa od 450% przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej w tym roku. Składkę, zarówno podstawową, jak i dodatkową, nalicza pracodawca i odprowadza ją na konto pracownika będącego uczestnikiem pracowniczego programu emerytalnego. W przypadku ustania zatrudnienia uczestnika takiego programu u pracodawcy prowadzącego program lub gdyby nastąpiła likwidacja programu, wniesione środki pozostają na rachunku uczestnika do czasu wypłaty, wypłaty transferowej lub zwrotu. W razie śmierci uczestnika programu zgromadzone środki są wypłacane na rzecz osoby przez niego wskazanej w momencie przystępowania do funduszu.

Dodatkową możliwość dobrowolnego gromadzenia środków na przyszłą emeryturę stworzono poprzez wprowadzenie od września 2004 r. indywidualnych kont emerytalnych (IKE)⁴. Stanowią one uzupełnienie pracowniczych programów emerytalnych i są nazywane IV filarem reformy ubezpieczeń społecznych w Polsce. Prawo do wpłat na IKE przysługuje każdej osobie fizycznej mającej obowiązek podatkowy w Polsce, która ukończyła 16 lat, z tym że osoby małoletnie mogą to robić w tym roku kalendarzowym, w którym uzyskały dochody na podstawie umowy o pracę. Zachętą do gromadzenia środków poprzez IKE jest zwolnienie z podatku od dochodów kapitałowych. Oszczędzanie w ramach indywidualnych kont emerytalnych powinno trwać co najmniej 5 lat, z tym że nie ma obowiązku systematycznego oszczędzania. Wprowadzono natomiast górne ograniczenie rocznej wpłaty na IKE, która nie może przekroczyć 150% przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej w danym roku. Wpłaty przekraczające tę graniczną kwotę są zwracane lub umieszczane na koncie niepodlegającym zwolnieniu podatkowemu. Każda osoba może gromadzić środki tylko na jednym koncie emerytalnym.

Indywidualne konto emerytalne może być prowadzone na podstawie umowy zawartej z bankiem, domem maklerskim, towarzystwem funduszy inwestycyjnych oraz zakładem ubezpieczeń prowadzącym ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym. Oszczędzający ma prawo do zmiany instytucji prowadzącej jego IKE poprzez dokonanie wypłaty transferowej. Ustawa o indywidualnych kontach emerytalnych określa szczegółowe zasady prowadzenia tych

⁴ Zob. ustawa z dnia 20.04.2004 r. o indywidualnych kontach emerytalnych, Dz.U. nr 116, poz. 1205.

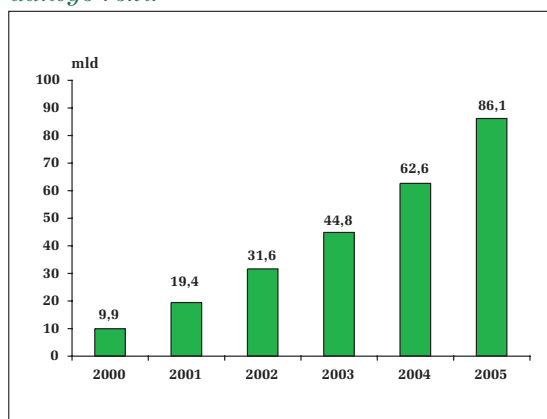
kont przez każdą z wyżej wymienionych instytucji finansowych. Środki zgromadzone na IKE mogą być przedmiotem zastawu, a oszczędzający może wskazać osobę bądź osoby, którym zostaną wypłacone środki w przypadku jego śmierci. Indywidualne konto emerytalne można założyć tylko raz, co oznacza, że po dokonaniu wypłaty ponownie nie można założyć konta. Istnieje możliwość przenoszenia środków zgromadzonych na IKE z jednej instytucji do drugiej prowadzącej IKE lub do pracowniczego programu emerytalnego; można również przenosić środki z pracowniczego programu emerytalnego do IKE. Oszczędzający może także wybrać rodzaj funduszu inwestycyjnego oferowanego przez instytucję prowadzącą jego konto emerytalne, czyli może sam decydować o ponoszeniu ryzyka inwestycyjnego i potencjalnych zyskach.

3. Polityka inwestycyjna funduszy emerytalnych

Inwestowanie oszczędności ludności ulokowanych w otwartych funduszach emerytalnych podlega wielu ograniczeniom, głównie ze względu na potrzebę zapewnienia bezpieczeństwa lokat. Ich polityka inwestycyjna wynika więc z limitów inwestycyjnych określających rodzaj i liczbę instrumentów finansowych, w które OFE mogą lokować swoje aktywa. Zalecana dywersyfikacja lokat ma na celu ochronę wpłacanych do OFE środków przed niekorzystnymi zdarzeniami, które mogą wystąpić na rynku finansowym. Przedmiotem inwestycji powinny być przede wszystkim bezpieczne i długotrwałe instrumenty rynku kapitałowego.

