

Artykuł recenzyjny

Marek Szczepański, Tomasz Brzęczek, „Zarządzanie ryzykiem w pracowniczych programach emerytalnych. Uwarunkowania instytucjonalne, ekonomiczno-fiskalne i demograficzne”, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Poznań 2016, 192 s.

Edyta MARCINKIEWICZ¹

Politechnika Łódzka, Wydział Organizacji i Zarządzania

Pod koniec 2016 r. nakładem Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego ukazała się pozycja prezentująca wyniki badań prowadzonych w ramach finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki projektu badawczego zatytułowanego *Instytucjonalne, ekonomiczno-finansowe oraz demograficzne uwarunkowania zarządzania ryzykiem w pracowniczych programach emerytalnych – w Polsce i w innych krajach Unii Europejskiej (analiza porównawcza)*. Projekt realizowany był w latach 2011–2016 pod kierownictwem prof. Marka Szczepańskiego, który też, obok dr. Tomasza Brzęczka, jest autorem omawianej monografii. Obaj autorzy, a w szczególności M. Szczepański, mogą poszczycić się znacznym dorobkiem publikacyjnym, zarówno krajowym, jak i zagranicznym, w zakresie zakładowych systemów emerytalnych. Omawiana książka jest jedną z nielicznych pozycji naukowych na polskim rynku wydawniczym poświęconych w całości tematowi pracowniczych programów emerytalnych. Problematyka ta jest dość słabo rozpoznana w rodzimej literaturze przedmiotu. Niektóre aspekty funkcjonowania dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego w postaci systemów zakładowych omawiane są jedynie w nielicznych artykułach naukowych oraz rozdziałach zamieszczonych w szerszych tematycznie monografiach z zakresu polityki społecznej, ekonomii, finansów i prawa. Spośród wcześniej opublikowanych zwartych opracowań książkowych, bardziej kompleksowo omawiających zakładowe systemy emerytalne i jednocześnie wychodzących poza ściśle prawne kwestie funkcjonowania PPE w Polsce², można jedynie wyróżnić dwie pozycje: wydaną w 2010 r. monografię M. Szczepańskiego *Stymulatory i bariery rozwoju zakładowych systemów emerytalnych na przykładzie Polski* [Szczepański 2010] oraz monografię J. Petelczyc *Pracownicze programy emerytalne w krajach Unii Europejskiej* [Petelczyc 2016], która niedawno ukazała się drukiem. Omawiana monografia jest więc trzecią w Polsce, zarazem drugą autorstwa M. Szczepańskiego, pozycją książkową po-

¹ Kontakt z autorem: Edyta Marcinkiewicz, Wydział Organizacji i Zarządzania, Politechnika Łódzka, ul. Piotrkowska 266, 90-924, Łódź, Polska, e-mail: edyta.marcinkiewicz@p.lodz.pl.

² Zagadnieniom konstrukcji prawnej pracowniczych programów emerytalnych (PPE) funkcjonujących w Polsce od 1999 r. poświęcono więcej miejsca w literaturze przedmiotu z obszaru prawa. Por. przykładowo: [Bagiński 2000], [Chróścicki 1999], [Kopeć, Wojewódka 2005], [Sierocka 2010], [Krajewski 2014].

święconą w całości niezwykle aktualnej obecnie kwestii funkcjonowania pracowniczych programów emerytalnych, ze szczególnym uwzględnieniem problematyki zarządzania ryzykiem w tych programach. Z tego względu recenzowana praca zasługuje na uwagę i bliższe zaznajomienie się z prezentowanymi tamże wynikami badań.

