PRACE NAUKOWE UNIWERSYTETU EKONOMICZNEGO WE WROCŁAWIU nr 117
Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek 2010

Malwina Lemkowska
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

EKONOMICZNE PODSTAWY ZARZĄDZANIA PRZEZ WARTOŚĆ W TOWARZYSTWIE UBEZPIECZEŃ WZAJEMNYCH

Streszczenie: Koncepcja zastosowania teorii wartości przedsiębiorstwa w towarzystwach ubezpieczeń wzajemnych (TUW) budzi wiele kontrowersji. Bez wątpienia szczególny charakter kapitału zakładowego ubezpieczyciela, specyficzny charakter kategorii członków ubezpieczonych oraz problemy związane z pomiarem kosztu kapitału utrudniają kwotowe ujęcie wartości. Mając jednak na względzie interesy ubezpieczonych będących jednocześnie kapitałodawcami, słuszne wydaje się wdrażanie koncepcji zarządzania przez wartość w TUW. Polegać ono powinno na wyróżnieniu czynników pozytywnie bądź negatywnie wpływających na wartość ubezpieczyciela jako kryteriów oceny wszelkich dokonywanych przez zakład ubezpieczeń przedsięwzięć.

1. Wstęp

Po okresie dominacji neoklasycznej teorii ekonomii, która za cel podmiotów gospodarujących uznawała zysk [Gruszecki 2002, s. 156; Blaug 2000, s. 379–382], współcześnie uważa się, że to wartość przedsiębiorstwa jest najlepszym miernikiem ich działalności [Copeland, Koller, Murrin 1997, s. 3, 21, 25–27]. Wartość firmy jest doskonalszą formą pomiaru osiągnięć przedsiębiorstwa, ponieważ poprzez analizę przepływów gotówkowych, oprócz kategorii księgowych (takich jak sam zysk), ujmuje również elementy jakościowe wpływające na jego kształtowanie się w czasie, przez co z analizy rentowności krótkookresowej przechodzi się do interpretacji długookresowej. Uważa się ponadto, że maksymalizacja wartości firmy, choć jest szczególnie korzystna dla jej właścicieli, nie stoi w sprzeczności z interesami innych interesariuszy [Copeland, Koller, Murrin 1997, s. 20][1] (w przypadku

[1] Koncepcję tę potwierdza również A. Rapaport [Molo 2006, s. 56]. Inaczej [Farny 2000, s. 321]. Autor wyraża pogląd, że harmonia interesów wszystkich stron jest jedynie iluzją. Według autora jest to szczególnie widoczne w ubezpieczeniach długoterminowych, w których przewidziany jest udział ubezpieczonych w zyskach. W procesie wyceny przedsiębiorstwa uwzględnia się tzw. wolny prze-

zakładu ubezpieczeń najistotniejsze jest zabezpieczenie interesów ubezpieczających i innych podmiotów stosunku ubezpieczenia).

Zdolność do generowania przepływów gotówkowych w przyszłości jest możliwa tylko wtedy, gdy firma w długim okresie będzie w stanie dostarczać dobra, które mogą sprostać zapotrzebowaniu odbiorców. D. Farny wskazuje, że przyrost wartości ubezpieczyciela następuje wówczas, gdy w danym okresie obrachunkowym osiągany jest zysk oraz kiedy można oczekiwać zysku w przyszłości. Tym samym wiąże wzrost wartości firmy ze szczególną formą dążenia do zysku [Farny 2006, s. 93]. Mając na względzie powyższe, a także to, że dążenie do zysku władz spółki jedynie w krótkim okresie stoi w sprzeczności z interesami odbiorców usługi ubezpieczenia [Łańcucki 1993, s. 17], należy uznać, iż zdolność do kreowania wartości ubezpieczyciela jest także korzystna z punktu widzenia konsumentów. Istnieją również koncepcje odwrotnie traktujące problem, uznające, że tylko organizacja, która potrafi odkryć i realizować własne interesy (a więc w szczególności interes właścicieli, jakim może być maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa), może dobrze pełnić swoje zewnętrzne funkcje i realizować interes społeczny [Koźmiński, Piotrowski 1996, s. 49].