Aktywa funduszu emerytalnego mogą być lokowane w wiele instrumentów rynku kapitałowego (Dębski 2005, s. 552). Mogą to być instrumenty będące w obrocie na rynku regulowanym, jak również na rynku prywatnym. W tym drugim przypadku chodzi głównie o obligacje komunalne i przedsiębiorstw, jednak te ostatnie powinny mieć odpowiednie zabezpieczenie w wysokości wartości nominalnej wraz

Wykres 1. Aktywa netto OFE na koniec danego roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych.

z ewentualnym oprocentowaniem. Szczególnie zalecane, ze względu na bezpieczeństwo, są inwestycje w papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski lub przez nie gwarantowane. Mogą to być także inwestycje w bankowe papiery wartościowe, depozyty bankowe oraz dokonywane za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych, jak również lokaty w derywaty, z tym że muszą one mieć na celu wyłącznie ograniczenie ryzyka inwestycyjnego związanego z lokowaniem aktywów funduszu i uwzględniać typy ryzyka, które powinny być ograniczane, dostępność instrumentów umożliwiających zmniejszenie ryzyka, możliwość ich wyceny oraz wyniki stosowania. Fundusze emerytalne mogą też inwestować swoje aktywa w listy zastawne. Przepisy nakładają również górne limity na inwestycje w omówione wyżej instrumenty, np. lokaty funduszu emerytalnego nie mogą stanowić więcej niż 10% wartości jednej emisji, jednak gdy udział papierów wartościowych spółki w aktywach funduszu nie przekracza 1%, to fundusz może zwiększyć swoje zaangażowanie do 20% wartości jednej emisji akcji spółki. W sumie jednak aktywa funduszu emerytalnego uło-

Tabela 1. Struktura portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych (na koniec roku)

Rodzaj instrumentu finansowego	Wartość (w mld zł)						Udział w wartości ogółem (w %)					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Obligacje	5,2	12,4	20,5	26,3	35,7	53,5	56,0	65,8	67,2	59,4	58,1	63,1
Akcje notowane na regulowanym rynku												
giełdowym	2,8	5,3	8,5	14,3	20,7	27,2	30,0	28,2	28,0	32,3	33,6	32,1
Bankowe papiery wartościowe												
i depozyty	0,2	0,6	0,8	1,7	3,1	3,2	2,5	2,9	2,6	3,9	4,9	3,7
Bony skarbowe	1,0	0,5	0,6	1,7	1,7	0,5	10,3	2,6	1,9	3,9	2,8	0,6
Inne lokaty	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	0,4	1,2	0,5	0,3	0,5	0,6	0,5
Razem portfel inwestycyjny	9,3	18,8	30,5	44,2	61,6	84,8	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie roczników KNUiFE.

Tabela 2. Podstawowe charakterystyki handlu giełdowego OFE

Wyszczególnienie	Rok				
	2001	2002	2003	2004	2005
Obroty akcjami (w mld zł)	80,4	63,7	79,8	118,5	191,1
Obroty OFE (w mld zł)	8,2	8,4	8,9	13,3	12,6
Udział obrotów OFE w obrotach ogółem (w %)	10,2	13,2	11,2	11,2	6,6
Średniodzienna wartość obrotów OFE (w mln zł)	32,9	33,7	35,5	52,1	50,3
Średni dzienny udział OFE w obrocie (w %)	12,5	13,6	10,1	10,1	6,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie roczników KNUiFE, GPW (2005) oraz www.gpw.com.pl

kowane w emisjach akcji spółek, w których lokaty funduszu stanowią więcej niż 10% wartości jednej emisji akcji, nie mogą stanowić więcej niż 5% wartości aktywów tego funduszu. Także łączna wartość lokat aktywów funduszu we wszystkie papiery jednego emitenta albo dwóch lub większej liczby emitentów będących podmiotami związanymi nie może przekroczyć 5% wartości tych aktywów.

Mimo że od momentu powstania funduszy emerytalnych w Polsce minęło dopiero 6 pełnych lat, stały się one jednym z najważniejszych inwestorów instytucjonalnych na polskim rynku kapitałowym. Na koniec 2005 r. otwarte fundusze emerytalne miały 11,7 mln członków i posiadały aktywa netto w wysokości 86,1 mld zł (stanowiło to 43% depozytów bankowych ludności). Kształtowanie się ich aktywów w ostatnich 6 latach ilustruje wykres.

