

Jarosław Poteraj

Państwowa Wyższa Szkoła Informatyki i Przedsiębiorczości w Łomży

EFEKTYWNOŚĆ PIĘCIU POWSZECHNYCH TOWARZYSTW EMERYTALNYCH Z CZŁÓWKI RYNKOWEJ

Streszczenie: Na przykładzie pięciu powszechnych towarzystw emerytalnych z rynkowej czołówki autor dokonuje analizy efektywności w dwóch perspektywach poznawczych – przedsiębiorstwa i właścicieli. Wykorzystanymi metodami badawczymi były obliczenie wskaźnika ROE oraz metoda NPV, wzbogacona obliczeniem IRR. W podsumowaniu autor stwierdził, że w przypadku wskaźnika ROE cztery analizowane przedsiębiorstwa (CU, ING, PZU oraz AIG) wykazują bardzo wysoką efektywność działania w ostatnich latach – w 2008 r. na poziomie około 50% dla CU oraz ING, a powyżej 30% dla AIG oraz PZU, AXA zaś uzyskał w 2008 r. wartość ROE około –5%. W długoterminowej perspektywie właścicielskiej, mierzonej wartością IRR, istnieje duże zróżnicowanie analizowanych projektów. Najwyższe oceny na poziomie ponad 26% uzyskuje projekt ING, najniższe zaś (0,81%) projekt AXA. Projekt realizowany przez CU uzyskał najbardziej korzystną ocenę w perspektywie bieżącej działalności, a projekt realizowany przez ING w perspektywie właścicielskiej. W obydwu perspektywach najgorsze wyniki uzyskał projekt AXA.

Słowa kluczowe: powszechne towarzystwa emerytalne, efektywność, emerytura.

1. Wstęp

W niniejszym artykule podjęto próbę określenia efektywności w dwóch perspektywach poznawczych. Pierwszą z nich jest perspektywa powszechnego towarzystwa emerytalnego jako przedsiębiorstwa, a przyjętym miernikiem efektywności – wskaźnik zwrotu na kapitale, drugą zaś – perspektywa akcjonariuszy powszechnego towarzystwa emerytalnego, a efektywność zmierzona została z wykorzystaniem wartości bieżącej netto poczynionej inwestycji oraz jej wewnętrznej stopy zwrotu.

Celem badawczym autora jest porównanie skuteczności zastosowania dostępnych zasobów przez pięć spośród obecnych na rynku powszechnych towarzystw emerytalnych (PTE), które osiągnęły najwyższą pozycję rynkową. Przyjętą miarą pozycji rynkowej jest wartość aktywów netto zarządzanego przez towarzystwo otwartego funduszu emerytalnego (OFE) na koniec 2008 r.¹

¹ Autor, odmiennie od wielu innych, próbuje spojrzeć na aktywność na rynku usług emerytalnych w perspektywie przedsiębiorstw zarządzających OFE i ich właścicieli, pomijając w analizie same OFE.

Analiza obejmuje perspektywę czasową od początku istnienia powszechnych towarzystw emerytalnych, czyli przełomu lat 1998 i 1999 do końca 2008 r. Jako materiały źródłowe wykorzystano dane prezentowane na stronach internetowych i w publikacjach instytucji nadzorczych², raporty roczne PTE, publikowane w „Monitorze Polskim B”, oraz ich sprawozdania finansowe przekazywane do sądu rejestrowego.

2. Powszechne towarzystwa emerytalne

2.1. Informacje ogólne

PTE, zgodnie z definicją ustawową, oznacza spółkę akcyjną, będącą organem OFE [Ustawa z 28 sierpnia 1997...]. Towarzystwo tworzy fundusz oraz, jako jego organ, zarządza nim i reprezentuje go w stosunkach z osobami trzecimi. PTE powstawały w Polsce w latach 1998-1999, kiedy to wdrażano w życie reformę emerytalną, uwzględniającą funkcjonowanie tzw. II filara emerytalnego, w postaci OFE i zarządzających nimi PTE. Powstało wówczas 21 PTE, które utworzyły także 21 OFE. Od początku obecności na rynku powszechne towarzystwa emerytalne wybrane do analizy w niniejszym opracowaniu były liderami tego rynku. Porównawcze zestawienie stanu rzeczy na koniec lat 1999 i 2008 zaprezentowano w tab. 1, zachowując odpowiednio nazewnictwo PTE z końca lat 1999 i 2008.