Zakładowe systemy emerytalne są nieodłączną częścią zabezpieczenia emerytalnego, stanowiącą ważne uzupełnienie obowiązkowego systemu zarządzanego publicznie. W niektórych krajach europejskich, np. we Francji lub w Danii, mają one bardzo długą tradycję. Obecnie w zdecydowanej większości systemów emerytalnych w Europie funkcjonuje ten rodzaj programów emerytalnych. Występują one zarówno w postaci planów obowiązkowych (np. w Danii, we Francji, w Norwegii, Islandii, Szwecji), jak też mogą mieć charakter nieobowiązkowy³. Z uwagi na niekorzystną sytuację demograficzną i w konsekwencji zmniejszającą się adekwatność świadczeń z systemu publicznego, w dobrowolnych pracowniczych programach emerytalnych coraz częściej wprowadzane są rozwiązania quasi-obowiązkowe mające na celu zwiększenie powszechności uczestnictwa oraz stopy oszczędzania. Również w Polsce – od 2014 r., kiedy istotnie ograniczono rolę OFE w drugim filarze – wśród naukowców i praktyków toczą się dyskusje nad rozwiązaniami mającymi na celu zachęcenie Polaków do uczestnictwa w dodatkowym dobrowolnym systemie emerytalnym. Konkretnie propozycje odnośnie do zwiększenia roli PPE w Polsce pojawiły się m.in. w opracowaniu zespołu ekspertów pod kierownictwem J. Ruteckiej *Dodatkowy system emerytalny w Polsce. Diagnoza i rekomendacje zmian* [Rutecka 2014] oraz w raporcie stanowiącym rekomendację sopockiego IV Europejskiego Kongresu Finansowego *Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne?* [Kawalec i in. 2014]. W chwili obecnej, tj. na początku 2017 r., likwidacja OFE wydaje się już przesądzona, a najbardziej prawdopodobnym scenariuszem kolejnych reform systemu emerytalnego w Polsce jest kierunek wzmacniania roli programów pracowniczych. Należy jednak podkreślić, że systemom zakładowym z jednej strony towarzyszą korzyści wynikające ze zbiorowego i systematycznego oszczędzania na starość, z drugiej – narażone są one na różnego rodzaju ryzyka. Monografia autorstwa M. Szczepańskiego oraz T. Brzeczka nie tylko wpisuje się tematycznie w bardzo aktualną obecnie problematykę lecz także wypełnia lukę poznawczą w tym obszarze.

Autorzy w omawianej monografii nakreślili główny cel, który stanowiła „analiza wpływu czynników instytucjonalnych oraz systemowych rozwiązań ekonomiczno-fiskalnych na zarządzanie ryzykiem w zakładowych systemach emerytalnych w Polsce oraz w innych krajach Unii Europejskiej”. Jak podkreślono, uwarunkowania te zostały również uzupełnione o czynniki demograficzne, które

³ W większości krajów Unii Europejskiej wprowadzone są dobrowolne pracownicze programy emerytalne. Zdecydowanie łatwiej wymienić jest wyjątki w tym zakresie, np. Czechy, Dania, Islandia, Norwegia. W niektórych krajach funkcjonują jednocześnie dobrowolne programy pracownicze, jak i obowiązkowe programy pracownicze (niekiedy obowiązkowość jest ograniczona do określonych grup zawodowych lub sektorów).

także mają wpływ na zarządzanie ryzykiem. Weryfikacji poddano trzy hipotezy badawcze. Pierwsza z nich odnosiła się do zależności między dobrowolnością i obowiązkowością systemów zakładowych a ich popularnością mierzoną poziomem uczestnictwa („H1: Istnieje silna zależność między charakterem uczestnictwa [dobrowolność, obligatoryjność, quasi-obligatoryjność] w pracowniczych programach emerytalnych a stopniem uczestnictwa w programach zakładowych w danym kraju”). Hipoteza druga dotyczyła związku między zachętami finansowymi ze strony państwa, poziomem uczestnictwa w programach pracowniczych oraz ich efektywnością inwestycyjną („H2: Im bardziej dotowany ze środków publicznych jest w danym kraju pracowniczy program emerytalny, tym wyższą ma stopę uczestnictwa, ale tym niższa jest jego efektywność inwestycyjna”). Trzecia z hipotez odnosiła się do odmiennej specyfiki funkcjonowania zakładowych systemów emerytalnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej („H3: Zarządzanie ryzykiem w pracowniczych programach emerytalnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej realizowane jest w odmiennych warunkach instytucjonalnych i ekonomicznych, niż w krajach tzw. „Starej” Unii Europejskiej, w zbliżonych uwarunkowaniach demograficznych. Wymaga to wypracowania własnych, oryginalnych rozwiązań w tej dziedzinie”). Przedstawione hipotezy zostały poddane weryfikacji w oparciu o bogaty materiał empiryczny zebrany na podstawie badań, jakimi objęto 27 krajów europejskich. Również przyjęty okres analiz pozwalał na szersze spojrzenie i uchwycenie dynamiki zjawisk w niektórych z badanych aspektów, gdyż prowadzono je w przedziale czasowym obejmującym lata 2009–2014.