Jak widzimy, na koniec 2005 r. otwarte fundusze emerytalne dysponowały już aktywami w wysokości ponad 86 mld zł (prawie 27 mld USD). Biorąc pod uwagę ten fakt oraz to, że aktywa funduszy inwestycyjnych na koniec 2005 r. wyniosły 61,3 mld zł (wzrost o 23,5 mld zł), można stwierdzić, że Polacy zaczynają oszczędzać coraz aktywniej (oddają pieniądze do zarządzania specjalistom). Aktywa funduszy inwestycyjnych stanowiły na koniec 2005 r. około 18% całości oszczędności ludności. Wartość depozytów ludności ulokowanych w bankach od pewnego czasu ustabilizowała się na poziomie 200 mld zł. Szacuje się, że w 2010 r. aktywa funduszy emerytalnych wzrosną do ponad 170 mld zł (ponad 50 mld USD). Z kolei w końcu 2004 r. prowadzono 342 pracownicze programy emerytalne, do których należało 105,6 tys. pracowników i które dysponowały kwotą 752,2 mln zł. W sumie środki zgromadzone w funduszach emerytalnych w Polsce są bardzo ważnym stimulatorem rozwoju gospodarczego, gdyż poprzez rynek kapitałowy mogą być przeznaczane na finansowanie inwestycji realizowanych w gospodarce. Inwestując w akcje spółek notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, stanowią również o rozwoju rynku kapitałowego. Świadczą o tym portfele inwestycyjne otwartych funduszy emerytalnych i ich struktura, co przedstawiono w tabeli 1.

Widzimy, że zgodnie z ogólną zasadą inwestowania w bezpieczne instrumenty finansowe otwarte fundusze emerytalne inwestują większość swoich środków w papiery skarbowe (obligacje i bony skarbowe). Udział tych papierów w portfelach inwestycyjnych funduszy przekracza 60%, a w okresie słabej koniunktury na giełdzie udział ten dochodzi prawie do 70% (lata 2001–2002). Na marginesie można dodać, że oferta polskich obligacji skarbowych daje możliwość stworzenia przemyślanego portfela inwestycyjnego o wydłużającym się średnim okresie zapadalności oraz zróżnicowanych sposobach oprocentowania. Z kolei inwestycje otwartych funduszy emerytalnych w akcje notowane na rynku giełdowym oscylują wokół 30%, a od 2003 r. przekraczają ten poziom. Oznacza to, że fundusze emerytalne w 2004 r. zainwestowały w akcje 20,7 mld zł, a na koniec 2005 r. kwota ta wyniosła 27,2 mld zł (co stanowiło 31,6% ogółu aktywów). Jest to istotnym czynnikiem rozwoju rynku giełdowego w Polsce i wpływa na poprawę jego płynności, poprawność wyceny notowanych spółek oraz chroni rynek przed działaniami spekulacyjnymi. O udziale otwartych funduszy emerytalnych w handlu akcjami na giełdzie świadczą dane zaprezentowane w tabeli 2.

Z tabeli 2 wynika, że udział obrotów otwartych funduszy emerytalnych akcjami na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w obrocie akcjami ogółem w latach 2001–2004 kształtował się powyżej 10%, a istotnie spadł w 2005 r., gdyż wyniósł wówczas 6,6% – nastąpiło to jednak w wyniku silnego wzrostu obrotów akcjami na giełdzie (191,1 mld zł). W wyrażeniu bezwzględny obroty te znacznie wzrosły w 2004 r. – wyniosły wówczas 13,3 mld zł – a także w 2005 r. (12,6 mld zł). Z kolei średni dzienny udział tych funduszy w obrocie akcjami ogółem miał tendencję malejącą, tzn. z 12,5% w 2001 r., przez 13,6% w 2002 r. do 6,4% w 2005 r., co oznaczałoby, że otwarte fundusze emerytalne inwestowały w akcje w celach długoterminowych. Z bardziej szczegółowych danych przedstawianych przez poszczególne fundusze wynika, że inwestują one głównie w cztery największe spółki notowane na giełdzie (PKN Orlen, TP SA, PKO BP SA, Bank Pekao SA). Większość funduszy zaangażowała ponad 1% akty-

wów (wobec 5% limitu) w każdą z tych spółek. Łącznie wszystkie fundusze emerytalne na koniec 2005 r. ulokowały w tych czterech spółkach 11 mld zł, czyli ponad 40% wartości portfela akcji. Najwyższy średni udział akcji w aktywach OFE ukształtował się w odniesieniu do PKN Orlen (3,67%), natomiast udział funduszy w kapitalizacji tej spółki wyniósł 14,3%. Można było też zauważyć, że począwszy od 2003 r. w portfelach OFE zaczął spadać odsetek akcji należących do spółek wchodzących w skład portfela indeksu WIG20 (na koniec 2003 r. wyniósł on 77%, 2004 r. – 71,4%, 2005 r. – 66%), a zaczął rosnąć odsetek akcji należących do portfela indeksu MIDWIG (2003 r. – 18,6%, 2004 r. – 21,4%, 2005 r. – 25%).