Tabela 1. Wybór z rankingu PTE według wartości aktywów netto OFE (w PLN)

Lp.	1999		2008		Lp.
1	Commercial Union PTE BPH CU WBK SA	678.942.843,72	36.116.879.323,10	Commercial Union PTE BPH CU WBK SA* (CU)	1
2	PTE Nationale- Nederlanden Polska SA	478.206.070,26	33.058.448.002,89	ING Nationale- Nederlanden Polska PTE SA (ING)	2
3	PTE PZU SA	360.247.767,32	18.952.334.463,92	PTE PZU SA (PZU)	3
4	AIG PTE SA	180.642.668,25	11.116.810.007,07	AIG PTE SA** (AIG)	4
5	Zurich Solidarni PTE SA	94.948.219,98	6.557.593.162,96	AXA PTE SA (AXA)	5
...					
9	Winterthur PTE SA	50.501.214,79	5.476.018.431,01	Generali PTE SA	7

* 1 czerwca 2009 r. zarejestrowano zmianę nazwy spółki na Aviva Powszechne Towarzystwo Emerytalne Aviva BZ WBK SA.

** 22 września 2009 r. zarejestrowano zmianę nazwy spółki na Amplico Powszechne Towarzystwo Emerytalne SA.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych UNFE i KNF.

² W kolejnych latach były to: Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi (UNFE), Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych (KNUiFE) oraz Komisja Nadzoru Finansowego (KNF).

Cztery pierwsze przedsiębiorstwa stały się w 1999 r. rynkowymi liderami i utrzymały swoją pozycję do końca 2008 r. Jedynie AXA PTE SA (d. Winterthur PTE SA) poprawiło pozycję w rankingu z 9 lokaty początkowo na 5 miejsce na koniec 2008 r.

2.2. Kreacja kapitału zakładowego

Wzrost wartości kapitału zakładowego poszczególnych PTE w kolejnych latach zaprezentowano w tab. 2.

Tabela 2. Zmiany wartości kapitału zakładowego (kz) analizowanych PTE (w mln PLN)

PTE	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	stan kz
CU	125,0	10,0	2,0									137,0
ING	16,0	13,0	4,0									33,0
PZU	20,0		7,0	5,0								32,0
AIG	16,0	67,1	10,5									93,6
AXA	100,0				5,0							105,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z RHB i KRS.

Największa wartość kapitału zakładowego w przypadku wszystkich PTE została zaangażowana w latach 1998-1999. Wpłaty w kolejnych latach miały charakter uzupełniający i skończyły się w 2002 r. Najwyższy poziom kapitału zakładowego ma CU, natomiast najniższy – PZU.

2.3. Dopłaty do kapitału zakładowego PTE

W tab. 3 zaprezentowano z kolei wartości w kolejnych latach dopłat do kapitału.

Tabela 3. Zmiany wartości dopłat do kapitału (w mln PLN)

PTE	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Razem
CU		75,0	-2,0									73,0
ING		121,0	46,0									167,0
PZU	180,0		63,0	45,0								288,0
AIG			119,6	10,3								129,9
AXA	25,0		121,0		-5,0							141,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych.

Dopłaty do kapitału były realizowane w latach 1998-2001. Największą wartość dopłat do kapitału poczynił akcjonariusz PZU, a najmniejszą – akcjonariusze CU.

2.4. Zmiany w zakresie zyskowności PTE

Zmiany wartości zysku lub straty netto w kolejnych latach zaprezentowano w tab. 4.