Omawiana pozycja ma przede wszystkim charakter empiryczny. Znajduje to odzwierciedlenie chociażby w strukturze pracy. Podzielona jest ona na pięć rozdziałów, z których dwa mają charakter porządkujący i stanowią wprowadzenie teoretyczne do omawianych zagadnień, natomiast w trzech pozostałych przedstawione zostały wyniki badań oraz sformułowano na ich podstawie wnioski. W rozdziale pierwszym, obok przeglądu literaturowego i systematyki ogólnych pojęć z zakresu zabezpieczenia emerytalnego, przedstawiono bardziej szczegółowo ideę zakładowych systemów emerytalnych: ich istotę i cele, miejsce w systemie emerytalnym, kwestie związane z opodatkowaniem i zarządzaniem aktywami. Co istotne, dokonując takiego wprowadzenia, autorzy nie ograniczają się do rozwiązań funkcjonujących w Polsce, lecz przytaczają liczne przykłady obrazujące różnorodność rozwiązań wprowadzonych w innych krajach. Kolejny rozdział poświęcony został w całości kwestii konstrukcji pracowniczych programów emerytalnych. Szczegółowo omówiono w nim specyfikę różnych typów programów: ze zdefiniowaną składką, ze zdefiniowanym świadczeniem, hybrydowych, finansowanych kapitałowo oraz repartycyjnie i w formie rezerw księgowych. Szeroko scharakteryzowano również katalog rodzajów ryzyka ponoszonego przez pracodawcę i pracownika w poszczególnych typach pracowniczych programów emerytalnych, ponadto omówiono regulacje Unii Europejskiej (dyrektywę IORP wraz z modyfikacjami), które dotyczą funkcjonowania i w szczególności zarządzania ryzykiem w zakładowych systemach emerytalnych. W kolejnych rozdziałach autorzy przedstawi-

li wyniki badań własnych. W rozdziale trzecim zaprezentowano badania będące niejako wstępem do dalszych analiz. W oparciu o zmienne o różnym charakterze (wskaźniki demograficzne, ekonomiczne, uczestnictwa w obowiązkowym i dobrowolnym kapitałowym systemie emerytalnym, wskaźnik stopnia dotowania systemów zarządzanych prywatnie oraz reżim opodatkowania składek, zysków kapitałowych i wypłat z kapitałowo finansowanych programów emerytalnych zarządzanych prywatnie) dokonano identyfikacji krajów funkcjonujących w podobnym makrootoczeniu. W konsekwencji wybrano cztery kraje, które charakteryzowały się podobnymi makrodeterminantami, lecz różniły się czynnikami instytucjonalno-fiskalnymi. Były to kraje Europy Środkowo-Wschodniej: Czechy⁴, Polska, Słowacja oraz Węgry. Dla grupy tej, na podstawie danych zagregowanych (na poziomie krajowym) na temat aktywów i składek do pracowniczych programów emerytalnych, obliczono wskaźniki efektywności inwestycyjnej (takie jak stopy zwrotu oraz miary ryzyka), po czym porównano je m.in. do skali zachęt fiskalnych, poziomu uczestnictwa w systemach zakładowych oraz uwarunkowań instytucjonalnych. Badanie to objęło okres trzyletni, tj. lata 2009–2011. W ostatnim rozdziale badanie efektywności inwestycyjnej rozszerzono o programy indywidualne, również te obowiązkowe. Analizą objęto tę samą grupę czterech krajów (w sumie sześć programów emerytalnych: indywidualnych i pracowniczych), lecz w latach 2012–2014. Autorzy postawili sobie za cel weryfikację hipotezy, że pracownicze programy emerytalne są bardziej efektywne (w rozumieniu inwestycyjnym) niż programy indywidualne. Tak postawioną hipotezę badawczą uzasadniono z jednej strony większym nadzorem ze strony pracodawców (i wynikającą z niego większą awersją do ryzyka, skutkującą wyższymi stopami zwrotu w okresach dekonjunktury na rynkach finansowych), z drugiej strony – niższymi prowizjami pobieranymi przez instytucje finansowe za zarządzanie ze względu na zbiorowe negocjowanie umów. Podobnie jak w poprzednim rozdziale, przedstawiono tu obliczone wskaźniki efektywności i ryzyka inwestycyjnego dla każdego z analizowanych programów.