4. Wpływ funduszy emerytalnych na rozwój rynku kapitałowego

Jak już wskazano, fundusze emerytalne w Polsce wywierają znaczny wpływ na rozwój publicznego rynku kapitałowego. Ich rola znacznie jeszcze wzrastać w miarę napływu środków. Dość powiedzieć, że na koniec 2005 r. aktywa netto otwartych funduszy emerytalnych przewyższały o 24,8 mld zł (o 40%) aktywa krajowych funduszy inwestycyjnych. Rocznie samych tylko składek do otwartych funduszy emerytalnych wpływa około 15 mld zł (ponad 4,5 mld USD). Na całym świecie, gdzie istnieją fundusze emerytalne, zajmują one czołowe miejsce pod wpływem wielkości zarządzanych aktywów, odgrywając zarazem rolę ważnego inwestora instytucjonalnego na rynku kapitałowym. Dowodem tego jest w Polsce zgłaszanie coraz wyższego zapotrzebowania na krajowe aktywa finansowe. Jak pisaliśmy, otwarte fundusze emerytalne inwestują średnio około 60% swoich środków w obligacje, przede wszystkim skarbowe, i nieco ponad 30% w akcje spółek notowanych na giełdzie (na koniec 2005 r. było to 31,6%).

Otwarte fundusze emerytalne stoją obecnie przed problemem braku podaży papierów wartościowych na polskim rynku kapitałowym, czyli przed problemem braku możliwości odpowiedniego zagospodarowania wzrastających coraz szybciej środków finansowych. Dotyczy to zarówno rynku obligacji, jak i rynku akcji. Jeżeli chodzi o ten pierwszy segment rynku kapitałowego, to do tej pory podaż obligacji skarbowych jest zapewniona ze względu na nieustające potrzeby budżetu państwa. Inwestowanie dużej części środków funduszy emerytalnych w finansowanie deficytu budżetowego nie jest jednak dobrym rozwiązaniem z punktu widzenia możliwości wykorzystania tych środków na dalszy rozwój gospodarczy kraju, gdyż środki te nie są przeznaczane na inwestycje, chociażby infrastrukturalne, w zakresie których potrzeby są bardzo duże. Także oprocen-

towanie obligacji skarbowych finansujących deficyt budżetowy jest niższe od oprocentowania obligacji, których celem emisji jest finansowanie różnorodnych przedsięwzięć infrastrukturalnych państwa, których realizacją zajmuje się niekoniecznie samo państwo, np. może ono tylko współuczestniczyć w realizacji albo być gwarantem spłaty zaciągniętego długu (budowa autostrad). Ponadto realizacja takich przedsięwzięć stwarza nowe miejsca pracy, dzięki czemu wzrastają dochody ludności, z których odprowadzane są wyższe składki do funduszy emerytalnych. Stąd też dobrym rozwiązaniem w tym zakresie mogłyby być emisje obligacji celowych (Szyszka 2005, s. 75), z których środki byłyby przeznaczane na finansowanie różnego rodzaju dużych projektów infrastrukturalnych, np. budowę infrastruktury drogowej. Inną możliwością mogłaby być emisja w większej skali niż dotychczas obligacji komunalnych, w tym również obligacji przychodowych wykorzystywanych też do realizacji różnego rodzaju przedsięwzięć infrastrukturalnych na terenie gmin. Jeszcze inną możliwością byłaby emisja obligacji w celu realizacji różnego rodzaju projektów inwestycyjnych poprzez partnerstwo publiczno-prywatne czy sekurytyzacji wierzytelności jednostek samorządu terytorialnego, np. poprzez odpowiednie fundusze inwestycyjne (fundusze sekurytyzacyjne).