Tabela 4. Zmiany wartości zysku lub straty netto PTE (w mln PLN)

PTE	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CU		-90,2	-54,8	42,5	57,7	162,8	120,3	131,3	154,5	186,5	184,6
ING		-103,8	-8,3	34,6	60,0	56,6	125,3	136,8	198,8	208,1	237,7
PZU		-143,9	-85,5	-4,0	4,4	66,6	45,6	66,7	83,9	102,0	107,7
AIG		-82,4	2,4	5,7	21,4	49,7	26,8	54,6	47,5	49,4	75,3
AXA	2,5	-49,1	-59,5	11,5	4,5	3,5	8,1	-7,9	0,1	3,6	-8,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych.

Na początku działalności, pomijając zysk AXA sprzed podjęcia działalności operacyjnej, wszystkie PTE generowały straty. Najszybciej, bo już w 2000 r., zysk netto wypracowało AIG. W przypadku trzech kolejnych PTE zysk ten pojawił się w 2001 r., a w przypadku PZU dopiero w 2002 r. Od 2004 r. zdecydowanie najbardziej zyskowny jest ING, AXA natomiast nie potrafi doprowadzić do stabilności w zakresie uzyskiwania zysku, generując stratę netto w 2008 r.

2.5. Wypłacane dywidendy

W tabeli 5 zaprezentowano z kolei wartości wypłacanej akcjonariuszom dywidendy.

Tabela 5. Dywidendy wypłacane akcjonariuszom (w mln PLN)

PTE	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CU						20,2	149,7	110,6	120,7	150,1	186,5
ING							24,9	112,8	123,1	182,9	191,5
PZU									66,7	83,9	102,0
AIG							21,4	49,7	26,8	54,6	26,1
AXA							3,5	8,1			

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych.

W 2003 r. jako pierwsi zaczęli otrzymywać dywidendy akcjonariusze CU. W latach 2004-2005 dywidendy były wypłacone akcjonariuszom czterech spośród analizowanych PTE. Najpóźniej, bo dopiero w 2006 r., dywidendę otrzymał akcjonariusz PZU. W tym samym roku, wobec wygenerowanej rok wcześniej straty netto, zaprzestano wypłacania dywidend AXA. Od 2005 r. najwyższe wartości dywidendy wypłaca ING.

2.6. Kapitały własne

W tabeli 6 zaprezentowano wartości kapitałów własnych poszczególnych PTE.

Tabela 6. Kapitały własne (w mln PLN)

PTE	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CU		99,8	64,9	107,5	165,2	307,8	278,4	299,0	332,8	369,2	367,3
ING		46,2	87,9	149,5	210,5	266,3	370,4	397,1	471,9	486,0	539,2
PZU	200,0	56,1	40,6	86,5	90,9	157,6	203,8	271,5	287,6	303,4	312,2
AIG	16,0	57,2	143,4	149,1	170,5	220,1	225,5	230,5	251,2	246,0	295,2
AXA	127,5	78,4	18,9	40,8	166,3	169,8	174,4	158,4	158,5	162,1	153,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych.

W początkowym okresie, na koniec 1999 r., najniższą wartość kapitałów własnych miało ING, a najwyższą CU, w 2000 r. zaś najniższą AXA, a najwyższą AIG. Od 2004 r. ING utrzymuje pozycję lidera, natomiast najniższy poziom kapitału własnego ma AXA.

3. Efektywność wykorzystania powierzzonego kapitału

3.1. Wskaźnik rentowności netto kapitału własnego

Wydaje się, że najlepszą miarą do określenia efektywności wykorzystania powierzzonego kapitału jest wskaźnik rentowności netto kapitału własnego, określane często angielskim skrótem ROE (*Return on Equity*). W przypadku spółki akcyjnej, jaką jest powszechnie towarzystwo emerytalne, kapitał właścicieli jest kapitałem powierzonym przez akcjonariuszy zarządowi i pracownikom, w celu pomnożenia, w skali wyższej niż w przypadku alternatywnych inwestycji. Oczekiwana wartość tego wskaźnika jest oczywiście dodatnia i im wyższa, tym lepiej. Ujemna wartość wskaźnika oznacza rozmiar straty kapitału właścicieli, wynikający z nadwyżki kosztów prowadzenia działalności nad wszystkimi przychodami z tej działalności. Obliczanie wskaźnika ma sens ekonomiczny przede wszystkim w sytuacji występowania dodatnich wartości kapitału własnego. Jednakże nawet w przypadku ujemnej wartości kapitału własnego można go obliczać, stosując metodę rekomendowaną przez Wędzkiego [2006, s. 521]. Wskaźnik ma jedną wersję obliczeniową dla sprawozdania jednostkowego i skonsolidowanego:

$$ROE = \frac{ZN}{|KW + KM|},$$

gdzie: ROE – wskaźnik rentowności netto kapitału własnego,
 ZN – zysk netto,
 KW – kapitał własny,
 KM – kapitał mniejszości.

W przypadku wszystkich analizowanych PTE kapitały mniejszości nie występują, jako że przedsiębiorstwa te nie sporządzają sprawozdań skonsolidowanych.

3.2. Obliczanie wartości wskaźnika rentowności netto kapitału własnego

Wykorzystując wartości podane w części pierwszej opracowania, obliczono wartości wskaźnika ROE dla wszystkich analizowanych PTE. Wyniki obliczeń zaprezentowano w tab. 7.

Tabela 7. Wskaźnik ROE dla badanych PTE w latach 1999-2008 (w %)

PTE	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CU	-66,84	-54,92	65,40	53,72	98,55	39,07	47,16	51,68	56,06	49,99
ING	-648,55	-17,86	39,31	40,12	26,90	47,07	36,93	50,07	44,11	48,91
PZU	-71,96	-152,52	-9,92	5,11	73,25	28,94	32,71	30,90	35,46	35,49
AIG	-515,24	4,20	3,98	14,34	29,13	12,16	24,21	20,61	19,68	30,60
AXA	-38,49	-75,92	61,04	11,08	2,08	4,79	-4,53	0,04	2,29	-5,47

Źródło: opracowanie własne.

Z perspektywy efektywności wykorzystania powierzonego kapitału obserwujemy w powyższym zestawieniu co najmniej trzy różne okresy: 1) okres uzyskiwania ujemnych wartości wskaźnika, 2) okres dochodzenia wskaźnika do poziomu docelowej stabilizacji, 3) okres uzyskiwania zbliżonych i wysokich wartości wskaźnika. Pierwszy okres miał zróżnicowany przebieg dla poszczególnych przedsiębiorstw – najbardziej wyrównany w przypadku CU i znacząco zróżnicowany w przypadku AIG oraz ING. W drugim okresie PTE potrzebowały od dwóch do trzech lat do przejścia do fazy stabilizacji. Stabilizacja ta oznaczała w przypadkach CU oraz ING wskaźnik na poziomie prawie 50% w 2008 r. Drugą grupę stanowią PZU i AIG, w przypadku których stabilizacja ukształtowała się na poziomie przekraczającym 30% w 2008 r. Zdecydowanie odróżnia się od pozostałych PTE AXA, w przypadku której wartości wskaźnika oscylują wokół zera.

3.3. Interpretacja otrzymanych rezultatów

W porównaniach z innymi branżami wartości te dla czterech pierwszych PTE są bardzo wysokie. Wskaźniki podawane dla branż: spożywczej, chemicznej, elektromaszynowej i budowlanej przez T. Dudycza i współpracowników [Dudycz i in. 2005] dla lat 2002-2003 znajdują się w przedziale od 1,25 do 4,3%. Nawet w przy-

padku giełdowych banków w Polsce wskaźniki te zazwyczaj nie przekraczają 25%. Oczywiście należy pamiętać, że analizowane PTE są liderami w swojej branży, natomiast wartości podawane przez T. Dudycza dotyczą całych branż.

4. Efektywność inwestycji dla akcjonariuszy

4.1. Wartość bieżąca netto oraz wewnętrzna stopa zwrotu

4.1.1. Wartość bieżąca netto

Metoda wartości bieżącej netto jest powszechnie wykorzystywana do oceny projektów inwestycyjnych, a określana jest najczęściej angielskim skrótem NPV (*Net Present Value*). Metoda ta wykorzystuje sumowanie zdyskontowanych przepływów pieniężnych generowanych przez projekt w całym okresie jego trwania. Sens ekonomiczny metody sprowadza się do porównania wartości inwestycji dokonanej początkowo z jej efektami w postaci generowanych przez projekt w przyszłości strumieni pieniężnych, zdyskontowanych oczekiwaną stopą zwrotu. Oczekiwana wartość NPV to wartość dodatnia, o jak najwyższej wielkości. Ujemna wartość NPV oznacza, że projekt nie generuje przepływów pieniężnych, które pokryją wartość poczynionej inwestycji, przy założonej oczekiwanej stopie zwrotu. Do poprawnego wyliczenia wskaźnika konieczne jest określenie roku zerowego, w którym następuje wydatek inwestycyjny, oraz oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji [Jajuga, Jajuga 2007, s. 345-346]. Wartość bieżąca netto obliczana jest zgodnie ze wzorem:

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t},$$

gdzie: CF_t – przepływ pieniężny uzyskany w toku t ,
 n – okres życia projektu,
 k – stopa dyskontowa.

Metodę NPV wykorzystuje się najczęściej do porównywania rezultatów dwóch lub więcej zamierzonych przedsięwzięć inwestycyjnych. Zastosowanie tej metody do oceny *ex post* oczywiście zwiększa wiarygodność dokonanej oceny, ponieważ przepływy pieniężne są już nie przewidywane, lecz rzeczywiście osiągnięte. Duża wiarygodność metody zależna jest jednak od przyjętej stopy dyskontowej, którą jest oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji. Wartość tej stopy każdorazowo przyjmowana jest arbitralnie i wyraża indywidualne preferencje konkretnego inwestora.

4.1.2. Wewnętrzna stopa zwrotu

Metoda wyznaczania wewnętrznej stopy zwrotu jest metodą odmienną od NPV, stosowaną do oceny projektów inwestycyjnych, i najczęściej określana jest angielskim skrótem IRR (*Internal Rate of Return*). Metoda ta jest oparta na określeniu takiej

wysokości stopy dyskontowej, przy której wartość NPV jest równa zero, oczywiście przy znajomości przepływów pieniężnych generowanych przez projekt w całym cyklu. Sens ekonomiczny obliczenia IRR sprowadza się do określenia takiej wartości stopy dyskontowej k , przy której wartość bieżąca projektu wynosi zero, czyli:

$$\sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} = 0.$$

Jeżeli IRR projektu jest większe od k , projekt powinien być realizowany, w przeciwnym wypadku projekt należy odrzucić.

4.2. Wykorzystanie metod wartości bieżącej netto oraz wewnętrznej stopy zwrotu do oceny zrealizowanych projektów inwestycyjnych w PTE

Ocena wartości projektów inwestycyjnych, polegających na zaangażowaniu kapitałowym w PTE, została przeprowadzona z wykorzystaniem strumieni pieniężnych wygenerowanych dla właścicieli przez przedstawione w tab. 8 projekty³.

Tabela 8. Strumienie pieniężne wygenerowane przez poszczególne projekty (w mln PLN)

PTE	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CU	-135,0	-75,0	0,0	0,0	0,0	16,1	121,3	89,6	97,8	121,6	732,5
ING	-16,0	-134,0	-50,0	0,0	0,0	0,0	20,2	91,4	99,7	148,2	988,1
PZU	-200,0	0,0	-70,0	-50,0	0,0	0,0	0,0	0,0	54,0	67,9	602,3
AIG	-16,0	-186,7	-20,7	0,0	0,0	0,0	17,3	40,2	21,7	44,2	498,9
AXA	-125,0	0,0	-121,0	0,0	0,0	0,0	2,8	6,6	0,0	0,0	255,0

Źródło: opracowanie własne.

Jak widać, strumienie ujemne, oznaczające dokonywane inwestycje, występowały jedynie w latach 1998-2001, przy czym w projekty CU, PZU i AXA akcjonariusze największe środki zaangażowali w 1998 r., a w projekty ING i AIG w 1999 r. Łączna wartość inwestycji była zbliżona w czterech projektach i mieściła się w przedziale od 200 do 246 mln PLN, a w projekcie PZU była znacznie wyższa i wyniosła

³ W 2008 r. wprowadzono wartość rezydualną równą wartości księgowej kapitału własnego pomnożonej przez współczynnik 1,66. Przyjęcie tego współczynnika wynika z ostatnio przeprowadzonej na rynku transakcji. 30 grudnia 2008 r. nastąpiło przeniesienie własności 54.812 akcji Aegon PTE SA, stanowiących 49,7% kapitału zakładowego, przez BRE Bank SA na rzecz Aegon Woningen Nova B.V. za 485,012733 mln PLN, czyli przy wartości funduszy własnych tego towarzystwa na 31 grudnia 2008 r. (586,67780509 mln PLN) współczynnik cena rynkowa/fundusze własne wyniósł dla tej transakcji około 1,66. Ponadto przy obliczaniu wartości strumieni przyjęto przepływy netto dla akcjonariuszy, czyli uwzględniające obowiązujące w Polsce stopy podatku dochodowego w zakresie opodatkowania różnicy pomiędzy wartością rezydualną a wartością inwestycji, oraz w zakresie opodatkowania dywidendy.

320 mln PLN. Strumienie dodatnie związane są z wypłatami dywidend oraz z przyjętą wartością rezydualną na koniec 2008 r.

Obliczenia wartości NPV projektów przeprowadzono dla czterech wartości oczekiwanej stopy zwrotu, a mianowicie 10, 15, 20 i 25%. Otrzymane rezultaty zaprezentowano w tab. 9.

Tabela 9. Wartości NPV dla analizowanych projektów przy różnych oczekiwanych stopach zwrotu (w mln PLN)

Oczekiwana stopa zwrotu	NPV CU	NPV ING	NPV PZU	NPV AIG	NPV AXA
5%	528,25	629,17	136,61	169,86	-68,01
10%	273,53	335,86	-8,35	44,34	-110,65
15%	123,07	166,70	-86,91	-24,73	-130,23
25%	-22,20	9,57	-150,04	-82,01	-138,35

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku oczekiwanej stopy zwrotu na poziomie 5% cztery projekty mają wartość NPV dodatnią, a projekt AXA ujemną. Przy oczekiwanej stopie zwrotu na poziomie 25% dodatnią wartość NPV utrzymał jedynie projekt ING. Jednoznacznie należy zatem ocenić projekt zrealizowany przez ING jako najbardziej efektywny z perspektywy inwestorów, a projekt AXA jako najmniej efektywny.

Przy uzyskanych wartościach NPV dla poszczególnych oczekiwanych stóp zwrotu należy oczekiwać, że IRR dla projektu AXA jest mniejsza niż 5%, dla projektu PZU mieści się w przedziale 5-10%, dla AIG w przedziale 10-15%, dla CU w przedziale 15-25%, a dla ING jest wyższa niż 25%. Jeśli zatem alternatywą inwestycyjną było zainwestowanie w 1998 r. w portfel giełdowy na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA, gdzie wartość IRR dla pieniędzy wycofanych na koniec 2008 r. wyniosła 7,84%⁴, projekty ING, CU oraz AIG należy ocenić pozytywnie, projekt AXA negatywnie, projekt PZU zaś w zależności od rzeczywistej wartości IRR. Obliczenie wartości IRR dla projektów inwestycyjnych w PTE zaprezentowano w tab. 10.

Tabela 10. Wartości IRR dla analizowanych projektów (w %)

Projekt	CU	ING	PZU	AIG	AXA
Wartość IRR	22,67	26,15	9,61	12,85	0,81

Źródło: opracowanie własne.

⁴ Obliczenia własne autora na podstawie danych o wartości indeksu WIG. Porównaj: <http://stooq.pl/q/d/?s=wig> (pobrano 20.11.2009).