Przeprowadzanie wyceny zakładów ubezpieczeń wymaga modelowania ich działalności w podziale na różne źródła przychodów i kosztów, dzięki czemu możliwe jest analizowanie każdego przedsięwzięcia pod względem jego zdolności wartościotwórczych. Choć metodologia pomiaru wartości ubezpieczyciela pozostaje w dużej mierze taka sama, jak w sektorach pozaubezpieczeniowych, to miary wartości zostały opracowane w szczególny sposób [Jaworski, Lisowski 2003, s. 206]. Wynika to ze specyfiki działalności ubezpieczeniowej oraz cech produktów ubezpieczeniowych.

Nie ma wątpliwości co do słuszności stosowania koncepcji wartości przedsiębiorstwa do mierzenia wyników zakładów ubezpieczeń w formie spółki kapitałowej. Dużo bardziej problematyczna jest ocena adekwatności wartości firmy jako miernika realizacji zadań TUW. Celem prezentowanego opracowania jest identyfikacja czynników, które warunkują stosowalność koncepcji wartości przedsiębiorstwa również w towarzystwach ubezpieczeń wzajemnych. Chodzi przede wszystkim o odpowiedź na dwa pytania: po pierwsze, czy szczególny charakter członków TUW, łączący uprawnienia właścicielskie i konsumenckie, uzasadnia posługiwanie się kategorią wartości w zakładzie ubezpieczeń; po drugie, czy metodologiczne podstawy pomiaru

---

pływ gotówkowy, czyli całkowity wygenerowany przez przedsiębiorstwo przepływ pieniężny po opodatkowaniu, dostępny wszystkim dostawcom kapitału [*Fuzje*... 1998, s. 196]. Zatem wskutek dążenia do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa może przeważać skłonność do zwiększania wolnych przepływów gotówkowych poprzez zmniejszanie udziału w zyskach ubezpieczonych. Argumentacja autora, choć trafna, dotyczy jedynie marginalnego aspektu generowania wartości przedsiębiorstwa. Daleko bardziej doniosła jest konieczność uwzględniania celów odbiorców (orientacja marketingowa), co warunkuje zdolność do istnienia na rynku przedsiębiorstwa i realizacji jego celów produkcyjnych.

wartości przedsiębiorstwa, wypracowane na bazie działalności spółek kapitałowych, stanowią podstawę stosowania tej koncepcji *per analogiam* w TUW.

2. Koncepcja zarządzania wartością w TUW

Kwestia stosowalności koncepcji wartości w TUW budzi wiele kontrowersji, jednak ze względu na wielowymiarowość tego wskaźnika przeważają stanowiska dopuszczające, a nawet wskazujące zarządzanie przez wartość w TUW jako uzasadnione czy wręcz konieczne dla funkcjonowania zakładu w warunkach gospodarki rynkowej[2]. Przeciwnicy stosowania koncepcji kreowania wartości w TUW twierdzą, że w większości przypadków realizacja udziału w wykreowanej wartości jest niemożliwa na podstawie członkostwa[3]. Członkostwo w towarzystwie ubezpieczeń wzajemnych opiera się, co do zasady, na zawartej umowie ubezpieczenia. Wygaśnięcie umowy skutkuje wygaśnięciem stosunku członkostwa i nie niesie udziału w wartości ubezpieczyciela [Farny 2000, s. 321–322]. Zwolennicy koncepcji zarządzania wartością w TUW podkreślają, że również ubezpieczyciele w tej formie prawnej stają w obliczu silnie rozwijającego się rynku usług finansowych i w związku z chęcią utrzymania się na rynku, pozostania konkurencyjnymi muszą dążyć do wzrostu wartości (w szczególności realizacji zysków) [Buck 1997, s. 1660; Neumann 1998, s. 1708; Wagner, Deppe 2004, s. 570].