Jeżeli chodzi o rynek akcji, to w sytuacji systematycznie rosnących aktywów funduszy emerytalnych podobnie powinien rozwijać się rynek giełdowy, przede wszystkim pod względem podaży akcji. Tempo wzrostu nowych emisji akcji powinno być podobne do tempa wzrostu składek napływających do funduszy emerytalnych. Powodowałyoby to wykorzystanie przynajmniej około 30% środków na finansowanie projektów inwestycyjnych, a więc rozwój gospodarczy. Ponieważ realizacja takich projektów przynosi zazwyczaj wyższą stopę zwrotu od stopy zwrotu uzyskiwanej z inwestycji w obligacje skarbowe, fundusze emerytalne zaczęłyby inwestować jeszcze większą niż dotychczas część swoich środków w akcje. Stosunkowo niska podaż akcji na warszawskiej giełdzie grozi powstaniem zjawiska, znanego od lat w ekonomii jako bańka spekulacyjna. Może to wynikać ze znacznego przewartościowania notowanych akcji, spowodowanego nadmiernym popytem, niemającym uzasadnienia w czynnikach fundamentalnych ich emitentów. Jeżeli zjawisko to występuje na dużą skalę (mogą się do niego dołączyć czynniki spekulacyjne), wówczas może doprowadzić do załamania się koniunktury giełdowej i zagrożić stabilności rynku kapitałowego. Przewartościowanie kursów akcji na warszawskiej giełdzie może nastąpić wskutek napływających regularnie do OFE składek i braku dostatecznej podaży akcji. Przekazywane systematycznie składki będą wywoływać określone impulsy popytowe na gieł-

dzie i w sytuacji nadwyżkowego popytu nastąpi odwrócenie się kursów akcji od ich wartości fundamentalnych. Wzrost cen akcji zauważą inni inwestorzy, którzy będą chcieli go wykorzystać do osiągnięcia dodatkowego dochodu. Zaczną więc także inwestować w akcje, doprowadzając do tzw. spirali wzrostów, które będą całkowicie oderwane od podstaw fundamentalnych. Poza impulsami popytowymi stwarzanymi przez OFE istotne impulsy popytowe wynikają również ze znacznego wzrostu aktywów funduszy inwestycyjnych, głównie akcyjnych i hybrydowych (należy także pamiętać o funduszach zagranicznych, które w coraz większym stopniu inwestują w Polsce). Z rozważań tych wynika konkluzja, że przy dotychczasowym tempie rozwoju rynku kapitałowego w Polsce zgłaszany przez OFE popyt inwestycyjny nie będzie w pełni zaspokojony, co grozi wystąpieniem nierównowagi na tym rynku. Nowe systematyczne emisje akcji spowodowałyby wzrost kapitalizacji giełdy i jej wyjście z poziomu 25% w stosunku do PKB i przejście do poziomu około 40%, co jest zapisane w planach rozwojowych rynku kapitałowego w Polsce na najbliższe kilka lat. Dodatkowo inwestycje funduszy emerytalnych w akcje spółek publicznych oddziałują pozytywnie na przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego (*corporate governance*) w tych spółkach, chociażby poprzez uczestnictwo w walnych zgromadzeniach (wpływanie na wyniki, kulturę organizacyjną etc.).

Jeżeli chodzi o zjawisko bańki spekulacyjnej na rynku akcji w Polsce, to nie jest to uwaga czysto teoretyczna. Taki przypadek miał już miejsce swego czasu w Chile, gdzie duży przyływ środków finansowych do funduszy emerytalnych przy ograniczonej możliwości wzrostu kapitalizacji rynku kapitałowego i ograniczonych możliwościach inwestowania za granicą doprowadził do powstania takiej bańki ze wszystkimi tego niekorzystnymi skutkami.

Nie ulega wątpliwości, że w dłuższej perspektywie rosnące aktywa funduszy emerytalnych przyczynią się do rozwoju nowych segmentów rynku kapitałowego, co zaobserwowano w gospodarkach rozwiniętych. Zaczną one odgrywać coraz większą rolę w procesie gwarantowania i obejmowania nowych emisji papierów wartościowych (będą pełniły funkcję subemitenta emisji). Mogą to robić na rynku akcji lub rynku obligacji, np. komunalnych. Dzięki zatrudnieniu profesjonalnej kadry fundusze emerytalne zaczną promować nowoczesne techniki inwestowania oraz innowacje finansowe, przyczyniając się do modernizacji i rozwoju infrastruktury rynku kapitałowego. Inwestując w akcje przedsiębiorstw i wykorzystując swą wiedzę, fundusze emerytalne będą pozytywnie oddziaływać na efektywność nadzoru właścicielskiego nad spółkami giełdowymi (o czym już wspominaliśmy). Ponadto ich środki w pewnej części mogą za-

silić fundusze restrukturyzacyjne przedsiębiorstw oraz fundusze *venture capital*. Ich zasoby mogłyby zostać wykorzystane do rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw, głównie takich, które mają szansę rozwoju (np. spółki nowych technologii), a nie mają wystarczającej ilości kapitału.