Należy podkreślić, że podejście empiryczne jest zaletą i wyróżnikiem prezentowanej monografii. W nurcie ekonomii emerytalnej dominują pozycje o charakterze przeglądowym i zajmujące się opisem jakościowym analizowanych zjawisk. W tym przypadku wnioski z badań formułowane są w oparciu o analizę ilościową, prowadzoną na obszernym materiale empirycznym z zastosowaniem metod oceny efektywności inwestycyjnej oraz wielowymiarowej analizy statystycznej.

Przedstawione przez autorów badania własne pozwoliły na sformułowanie kilku interesujących wniosków. Po pierwsze, na podstawie zestawu zmiennych reprezentujących wskaźniki ekonomiczne, demograficzne, fiskalne oraz instytucjonalne wyodrębniono grupy krajów, które funkcjonują w podobnym makrootoczeniu. Grupy te obejmują: 1. Danię, Finlandię, Holandię, Belgię i Szwecję; 2. Grecję,

⁴ W Czechach zasadniczo w systemie dobrowolnym występują indywidualne programy emerytalne, lecz ze znacznym udziałem pracodawcy. Jak sugerują autorzy, system tego typu można nazwać quasi-zakładowym.

Portugalię, Łotwę, Włochy, Litwę i Bułgarię; 3. Polskę, Rumunię, Słowację, Węgry; 4. Austrię i Francję; 5. Czechy, Słowenię, Niemcy; 6. Irlandię, Wielką Brytanię, Hiszpanię; 7. Norwegię; 8. Islandię i Szwajcarię. Jak argumentują autorzy, w analizach porównawczych uwzględnienie różnic i podobieństw wynikających z wielorakich uwarunkowań zewnętrznych, w jakich funkcjonują zakładowe systemy emerytalne, jest konieczne. Po drugie, autorzy, poddając analizie efektywność pracowniczych programów emerytalnych w relacji do zachęt fiskalnych w grupie czterech krajów: Czech, Polski, Słowacji oraz Węgier, zauważyli, że skala uczestnictwa pracowników w programach jest powiązana z wielkością zachęt fiskalnych ze strony państwa. W krajach, gdzie systemy zakładowe były silniej dotowane (np. poprzez ulgi podatkowe, dopłaty), większa była też powszechność programów wśród pracowników. Jednocześnie też zidentyfikowano zależność między stymulacją fiskalną systemów zakładowych a ich efektywnością. W badanej grupie krajów Europy Środkowo-Wschodniej w systemach o większym poziomie dotowania jednocześnie efektywność inwestycyjna zakładowych programów emerytalnych była mniejsza. Po trzecie, otrzymane wyniki nie wskazywały na to, by efektywność inwestycyjna była powiązana z rodzajem programu: indywidualnym lub pracowniczym. Po czwarte, oceniono, że efektywność inwestycyjna w analizowanych systemach emerytalnych była niska, tj. poniżej efektywności benchmarków rynkowych.

Szczególnie ciekawym, ale jednocześnie kontrowersyjnym, wynikiem badań jest pozytywna weryfikacja hipotezy H2. Formułuje ona sądy dotyczące zależności między poziomem dotowania programów pracowniczych przez państwo, stopą uczestnictwa oraz efektywnością inwestycyjną tych programów. W wyniku przeprowadzonych analiz stwierdzono, że „w państwach, w których uczestnictwo w pracowniczych programach emerytalnych jest dobrowolne, istnieje silna pozytywna zależność między stopniem uczestnictwa a wysokością zachęt ekonomiczno-fiskalnych (głównie: ulg podatkowych), ale jednocześnie poziom efektywności inwestycyjnej jest niższy”. Pierwsza część powyższego stwierdzenia stanowi o tyle interesujący wniosek, że w literaturze przedmiotu raczej przeważa pogląd kwestionujący skuteczność (i zasadność) stosowania zachęt finansowych. Natomiast w odniesieniu do drugiej części autorzy, w konkluzjach podsumowujących przedstawione badania, wnioskuje, że „nadmierne subsydiowanie zakładowych systemów nie zmusza instytucji finansowych obsługujących pracownicze programy emerytalne do konkutowania pod względem realnej stopy zwrotu z inwestycji”. Wniosek ten można uznać za pewne uproszczenie. Trudno ocenić, czy zaobserwowana zależność między dotowaniem programów a efektywnością inwestycyjną jest pozorna, czy też jest to związek o charakterze przyczynowo-skutkowym. Brak konkurencji poprzez wyższą efektywność inwestycyjną wcale bowiem nie musi być wynikiem większych ulg podatkowych, ale może wiązać się z występowaniem czynników rynkowych i systemowych. Nie sposób jednak tego stwierdzić bez głębszej analizy specyfiki rynku, na którym działają instytucje finansowe odpowiedzialne za zarządzanie środkami gromadzonymi w ramach pracowniczych

programów emerytalnych, oraz analizy szczególnych regulacji dotyczących ich funkcjonowania.