Utrzymywanie konkurencyjnej pozycji na rynku zbytu usługi ubezpieczenia oznacza, w przypadku TUW, oferowanie korzystnej relacji między ceną a świadczeniem, natomiast konkurencyjność na rynku ubezpieczeniowych czynników produkcji wiąże się z koniecznością utrzymania efektywności i solidności swojej działalności [Kluge, Wagner 2006, s. 120]. Warunkiem wyboru TUW jako ubezpieczeniodawcy jest możliwość uzyskania korzystniejszych warunków ubezpieczenia bądź ubezpieczenia na tych samych warunkach, po niższej cenie. Kształtowanie się relacji korzyści – koszty ubezpieczenia w TUW w dużej mierze zależy natomiast od zdolności generowania nadwyżek bilansowych i przepływów gotówkowych, te bowiem zapewnią możliwość bądź obniżenia ceny ubezpieczenia, bądź podwyższenia świadczeń. Strata na działalności może natomiast skutkować koniecznością wniesienia dopłat przez ubezpieczonych bądź obniżenia świadczeń. W kategoriach finansowych oczekiwania członków TUW można zwerbalizować jako dążenie do minimalizacji dopłaty bądź maksymalizacji zwrotu nadpłaty. Odpowiednikiem zysku (jako oczekiwania akcjonariuszy) jest w TUW różnica między potencjalną maksymalną dopłatą a tą rzeczywiście zrealizowaną bądź zrealizowanym zwrotem składki (wartość ujemna):

[2] Odmiennie D. Farny, który uważa, że zastosowanie koncepcji kreowania wartości w TUW jest niemożliwe bądź przynajmniej wymaga znacznych modyfikacji [Farny 2000, s. 320–322].

[3] Wyjątkiem są szczególne rodzaje ubezpieczeń na życie i ubezpieczeń chorobowych, w przypadku których umowa przewiduje uczestnictwo ubezpieczającego w zysku.

$$O = \max\{D_{max} - D_{rzecz}\} \text{ dla } D_{rzecz} > 0,$$

$$O = \max\{D_{max} + N\} \text{ dla } N > 0,$$

gdzie: O – cel oczekiwany,
D_{max} – potencjalna wartość maksymalnej dopłaty,
D_{rzecz} – wartość rzeczywistej dopłaty,
N – wartość zwrotu nadpłaty,

przy czym potencjalna wartość maksymalnej dopłaty dla danego ubezpieczonego jest równa różnicy między przypadającą na danego ubezpieczonego wartością maksymalnej wielkości szkód, jakie mogą się zrealizować, a zapłaconą już składką (taka maksymalna dopłata jest możliwa tylko wówczas, gdy wszyscy ubezpieczeni poniosą szkodę w pełnej ubezpieczonej wysokości).

Generowanie wolnych przepływów gotówkowych ma zatem istotne znaczenie w działalności TUW, pomimo powszechnego przekonania, że to tradycyjnie rozumiana zdolność do pokrywania zapotrzebowania ubezpieczających na ochronę ubezpieczeniową jest jego pierwotnym celem. Kwotowo wyrażona wartość przedsiębiorstwa ma jednak *de facto* znaczenie tylko dla małej grupy interesariuszy ubezpieczyciela. Czynniki generujące wzrost wartości odgrywają natomiast ważną rolę w zarządzaniu towarzystwem ubezpieczeniowym. Z tego powodu celowe jest wprowadzenie tzw. zarządzania zorientowanego na wzrost wartości (*wertorientierte steuerung/value based management*). Znajomość czynników wpływających na wzrost wartości ubezpieczyciela pozwoli ocenić każde przedsięwzięcie pod kątem jego wpływu na kształtowanie się wartości.

3. Pomiar wartości a zarządzanie zorientowane na wzrost wartości

Rozróżnienie pojęć „pomiar wartości" i „zarządzanie zorientowane na wzrost wartości"[4] ma kluczowe znaczenie dla analizy problematyki TUW. Pomimo bowiem merytorycznego uzasadnienia stosowalności koncepcji zarządzania przez wartość w towarzystwie ubezpieczeń wzajemnych, pojawia się wiele problemów metodologicznych związanych z pomiarem wartości. Przyjmując, że największe znaczenie w procesie szacowania wartości ubezpieczyciela ma metoda zdyskontowanych przepływów gotówkowych [Jaworski 2006, s. 22], istotne trudności pociąga za sobą pomiar kosztu kapitału ubezpieczyciela[5], w szczególności natomiast kosztu kapitałów własnych towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych. Kapitały własne TUW mają szczególny charakter. Nie są one własnością podmiotów zewnętrznych względem zakładu ubezpieczeń, które dostarczając kapitał ubezpieczycielowi, do-

[4] Lub inaczej: zarządzania przez wartość.

[5] Średnioważony koszt kapitału przedsiębiorstwa (WACC) stanowi podstawę określenia stopy dyskontowej.

konują inwestycji wolnych środków, oczekując pewnej, określonej stopy zwrotu. Kapitał zakładowy TUW wnoszony jest przez członków założycieli, którzy powołując towarzystwo ubezpieczeń wzajemnych, oczekują korzystnego ubezpieczenia swoich interesów[6].

Kryterium podejmowania ich decyzji jest relacja cena – świadczenie. Chociaż ich oczekiwanie nie jest sformułowane w kategoriach stopy zwrotu z inwestycji, to jednak są zainteresowani korzystnymi wynikami działalności TUW, gdyż te w dużej mierze warunkują kształtowanie się powyższej relacji. Niezależnie od intencji kapitałodawcy możliwe jest alternatywne wykorzystanie kapitału. Inwestując w TUW, członek założyciel wnosi kapitał zakładowy i opłaca składkę ubezpieczeniową. Dysponując tą samą wysokością kapitałów, mógłby alternatywnie nabyć ochronę ubezpieczeniową w komercyjnym zakładzie ubezpieczeń i zainwestować dostępny kapitał przynajmniej po stopie wolnej od ryzyka. Przy założeniu, że ochrona ubezpieczeniowa w TUW jest tańsza niż w zakładach komercyjnych[7], dostępny kapitał przeznaczony na inwestycje byłby w tej sytuacji niższy niż ten stanowiący potencjalnie wkład założycielski do kapitałów zakładowych TUW. Członek założyciel mógłby go w inny sposób zainwestować i nie ponosząc ryzyka, osiągałby stopę zwrotu wolną od ryzyka. Niemniej chcąc ubezpieczyć swój majątek bądź życie, musiałby corocznie płacić składki na odpowiednie ubezpieczenie w dowolnym, komercyjnym zakładzie ubezpieczeń.

Alternatywny (wolny od ryzyka) sposób zainwestowania kapitału zakładowego (KZ) polega zatem na ulokowaniu kwoty stanowiącej różnicę wartości kapitału zakładowego i poziomu nadwyżki ceny ubezpieczenia w komercyjnym zakładzie ubezpieczeń nad wielkością składki opłacanej w TUW, po stopie wolnej od ryzyka (r). Pozostała część kapitału zakładowego przeznaczona jest na pokrycie nadwyżkowej opłaty za usługę ubezpieczenia komercyjnego, w stosunku do składki opłacanej w TUW. Stopa zwrotu z tej części wynosi 0%. Reasumując, stopa zwrotu z

[6] Dla przejrzystości wywodu analizy dotyczące TUW, dokonywane w artykule, oparte są na założeniach klasycznego towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych, w którym założycielami i jednocześnie dostarczycielami kapitałów są podmioty zainteresowane ochroną ubezpieczeniową i korzystające z niej. W sytuacji modelowej *eo ipso* jedyną kategorią członków TUW są członkowie – ubezpieczeni. Rzeczywistość gospodarcza wygląda jednak odmiennie. Podmioty zainteresowane ochroną ubezpieczeniową zwykle nie dysponują odpowiednią wysokością kapitałów, stąd konieczne jest wsparcie ze strony członków założycieli, którzy z kolei niekoniecznie korzystają z ochrony ubezpieczeniowej. Poza tym możliwe jest również dokapitalizowanie TUW przez podmioty zewnętrzne w czasie trwania jego działalności. Wówczas powstaje dodatkowa kategoria nieubezpieczonych członków [Milewski 2006]. W rzeczywistości gospodarczej obserwuje się stopniowy proces wzajemnego zbliżania się do siebie organizacyjnych form ubezpieczeń (tj. spółek akcyjnych i towarzystw ubezpieczeń wzajemnych) [Pokorzyński, Warkałło 1961, s. 25].

[7] Założenie takie ma jedynie charakter doktrynalny, w rzeczywistości może być kontrfaktyczne. Wielość czynników kształtujących składkę ubezpieczeniową nie pozwala jednoznacznie przesadzać, że brak narzutu na zysk w TUW uczyni ją automatycznie niższą.

alternatywnego wykorzystania kapitału zakładowego jest średnią ważoną stóp zwrotu z określonego przeznaczenia wyżej omówionych jego części. Należy zaznaczyć, że wysokość składki płaconej w TUW, użyta do kalkulacji kosztu kapitału, jest to w zasadzie jedynie zaliczka na składkę. Ewentualne zwroty bądź dopłaty zależą od wysokości wyniku finansowego. W kalkulacji przepływów gotówkowych TUW mogą wystąpić ujemne wartości przepływów, ponieważ poza rachunkiem pozostawione zostaną rozliczenia z członkami założycielami. Dodatnia zdyskontowana wartość przepływów gotówkowych będzie oznaczała wartość środków dostępnych założycielom, ujemna ich wartość natomiast będzie warunkowała konieczność dopłaty do działalności.

4. Koszt kapitału własnego a koszt rezerw

Koszt kapitału własnego jest podstawowym składnikiem WACC w przypadku zakładów ubezpieczeń. Znaczenie innych źródeł finansowania, poza rezerwami techniczno-ubezpieczeniowymi, jest marginalne, a szacowanie kosztu rezerw utrudnione, a ponadto niecelowe. Z ekonomicznego punktu widzenia równowartość rezerw techniczno-ubezpieczeniowych stanowi własność ubezpieczających [Bednarczyk 2005, s. 200]. Zakład ubezpieczeń obraca jednak tymi środkami na rachunek własny, z wyjątkiem rezerwy w ubezpieczeniach na życie, w przypadku których ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający. Szczególny charakter rezerw, a przede wszystkim ich własność w ujęciu ekonomicznym powodują, że kapitałodawcami w każdym zakładzie ubezpieczeń, niezależnie od jego formy organizacyjnoprawnej, są sami ubezpieczający. Wstępują tym samym w miejsce wierzycieli zakładów ubezpieczeń [Bednarczyk 2005, s. 200]. W przeciwieństwie do wierzycieli tradycyjnych, nie oczekują żadnej stopy zwrotu z kapitału. Jedynym oczekiwaniem ubezpieczających jest wypłata stosownego świadczenia w przypadku zajścia wypadku ubezpieczeniowego. Tworzenie przez ubezpieczyciela rezerw ma na celu zapewnienie możliwości realizacji przyszłych świadczeń. Jeżeli rezerwy skalkulowane są prawidłowo, można spodziewać się, że będą stanowiły dokładnie równowartość wypłaconych odszkodowań i świadczeń. Oznacza to, że wierzyciele ubezpieczający (ubezpieczeni) otrzymają dokładnie taką wartość pieniężną, jaką w kapitałach obcych stanowi ich „własność". Koszt rezerw będzie więc zerowy. Sytuacja odmienna zaistnieje wówczas, gdy ubezpieczyciel nie doszacował rezerw – wtedy wartość odszkodowań będzie wyższa niż wartość utworzonych rezerw, zatem przy wypłacie ubezpieczyciel poniesie dodatkowy koszt, tj. koszt rezerw techniczno-ubezpieczeniowych. Odwrotna sytuacja następuje przy przeszacowaniu rezerw.

Koszt rezerw zależy więc zarówno od dokładności ich tworzenia, jak i kształtowania szkodowości portfela. Pozostaje on jednak jedynie kategorią teoretyczną, ponieważ tak dalece precyzyjne śledzenie szkodowości portfela jest bardzo trudne. Dodatkową przeszkodą jest fakt, że nie wszystkie wypłacone odszkodowania i

świadczenia mają swoje odzwierciedlenie w rezerwach techniczno-ubezpieczeniowych (np. szkoda z ubezpieczenia AC zawartego na początku stycznia została zaspokojona na koniec tego miesiąca). Zatem monitoring szkodowości portfela musiałby być tak dalece precyzyjny, by wyodrębnić z kosztów odszkodowań tylko te, w związku z którymi zostały utworzone rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe.

Niemniej istnieją kategorie rezerw, w których koszt można określić. Chodzi o rezerwę na skapitalizowaną wartość rent, rezerwę matematyczną w ubezpieczeniach na życie oraz rezerwę ubezpieczeń na życie z funduszem kapitałowym [Borda 2005, s. 217]. Koszt dwóch pierwszych ograniczony jest przez rozporządzenie Ministra Finansów wyznaczające maksymalne stopy techniczne w wysokości 60% średniej ważonej oprocentowania obligacji skarbowych o minimalnym okresie wykupu 8 lat z okresu 3 ostatnich lat[8]. Rezerwa w ubezpieczeniach na życie z funduszem kapitałowym ma natomiast koszt równy zrealizowanej stopie rentowności tych lokat dokonywanych zgodnie z postanowieniami umowy.

5. Podsumowanie

Jak wynika z powyższych rozważań, koszt rezerw jest możliwy do oszacowania tylko w niektórych ich rodzajach, jednak i w tym przypadku powstaje pytanie o zasadność zastosowania kosztu rezerw do ustalenia WACC jako stopy dyskontowej przepływów pieniężnych w procesie pomiaru wartości zakładu ubezpieczeń. Otóż w przypadku wszystkich przedsiębiorstw, przy kalkulacji kosztu kapitału, nie uwzględnia się zobowiązań nieoprocentowanych, takich jak np. zobowiązania handlowe [*Fuzje*..., s. 205]. Uważa się, że choć mają one zazwyczaj jakiś koszt, to jest on uwzględniony w cenach zakupu, po jakich przedsiębiorstwo nabywa potrzebne mu zasoby. Analogicznie można wykluczyć koszt rezerw z kalkulacji kosztu kapitału zakładu ubezpieczeń. Choć w rzeczywistości mają one jakiś koszt – trudny do oszacowania – to jednak znajduje on już odzwierciedlenie w wypłaconych odszkodowaniach i świadczeniach, które odpowiednio zmniejszają wolne przepływy gotówkowe dostępne kapitałodawcom. Dyskontowanie tych zmniejszonych przepływów dodatkowo kosztem rezerw prowadziłoby do podwójnego uwzględnienia kosztu rezerw w kalkulacji i nieuzasadnionego zmniejszenia wartości zakładu ubezpieczeń. Z powyższych powodów stopę dyskontową WACC dla przepływów pieniężnych w ubezpieczeniowych spółkach akcyjnych ustala się na podstawie kosztu kapitału własnego i ewentualnie kosztu innych kapitałów obcych, jakimi dysponuje zakład ubezpieczeń, z wyjątkiem rezerw techniczno-ubezpieczeniowych. Mając jednak na względzie fakt trudności oszacowania kosztu kapitału własnego w TUW, uznać trzeba, że w towarzystwach wzajemnych ustalenie stopy dys-

[8] Załącznik nr 8 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 23 grudnia 2008 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości zakładów ubezpieczeń (Dz.U. nr 236, poz. 1634 z późn. zm.).

kontowej jest niemożliwe, a co za tym idzie – kwotowy pomiar wartości TUW za pomocą metody zdyskontowanych przepływów gotówkowych jest nieosiągalny.

Reasumując podjęte w artykule zagadnienia, należy jednoznacznie podkreślić fakt, że towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych są podmiotami, które – pomimo wskazanych wyżej trudności – na równi z zakładami ubezpieczeń w formie spółek akcyjnych mogą korzystać z koncepcji zarządzania wartością w przedsiębiorstwie. Warto jednak zaznaczyć, że celem tego zarządzania nie jest określenie kwotowej wartości ubezpieczyciela, ale stworzenie możliwości oceny wszelkich przedsięwzięć pod względem ich pozytywnego bądź negatywnego wpływu na wartość. Powyższe jest możliwe, gdy zakład ubezpieczeń opracuje strukturę organizacji wyróżniającą poszczególne wartościotwórcze jej elementy.