W polityce inwestycyjnej OFE oraz jej wpływie na rozwój rynku kapitałowego i dalej wzrost gospodarczy w Polsce należałoby również rozważyć zasadność utrzymywania limitu inwestycji zagranicznych, który wynosi 5% ogółu aktywów. Limit ten ustanowiono głównie ze względu na konieczność wykorzystania oszczędności gromadzonych poprzez OFE do finansowania rozwoju gospodarczego w kraju (choć, jak wskazywaliśmy wcześniej, mogą być problemy z absorpcją środków OFE). Wskazuje się, że dynamika wzrostu gospodarczego w Polsce w kilku najbliższych latach może być znacznie wyższa od dynamiki w krajach wysoko rozwiniętych, w tym w szczególności w krajach „starej” Unii Europejskiej. Powodowałoby to, że stopy zwrotu z krajowych inwestycji byłyby odpowiednio wyższe w porównaniu ze stopami zwrotu z inwestycji dokonywanych na rozwiniętych rynkach. Dodatkowo inwestycje krajowe poprzez wzrost gospodarczy wywołują wzrost dochodów z pracy, z których z kolei wynikają wyższe składki do funduszy emerytalnych i w ostatecznym rezultacie wyższe emerytury. Widać więc w takim działaniu interes przyszłych emerytów. Z drugiej jednak strony uchylenie limitu 5% lub jego zwiększenie, np. do 20%, można tłumaczyć potrzebą większej dywersyfikacji międzynarodowej portfela inwestycyjnego OFE w związku z tym, że polski rynek kapitałowy zaliczany jest jeszcze do tzw. rynków wschodzących (*emerging markets*), które narażone są na kryzysy finansowe. Wynika to z faktu, iż na takich rynkach działają duży inwestorzy instytucjonalni. Zauważywszy oznaki kryzysu finansowego na jednym z takich rynków, szybko zamykają swoje pozycje na rynkach w innych krajach tej samej kategorii, doprowadzając, poprzez wzmożoną podaż do załamania kursów notowanych na tych rynkach papierów wartościowych, przede wszystkim akcji. Inwestorzy ci nie reagują tak samo na rynkach dojrzałych, które są głębokie i płynne. Większe niż to teraz możliwe inwestycje zagraniczne polskich funduszy emerytalnych na rynkach dojrzałych mogłyby zapobiegać skutkom ewentualnych zawirowań na rynkach wschodzących. Trzeba jednak pamiętać o ekspozycji na ryzyko walutowe w takich sytuacjach. Można nadmienić, że na początku 2005 r. OFE ulokowały w inwestycje zagraniczne około 2% swoich aktywów, a więc nie wykorzystywały nawet połowy ustawowego limitu.

Innym problemem, istotnym z punktu widzenia wpływu otwartych funduszy emerytalnych na rozwój rynku kapitałowego w Polsce, jest ocena efektywności

prowadzonej przez nie polityki inwestycyjnej. Obecny mechanizm sprowadza się do wyznaczania dwa razy do roku (na koniec marca i września) za 36 ostatnich miesięcy minimalnej wymaganej stopy zwrotu i pokrywania niedoboru (fundusze pokrywają go bezpośrednio lub pośrednio ze swoich środków) przez te fundusze, które miały niższą stopę zwrotu od minimalnej wymaganej. Jest to stanowczo za krótki okres do oceny efektywności inwestycji, gdyż fundusze emerytalne powinny inwestować przede wszystkim na długie okresy i w nich przynosić stosunkowo wysokie stopy zwrotu. Chociaż mechanizm ten ogranicza ryzyko przyszłych emerytów, zmniejsza skłonność zarządzających funduszami do lokowania środków w inwestycje o długich okresach zapadalności lub takie, których wartość w krótkich okresach bardzo się zmienia. Wyzwała to także wśród zarządzających otwartymi funduszami emerytalnymi skłonność do tzw. zachowań stadnych, co można tłumaczyć faktem, że mają oni silniejszą obawę przed uzyskaniem stopy zwrotu niższej od minimalnej wymaganej od motywacji do osiągnięcia najwyższej stopy zwrotu, a więc bycia najlepszym spośród zarządzających funduszami. Zachowania takie wyjaśnia teoria finansów behawioralnych.

Postawa taka jest zgodna z teorią perspektywy D. Kahnemana i A. Tversky'ego, stanowiącą trzon finansów behawioralnych (Zielonka 2006). Wnioskowali oni, że „ludzie wykazują skłonność do ryzyka wtedy, gdy stoją w obliczu potencjalnych strat, oraz awersję do ryzyka w obliczu potencjalnych zysków”. Wynika z niej dalej, że negatywne uczucie u ludzi z powodu straty o określonej wysokości przewyższa pozytywne uczucie z tytułu uzyskania dochodu w tej samej wysokości. Patrząc na obecny system oceny efektywności inwestowania w funduszach emerytalnych, można stwierdzić, że zachęca on do zachowań stadnych. Zarządzający nie patrzą na daną inwestycję z punktu widzenia możliwości przyniesienia najwyższej stopy zwrotu, lecz na to, w co inwestują inne fundusze. Inwestując według takiej zasady, zarządzający funduszami nie ponoszą ryzyka odbiegania od średniej, a więc nie narażają się na powstanie niedoboru i konieczność pokrywania go z własnych środków. Z pewnością zarządzający ci są świadomi faktu, że gdyby w wyborze inwestycji do portfela funduszu kierowali się wyłącznie własną wiedzą i przeprowadzoną analizą opłacalności, to mogliby uzyskać wyższą stopę zwrotu, zwłaszcza w dłuższym okresie. W rezultacie takiego zachowania portfele inwestycyjne wszystkich OFE mają bardzo podobną strukturę. Zarządzający funduszami skupiają się więc na tym, czy również inni zarządzający zdecydują się na podobne inwestycje oraz czy w niedługim czasie można będzie je odsprzedać po wyższej cenie. Nie koncentrują się natomiast na tym, czy dany instrument

jest niedowartościowany czy przewartościowany w stosunku do swoich podstaw fundamentalnych i czy w dłuższym okresie będzie można na nim zarobić więcej. Ponadto myślenie i inwestycje na krótki okres sprzyjają działaniom o charakterze spekulacyjnym, które z kolei mogą powodować straty z inwestycji.

Opisany wyżej sposób oceny efektywności zarządzania otwartymi funduszami emerytalnymi powoduje również, że zarządzający nimi nie mają odpowiedniej motywacji do wybierania inwestycji wyłącznie na podstawie własnych analiz i wiedzy dotyczącej najefektywniejszego lokowania środków. Wydaje się więc, że lepszym mechanizmem oceny efektywności inwestycji OFE byłby pomiar osiągniętego zysku z uwzględnieniem poniesionego ryzyka. Dobrymi miernikami w tym względzie są, znane z literatury, wskaźniki oceny efektywności portfeli funduszy inwestycyjnych, np. wskaźnik Sharpe'a, Treynora czy Jensena (Dębski 2005, s. 538–539).

Wskaźnik efektywności Sharpe'a ma następującą postać:

$$WES = (R - RF)/s$$

gdzie:

- R – stopa zwrotu z portfela,
- RF – stopa zwrotu wolna od ryzyka,
- s – ryzyko portfela.

Wskazuje on na wielkość zysku z portfela funduszu przekraczającego stopę wolną od ryzyka przypadającą na jednostkę ryzyka ponoszonego przez ten fundusz. Nadwyżka ta, będąca licznikiem wzoru na wskaźnik, jest premią za ryzyko, które jest tutaj mierzone odchyleniem standardowym stopy zwrotu z portfela i wyraża ryzyko całkowite portfela. Według zaproponowanego wzoru korzystniejsze są te inwestycje (portfele), które mogą przynieść wyższe wskaźniki efektywności. Ujemna wartość wskaźnika oznacza z kolei nieefektywną inwestycję, gdyż fundusz uzyskał stopę zwrotu mniejszą od stopy wolnej od ryzyka.

Drugim wskaźnikiem efektywności jest wskaźnik Treynora. Od wskaźnika Sharpe'a różni się tym, że w mianowniku ma on współczynnik β będący miarą ryzyka systematycznego, zwanego inaczej ryzykiem rynkowym. Wskaźnik Treynora interpretuje się więc jako miarę dodatkowego zysku z portfela ponad stopę wolną od ryzyka przypadającego na jednostkę ryzyka systematycznego. Im wyższe wartości będzie przyjmował ten wskaźnik, tym zyskowniejsza będzie inwestycja w portfel danego funduszu.

Z kolei wskaźnik Jensena (α) możemy wyrazić wzorem:

$$\alpha = R - [RF + \beta(RM - RF)]$$

gdzie:

RM – stopa zwrotu z portfela rynkowego,

β – współczynnik beta (miara ryzyka rynkowego).