Uzyskane wartości IRR są zgodne z przewidywaniami. Wartość IRR dla projektu PZU oznacza, że był on wart realizacji, podobnie jak projekty ING, CU oraz AIG (wartość IRR wyższa od oczekiwanej stopy zwrotu, równej stopie zwrotu dla indeksu WIG). Jedynie projekt AXA, mimo iż uzyskał dodatnią wartość IRR, nie był realizowany z korzyścią dla inwestorów.

5. Podsumowanie

Analiza efektywności inwestowania w projekty, polegające na powołaniu do życia pięciu PTE w Polsce, dała korzystne rezultaty, zarówno z perspektywy oceny działalności przedsiębiorstw, jak i w przypadku przyjęcia perspektywy właścicielskiej. W tej pierwszej perspektywie, określanej z wykorzystaniem wskaźnika rentowności netto kapitału własnego, otrzymano rezultaty nadzwyczaj korzystne (w 2008 r. ROE około 50%) dla projektów ING i CU, bardzo korzystne (w 2008 r. ROE ponad 30%) dla projektów AIG oraz PZU i niekorzystne dla projektu AXA (w 2008 r. ROE około -5%). Bieżące efekty wykorzystania powierzonego przez właścicieli kapitału w czterech analizowanych projektach osiągają w ostatnich latach poziomy niedostępne w innych branżach. Najwyższe wartości ocenianego wskaźnika uzyskuje projekt CU. W zakresie oceny efektywności inwestowania w perspektywie właścicieli istnieje duże zróżnicowanie analizowanych projektów. Najwyższe wartości uzyskuje projekt ING, najniższe zaś projekt AXA. Potwierdza to także najwyższa dla projektu ING, a najniższa dla projektu AXA wartość wewnętrznej stopy zwrotu IRR. Wartość ta w przypadku czterech PTE przekracza IRR inwestycji w portfel giełdowy, a dla projektu AXA jest niższa od tej alternatywy inwestycyjnej.

Podsumowując, należy stwierdzić, że dokonane przez inwestorów w latach 1998-2001 inwestycje w PTE należy uznać za przedsięwzięcia efektywne w przypadku towarzystw ING, CU, AIG oraz PZU, z perspektywy zarówno samych przedsiębiorstw, jak i zaangażowanych w inwestycje inwestorów. Zdecydowanie najgorzej prezentuje się w obydwu perspektywach projekt AXA. Z perspektywy przedsiębiorstwa najbardziej efektywna jest działalność CU, natomiast dla inwestorów lepsze wyniki przyniosła inwestycja ING.

Literatura

- Dudycz T., Harmol M., Skoczylas W., Niemiec A., *Finansowe wskaźniki sektorowe – pomoc przy analizie finansowej i ocenie zdolności przedsiębiorstwa do kontynuacji działalności*, „Rachunkowość” 2005, nr 3.
<http://stooq.pl/q/d/?s=wig> (pobrano 20.11.2009).
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Aktywa niefinansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Wędzki D., *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Oficyna Ekonomiczna Wolters Kluwer Polska, Kraków 2006.
- Ustawa z 28 sierpnia 1997 o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, DzU 2004 nr 159, poz. 1667, tekst jednolity wraz ze zmianami.

EFFICIENCY OF THE MARKET TOP-FIVE PUBLIC PENSION SOCIETIES

Summary: On the base of the top-five public pension societies the author makes the efficiency analysis in two scientific perspectives – of the company and of the owners of capital. Research methods used by the author were ROE indicator method and NPV method, enriched by IRR method. In the summary the author concludes that in the case of ROE indicator four analysed companies (CU, ING, PZU and AIG) revealed in the last years very high efficiency – in 2008 on the level about 50% for CU and ING, and over 30% for AIG and PZU, and only AXA revealed in 2008 ROE value -5%. In the long-term owners perspective, measured by IRR, there is a great diversity between analysed projects. The highest marks on the level of over 26% were received by ING project, and the worst by AXA project (0.81%). CU project received the best mark in present perspective and ING project in the long-term owners perspective. In both perspectives, the worst effects were received by AXA project.