Literatura

Bednarczyk T.H., *Czynniki kształtujące poziom i koszt kapitału*, w: *Finansowe narzędzia zarządzania zakładem ubezpieczeń*, red. T. Sangowski, Poltext, Warszawa 2005.

Blaug M., *Teoria ekonomii*, *ujęcie retrospektywne*, PWN, Warszawa 2000.

Borda M., *Struktura kapitałowa w zakładach ubezpieczeń na życie*, w: *Finansowe narzędzia zarządzania zakładem ubezpieczeń*, red. T. Sangowski, Poltext, Warszawa 2005.

Buck H., *Die Anwendung des shareholder Value – Konzeptes zur Steuerung von versicherungsunternehmen*, „Versicherungswirtschaft" 1997, nr 23.

Farny D., *Neuere entwicklungen der versicherungsbetriebslehre im deutschsprachigen Raum*, w: *Szkice o ubezpieczeniach*, red. M. Kuchlewska, Wydaw. AE, Poznań 2006.

Farny D., *Versicherungsbetriebslehre*, Wydaw. „Versicherungswirtschaft" Karlsruhe 2000.

Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 1998.

Gruszecki T., *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2002.

Jaworski W., Lisowski J., *Wycena i zarządzanie wartością zakładu ubezpieczeń*, w: *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, Prace Naukowe AE we Wrocławiu, nr 991, Wrocław 2003.

Jaworski W., *Zalety i ograniczenia poszczególnych metod wyceny i możliwości ich zastosowania w przypadku zakładów ubezpieczeń*, w: *Wycena i zarządzanie wartością zakładu ubezpieczeń*, red. J. Handschke, KU AE, Poznań 2006.

Kluge A., Wagner F., *Unternehmenswertorientierte bepreisung von versicherungsschutz*, w: *Szkice o ubezpieczeniach*, red. M. Kuchlewska, Wydaw. AE, Poznań 2006.

Koźmiński A.K., Piotrowski W., *Zarządzanie. Teoria i praktyka*, PWN, Warszawa 1996.

Łańcucki J., *Finanse ubezpieczeń gospodarczych*, Poltext, Warszawa 1993.

Milewski P., *Wyposażenie kapitałowe*, „Gazeta Ubezpieczeniowa", www.gu.com (dostęp: 10.01.2006).

Molo M., *Inwestycje a koncepcja maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa*, w: *Finanse przedsiębiorstw*, red. P. Karpuś, Wydaw. UMCS, Lublin 2006.

Neumann O., *Shareholder value – wertorientierte Steuerung auch für versicherungsunternehmen*?, „Versicheungwirtschaft" 1998, nr 24.

Pokorzyński L., Warkałło W., *Ubezpieczenia gospodarcze w kapitalizmie*, PWE, Warszawa 1961.

Tomaszewska D., *Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe w dziale II*, w: *Finansowe narzędzia zarządzania zakładem ubezpieczeń*, red. T. Sangowski, Poltext, Warszawa 2005.

Wagner F., Deppe S., *Wertorientierte Steuerung von versicherungsunternehmen in Theorie und Praxis*, „Versicherungswirtschaft" 2004, nr 8.

Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm, red. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, WIG-Press, Warszawa 1997.

Załącznik nr 8 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 23 grudnia 2008 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości zakładów ubezpieczeń (Dz.U. nr 236, poz. 1634 z późn. zm.).

ECONOMICAL FOUNDATIONS OF VALUE BASED MANAGEMENT IN MUTUAL INSURANCE COMPANIES

Summary: The idea of applying a company's value theory for mutual insurance companies (MIC) is controversial. Obviously the specific character of the insurer's share capital, of the insured participants, as well as problems referring to the measurement of capital cost create impediments in presenting exact amounts of the value. However, considering the interests of the insured, being at the same time capital-providers, it is right to use the concept of value based management in MIC. This approach is to present negative and positive aspects influencing the insurer's value as the criteria of assessment of any of the insurer's activities.