Wskaźnik ten możemy zinterpretować jako nadwyżkę stopy zwrotu osiągniętej przez fundusz nad przeciętną stopą zwrotu uzyskaną w tym samym okresie na rynku z inwestycji o takim samym poziomie ryzyka rynkowego. Przez przeciętną stopę zwrotu rozumie się wyrażenie w nawiasie kwadratowym, które mówi, że stopa ta równa się stopie zwrotu wolnej od ryzyka powiększonej o premię za ryzyko rynkowe odpowiadające ryzyku portfela funduszu mierzonemu tutaj współczynnikiem beta. Koncepcja ta wywodzi się z klasycznego modelu CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), szeroko znanego w literaturze przedmiotu. Współczynnik β w tym modelu jest miarą ryzyka rynkowego inwestycji określającą o ile w przybliżeniu rośnie stopa zwrotu z tej inwestycji, jeżeli stopa zwrotu rynku rośnie o jednostkę. Dany fundusz emerytalny osiąga tym większą efektywność inwestycji (efektywność rozumianą jako dochód z portfela uwzględniający ryzyko), im wyższy jest wskaźnik Jensena. Oznacza to, że zarządzający portfelem funduszu jest skuteczny na rynku, tzn. dobrze dobiera aktywa do portfela. Wartość ujemna wskaźnika oznacza, że fundusz uzyskał stopę zwrotu niższą od przeciętnej z rynku. Oceniając przedstawione wskaźniki, należy stwierdzić, że w warunkach, które będą powodować niestabilne oszacowania współczynnika beta, należałoby preferować wskaźnik Sharpe'a.

Rosnące zasoby funduszy emerytalnych będą wpływać także na wzrost dochodów pośredników rynku kapitałowego, wskutek prowizji pobieranych

od obrotu papierami wartościowymi, i powinny wywołać wzrost ich aktywności na rynku. Domy maklerskie, wychodząc naprzeciw zwiększającemu się zapotrzebowaniu na aktywa finansowe ze strony funduszy emerytalnych powinny rozszerzać dla nich swoją ofertę usług, np. wyszukując dla nich atrakcyjne spółki poszukujące na rynku możliwości gromadzenia kapitału czy projektując i sprzedając funduszom instrumenty finansowe „skrojone” na potrzeby ich portfela bądź potrzebne do jego modyfikacji. Działania te wzmogą konkurencję na rynku kapitałowym pomiędzy domami maklerskimi, co z kolei spowoduje obniżkę kosztów transakcyjnych. Korzyści z tego odniosą fundusze emerytalne, a w ostatecznym rezultacie inwestorzy.

Ponadto fundusze emerytalne, będąc podmiotami rynku kapitałowego, są żywotnie zainteresowane inwestowaniem w długoterminowe papiery wartościowe, nawet o ciągu 25 czy 30 lat trwania inwestycji. Interesują je szczególnie bezpieczne papiery. Takimi instrumentami finansowymi są listy zastawne emitowane przez banki hipoteczne, zwłaszcza pod rozwój budownictwa indywidualnego. Pieniądze gromadzone sukcesywnie w funduszach mogą znacznie zwiększyć strumień kapitału na ten cel, co ostatecznie może obniżyć ceny mieszkań. Mogłyby też zacząć powstawać specjalne fundusze nieruchomościowe emitujące jednostki uczestnictwa notowane na giełdzie papierów wartościowych. Zwiększałyby one podaż papierów wartościowych o stosunkowo długim okresie zapadalności i stwarzałyby możliwość dywersyfikacji portfela inwestycyjnego funduszy emerytalnych.

Bibliografia

- Dębski W. (2005), *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- GPW (2005), *Przewodnik Inwestora*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa.
- Jajuga K. (red.) (2004), *Polityka inwestycyjna otwartych funduszy emerytalnych – analiza istniejących rozwiązań i propozycje zmian* (2004), „Forum dyskusyjne ubezpieczeń i funduszy emerytalnych”, Zeszyt 3, <http://www.knuife.gov.pl/fundusze/publikacje/forum/forum0304.pdf>
- Szyszka A. (2005), *Działalność otwartych funduszy emerytalnych a funkcjonowanie polskiego rynku kapitałowego*, „Bank i Kredyt”, nr 2, s. 72–79.
- Ustawa z dnia 20. 04. 2004 r. o indywidualnych kontach emerytalnych, Dz.U. nr 116, poz. 1205.
- Ustawa z dnia 20. 04. 2004 r. o pracowniczych programach emerytalnych, Dz.U. nr 116, poz. 1207.
- Ustawa z dnia 28. 08. 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Dz.U. Nr 139, poz. 934 oraz z dnia 27. 08. 2003 r. o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. nr 170, poz. 1651.
- Zielonka P. (2006), *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, CeDeWu, Warszawa.