Autorzy omawianej monografii zmierzali się z ambitnym i trudnym zadaniem analizy ilościowej w obszarze zakładowych programów emerytalnych w przekroju międzynarodowym. Tego typu badania są rzadkością nie tylko w rodzimej literaturze przedmiotu, ale również w zagranicznej. Dlatego też, właśnie ze względu na swoją oryginalność, prowokują one do podjęcia dyskusji. Przykładowo, pewien niedosyt pozostawia ograniczenie badania efektywności tylko do grupy czterech krajów, co niestety stanowi zbyt małą reprezentację, by móc uogólniać rozpoznane zależności i zidentyfikować je jako uniwersalnie występujący mechanizm działania. Autorzy przyjęli założenie, leżące u podstaw procedury badawczej, że analizę porównawczą efektywności inwestycyjnej należy prowadzić dla krajów o podobnej sytuacji ekonomicznej i demograficznej. Jest to interesujące podejście, aczkolwiek zabrakło dla niego szerszego omówienia i uzasadnienia. O ile nie ma wątpliwości, że tego typu czynniki potencjalnie mogą wpływać przykładowo na powszechność uczestnictwa w dobrowolnych pracowniczych programach emerytalnych, to wpływ makrootoczenia, w jakim działają fundusze, na ich efektywność nie jest już oczywisty. Niemniej jednak są to uwagi w żaden sposób nie umniejszające wartości prezentowanych wyników.

Podsumowując, omawiana monografia M. Szczepańskiego i T. Brzęczka *Zarządzanie ryzykiem w pracowniczych programach emerytalnych. Uwarunkowania instytucjonalne, ekonomiczno-fiskalne i demograficzne* może być dwójako postrzegana. Po pierwsze, jako kompendium wiedzy o pracowniczych programach emerytalnych. Autorów charakteryzuje szersze spojrzenie, wychodzą oni poza omawianie rozwiązań funkcjonujących tylko w polskim systemie emerytalnym. Z drugiej strony, nie ma wątpliwości, że jest to monografia naukowa mająca istotną wartość poznawczą. Autorzy stawiają i weryfikują empirycznie – na podstawie analizy ilościowej obejmującej grupę krajów – hipotezy badawcze, tym samym poszerzając zakres wiedzy na temat uwarunkowań funkcjonowania zakładowych systemów emerytalnych. Wnioski te mogą być cenne zwłaszcza przy wdrażaniu rozwiązań praktycznych.

Bibliografia

- Bagiński L., 2000, *Międzyzakładowe pracownicze programy emerytalne: pracownicze fundusze emerytalne w III filarze*, Wydawnictwo Prawnicze, Warszawa.
- Chróścicki A., 1999, *Pracownicze programy emerytalne*, Ecostar, Warszawa.
- Kawalec S., Błażuk K., Kurek M., 2014, *Jak mobilizować dodatkowe oszczędności emerytalne?*, Capital Strategy, Warszawa.
- Kopeć A., Wojewódka M., 2005, *Pracownicze programy emerytalne. Komentarz do ustawy z dnia 20 kwietnia 2004 r.*, C.H. Beck, Warszawa.
- Krajewski M., 2014, *Pracownicze programy emerytalne: charakterystyka prawna*, Uniwersytet Łódzki, Łódź.

Petelczyc J., 2016, *Pracownicze programy emerytalne w krajach Unii Europejskiej*, Dom wydawniczy ELIPSA, Warszawa.

Rutecka J. (red.), 2014, *Dodatkowy system emerytalny w Polsce. Diagnoza i rekomendacje zmian*, Towarzystwo Ekonomistów Polskich, Warszawa.

Sierocka I., 2010, *Pracownicze programy emerytalne*, Wydawnictwo Temida 2, Białystok.

Szczepański M., 2010, *Stymulatory i bariery rozwoju zakładowych systemów emerytalnych na przykładzie Polski*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań.