

Anna Szkarłat

Akademia Ekonomiczna w Krakowie

FORMA ORGANIZACYJNO-PRAWNA I RODZAJ PROWADZONYCH UBEZPIECZEŃ JAKO DETERMINANTY DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ ZAKŁADÓW UBEZPIECZEŃ

1. Wstęp

Na działalność inwestycyjną zakładów ubezpieczeń wpływa szereg czynników o charakterze zewnętrznym i wewnętrznym¹. Czynniki zewnętrzne związane są głównie z otoczeniem zakładu ubezpieczeń i wpływają nie tylko na decyzje inwestycyjne, ale również na całą działalność ubezpieczeniową. Spośród nich należy przede wszystkim wymienić uwarunkowania makroekonomiczne, jak np. poziom rozwoju gospodarki, wysokość inflacji i stóp procentowych, wielkość deficytu budżetowego, stopień rozwoju i efektywność rynków finansowych czy wreszcie stabilność pieniądza i polityka kursowa. Ponadto do grupy tej można zaliczyć również pewne tendencje w wymiarze mezoekonomicznym, jak np. zachowania konkurencyjne oraz struktura branży ubezpieczeniowej. Ostatnia wreszcie grupa czynników zewnętrznych obejmuje czynniki o charakterze społecznym i politycznym, jak np. poziom świadomości ubezpieczeniowej czy też wpływ sytuacji politycznej na rynki finansowe, charakter oczekiwań inwestorów, czy wreszcie wskaźnik szkodowości ubezpieczeniowej.

Z kolei czynniki wewnętrzne to głównie czynniki mikroekonomiczne, stanowiące mniej różnorodną grupę od czynników zewnętrznych i obejmujące: wielkość zakładu ubezpieczeń, jego formę organizacyjno-prawną, wielkość i strukturę tworzonych rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, źródło pochodzenia kapitału, ro-

¹ Podział czynników determinujących działalność inwestycyjną na wewnętrzne i zewnętrzne spotykany jest także w pracach: [3, s. 484; 4].

dziej prowadzonej działalności oraz kwalifikacje i doświadczenia kadry zarządzającej.

Celem opracowania jest analiza wpływu formy organizacyjno-prawnej ubezpieczyciela i rodzaju prowadzonych przez niego ubezpieczeń na strukturę portfela inwestycyjnego.

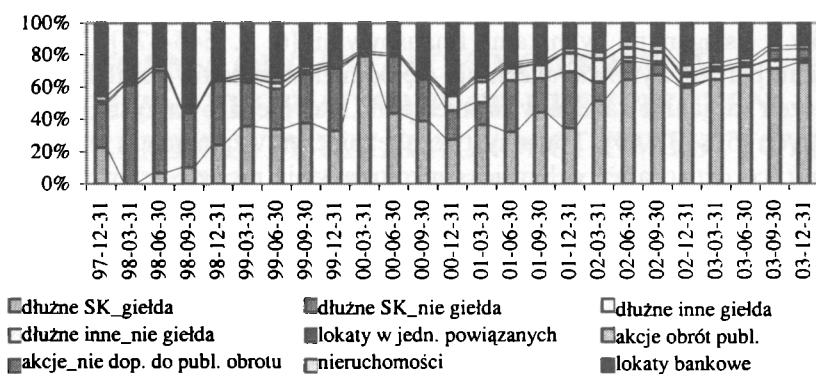
2. Forma organizacyjno-prawna zakładu ubezpieczeń

Jednym z czynników mikroekonomicznych wpływających na kierunki działalności inwestycyjnej zakładów ubezpieczeń jest ich forma organizacyjno-prawna. Badania przedsiębiorstw ubezpieczeniowych wskazują bowiem na fakt istnienia silnej zależności pomiędzy formą organizacyjną ubezpieczyciela, a jego strukturą kapitałów i osiąganymi wynikami finansowymi [6, s. 545-577]. W literaturze przedmiotu bardzo wyraźnie akcentuje się odmiennosć celów działalności zakładu ubezpieczeń zorganizowanego w formie spółki akcyjnej i towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych [5, s. 38-44]. Towarzystwo ubezpieczeń wzajemnych jest organizacją *non profit*, co oznacza, że celem jej funkcjonowania nie jest osiąganie zysków, a ubezpieczanie swoich członków na zasadzie wzajemności. Odmienne od spółek akcyjnych podejście do dochodu w towarzystwach ubezpieczeń wzajemnych wynika z tożsamości właścicieli towarzystwa i ubezpieczonych. Należy jednak wyraźnie podkreślić, że zysk osiągany przez towarzystwo, zwany nadwyżką finansową, jest w równym stopniu pożądanym przez zarówno właścicieli towarzystwa, jak i akcjonariuszy w przypadku spółki akcyjnej. Daje on bowiem podstawę trwania i rozwoju zakładu ubezpieczeń. Istotną kwestią natomiast staje się sposób zagospodarowania wypracowanego zysku. W towarzystwie ubezpieczeń wzajemnych nadwyżka finansowa może być przeznaczona na zmniejszenie obciążeń w postaci składki dla członków towarzystwa (ubezpieczonych) lub zwiększenie kapitałów własnych. Z kolei w spółce akcyjnej zysk może być wypłacony akcjonariuszom w postaci dywidendy lub ponownie reinwestowany. Można więc stwierdzić, że w obu formach organizacyjnych właściciele odnoszą korzyści majątkowe przyjmujące postać dochodów kapitałowych (spółka akcyjna) bądź obniżonych kosztów usługi ubezpieczeniowej (towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych).

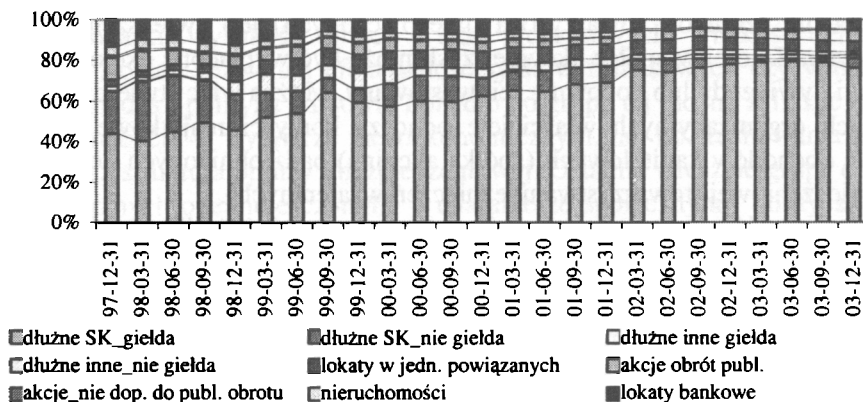
Odmienność towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych i spółki akcyjnej jest również widoczna na płaszczyźnie kontrolowania działalności. W towarzystwie ubezpieczeń wzajemnych nie pojawia się konflikt interesów pomiędzy ubezpieczonymi a właścicielami. W konsekwencji powoduje to łatwiejsze sprawowanie kontroli nad jego działalnością. W spółce akcyjnej natomiast występują trzy grupy podmiotów, a mianowicie: zarządzający spółką, jej właściciele – akcjonariusze i ubezpieczeni. Zarządzający, reprezentujący interesy akcjonariuszy, będą tak kierować działalnością przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego – w zakresie działalności zarówno technicznej, jak i inwestycyjnej, aby w długim okresie maksymalizować wartość ryn-

kową spółki, a tym samym bogactwo jej właścicieli. Może to powodować, że przyjęcie strategii inwestycyjnych o zwiększonym stopniu ryzyka będzie o wiele silniejszą tendencją w zakładach ubezpieczeń zorganizowanych w formie spółki akcyjnej niż w ubezpieczeniach wzajemnych (więcej w [2]). Warto w tym miejscu zauważyć, że ze względu na specyfikę organizacyjną towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych mają ograniczony dostęp do kapitału, co w konsekwencji powoduje bardziej bezpieczne i zachowawcze podejście do prowadzonej działalności, a tym samym konstruowanie portfeli inwestycyjnych o niskim stopniu ryzyka.

Na rynku polskim portfele inwestycyjne zakładów ubezpieczeń zorganizowanych w formie spółki akcyjnej i towarzystw ubezpieczeń wzajemnych znacznie się różnią. Różnice te dotyczą nie tylko wielkości udziału poszczególnych instrumentów finansowych, ale również ich stopnia dywersyfikacji. Ilustrują to rys. 1-2.



Rys. 1. Struktura portfela inwestycyjnego towarzystw ubezpieczeń wzajemnych w latach 1997-2003
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych KNUiFE za lata 1997-2003.

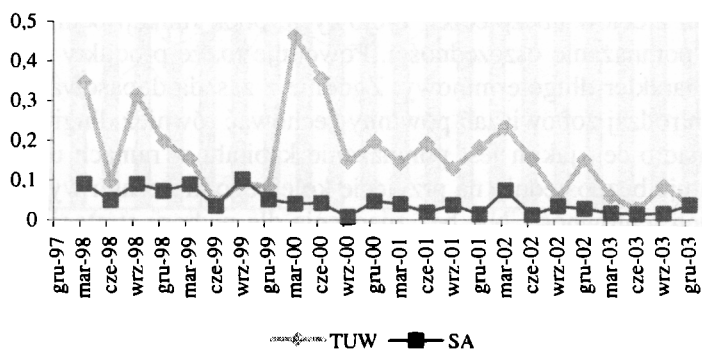


Rys. 2. Struktura portfela inwestycyjnego zakładów ubezpieczeń w formie spółki akcyjnej w latach 1997-2003
Źródło: jak do rys. 1.

Jak wynika z rysunków, portfele inwestycyjne towarzystw ubezpieczeń wzajemnych, w porównaniu z portfelami spółek akcyjnych, cechuje mniejsza różnorodność instrumentów finansowych. Głównym składnikiem portfeli tych podmiotów są bowiem obligacje skarbu państwa oraz lokaty bankowe. Niewątpliwie potwierdza to tezę, że ze względu na charakter *non profit* towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych preferują przede wszystkim portfele bezpieczne, stąd też nie angażują się one w inwestycje np. na rynku akcji, a jedynie nieznacznie w pozaskarbowe instrumenty dłużne nienotowane na giełdzie.

W przypadku spółek akcyjnych widoczny jest znacznie większy udział instrumentów o podwyższonym ryzyku inwestycyjnym, jak np. akcji i komercyjnych instrumentów dłużnych. Spowodowane jest to prawdopodobnie tym, że spółkom akcyjnym, będącym spółkami kapitałowymi, bliższe są mechanizmy rynku finansowego, a przez to posiadają one większą umiejętność zarządzania ryzykiem na tym rynku. Ponadto trzeba mieć na uwadze również to, że w spółkach akcyjnych kadra menedżerska, ze względu na wysoką konkurencyjność rynku menedżerów, jest bardziej zainteresowana wzrostem wartości firmy i stąd skłonna jest do podejmowania większego ryzyka.

Oprócz różnic w strukturach, portfele inwestycyjne spółek akcyjnych są o wiele bardziej stabilne niż portfele T UW. Te ostatnie, zwłaszcza w początkowym okresie analizy, podlegają znacznym kwartalnym zmianom. Ilustruje to rys. 3.



Rys. 3. Zmiany strukturalne portfeli inwestycyjnych zakładów ubezpieczeń zorganizowanych w formie spółek akcyjnych i towarzystw ubezpieczeń wzajemnych w latach 1997-2003

Źródło: jak do rys. 1.

Największa dynamika zmian strukturalnych w przypadku T UW przypada na lata 1998-2000. W tym czasie T UW przeniosły swoje inwestycje z rynku skarbowych papierów dłużnych nienotowanych na giełdzie na rynek papierów dłużnych skarbowych notowanych na giełdzie. W końcowym okresie analizy widać znaczne ustabilizowanie struktury portfeli inwestycyjnych tych podmiotów.

Podsumowując kwestie wpływu form organizacyjno-prawnych zakładów ubezpieczeń na strukturę portfeli inwestycyjnych, trzeba stwierdzić, że kryterium to zbliżne jest z kryterium wielkości zakładu. Na polskim rynku ubezpieczeniowym

bowiem TUW, jako forma prowadzenia działalności, dotyczy przede wszystkim małych zakładów. Duże zakłady ubezpieczeń, zarządzające aktywami o znacznych rozmiarach, wykorzystują efekt skali, co powoduje, że ponoszą one odpowiednio niższe koszty transakcyjne. Powoduje to, że stopień dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych tych zakładów jest znacznie większy niż zakładów o niewielkim udziale w rynku.

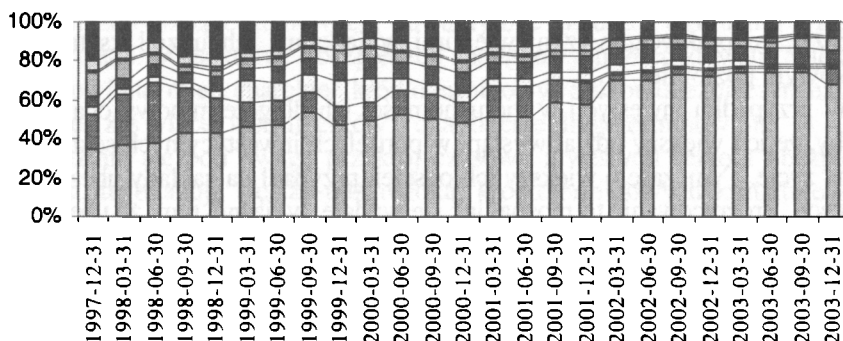
3. Rodzaj prowadzonych ubezpieczeń

Kolejnym czynnikiem mikroekonomicznym wpływającym na kierunki inwestycji zakładów ubezpieczeń jest rodzaj prowadzonych ubezpieczeń. Odmienne cel i istota ubezpieczeń życiowych i majątkowych implikują bowiem inny rodzaj strategii inwestycyjnych stosowanych przez ubezpieczycieli. Mimo że zarówno w jednym, jak i drugim rodzaju ubezpieczeń usługa ubezpieczeniowa polega na rozłożeniu nad ubezpieczonym ochrony w sensie finansowym i rozłożeniu skutków finansowych związanych z realizacją ryzyka na wiele jednostek, to natura tych ubezpieczeń znacznie się różni. Ubezpieczenia życiowe są, w przeciwieństwie do ubezpieczeń majątkowych, postrzegane jako instrument przemieszczania w czasie i pomnażania środków finansowych osób zawierających ubezpieczenie [7, s. 17]. Zatem jednym z celów ubezpieczeń życiowych, obok funkcji ochronnej, jest akumulowanie i pomnażanie oszczędności. Powoduje to, że produkty ubezpieczeń na życie mają charakter długoterminowy. Zgodnie z zasadą dopasowania aktywa pokrywające ten rodzaj zobowiązań powinny cechować również długie terminy zapadalności. Ponadto cel, jakim jest pomnażanie kapitału w ramach ubezpieczeń życiowych, rzutuje bezpośrednio na przyjęcie kolejnego kryterium wyboru aktywów, którym jest ich rentowność. Nie bez znaczenia dla wyboru strategii inwestycyjnej zakładu ubezpieczeń na życie pozostaje fakt, że w większości przypadków ubezpieczycielowi znany jest zarówno termin wymagalności zobowiązań, jak również ich wielkość. Niewątpliwie daje to zakładom ubezpieczeń lepsze podstawy do wyboru kierunków lokat i skutkuje większą efektywnością portfeli inwestycyjnych (więcej w [1]).

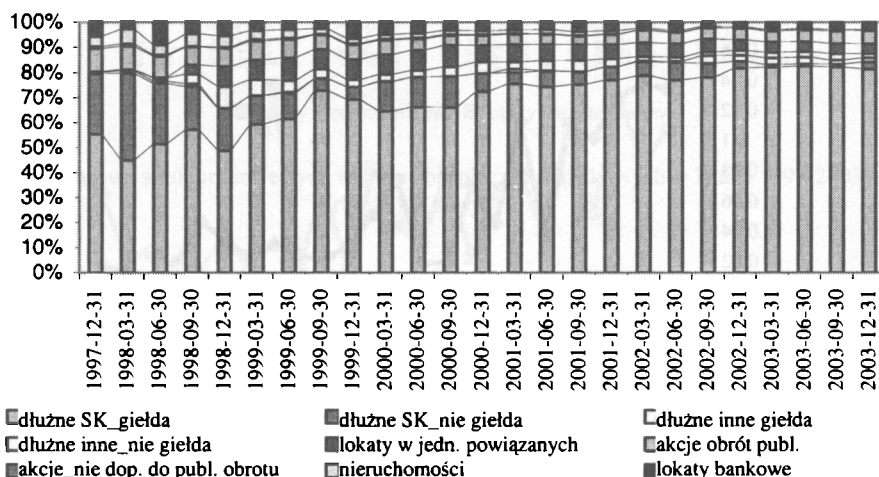
Z kolei w zakładzie ubezpieczeń majątkowych zobowiązania mają charakter krótkoterminowy, a ich okres wymagalności z reguły nie przekracza jednego roku. Ponieważ obserwacje statystyczne nie dają precyzyjnych podstaw do oszacowania rozmiarów wypłat oraz ich terminów, aktywa, które służą na pokrycie zobowiązań, muszą być przede wszystkim płynne. Zakład ubezpieczeń majątkowych dąży więc do konstruowania takiego portfela inwestycyjnego, w którym dominować będą krótkoterminowe instrumenty finansowe.

Analizując strukturę portfela inwestycyjnego ubezpieczycieli majątkowych i ubezpieczycieli życiowych na polskim rynku, zauważa się między nimi pewne nieznaczne różnice. O ile np. zarówno w zakładach ubezpieczeń na życie, jak i ubezpie-

czeń majątkowych dominującym składnikiem portfeli inwestycyjnych są papiery dłużne skarbu państwa, o tyle wśród ubezpieczycieli życiowych wskaźnik udziału tych instrumentów jest wyższy niż w przypadku podmiotów działających w ubezpieczeniach majątkowych (rys. 4, 5).



Rys. 4. Struktura portfela inwestycyjnego sektora ubezpieczeń majątkowych w latach 1998-2003
Źródło: jak do rys. 1.



Rys. 5. Struktura portfela inwestycyjnego sektora ubezpieczeń życiowych w latach 1998-2003
Źródło: jak do rys. 1.

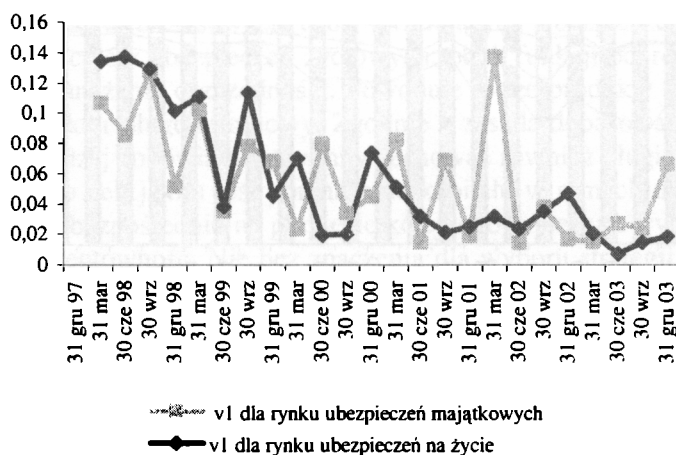
Jak wynika z przedstawionych rysunków, sektor ubezpieczeń na życie, w porównaniu z sektorem ubezpieczeń majątkowych, utrzymuje więcej papierów dłużnych skarbu państwa notowanych na giełdzie. Biorąc z kolei pod uwagę papiery dłużne skarbu państwa nienotowane na giełdzie, należy stwierdzić, iż wielkości udziału tych instrumentów w portfelach zakładów ubezpieczeń obu działów są podobne, a w większości analizowanych kwartałów – identyczne. Analiza porównawcza inwestycji obu sektorów ubezpieczeń w papiery dłużne nienotowane na giełdzie wskazuje, że

udział tego typu instrumentów lokacyjnych był nieco wyższy w sektorze ubezpieczeń majątkowych, a odsetek inwestycji w komercyjne papiery dłużne notowane na giełdzie, podobnie jak i w akcje niedopuszczone do publicznego obrotu, pozostaje w obydwóch sektorach ubezpieczeń na tym samym poziomie.

Jeśli chodzi o inwestycje w akcje dopuszczone do publicznego obrotu, to należy stwierdzić, że praktycznie (z niewielkimi wyjątkami) ich udział kształtuje się na jednakowym poziomie.

W przypadku inwestycji w nieruchomości ich długoterminowy charakter wskazywałby, że ich większy udział wystąpi w portfelach inwestycyjnych sektora ubezpieczeń na życie. Tymczasem większy ich odsetek przypadł na zakłady ubezpieczeń majątkowych. Zróżnicowanie to można, jak się wydaje, wyjaśnić tym, że ubezpieczyciele majątkowi mają większe rozeznanie w rynku nieruchomości dzięki prowadzonym ubezpieczeniom w tym zakresie.

O ile, jak potwierdza przeprowadzona analiza, rodzaj prowadzonej działalności w ujęciu ubezpieczenia na życie, ubezpieczenia majątkowego nie wywiera znacznego wpływu na strukturę portfeli inwestycyjnych, o tyle portfele inwestycyjne zakładów ubezpieczeń na życie charakteryzuje większy stopień stabilności. Tendencje te ilustruje rys. 6.



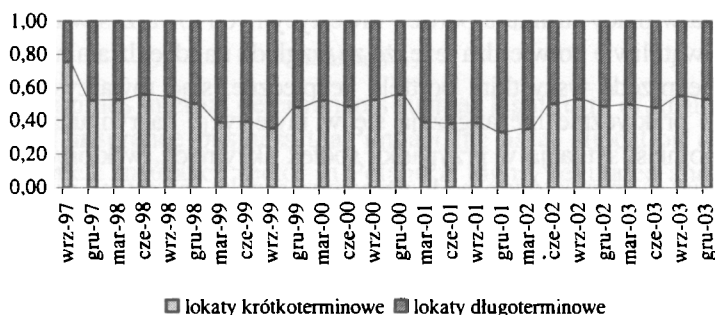
Rys. 6. Zmiany strukturalne portfeli inwestycyjnych sektora ubezpieczeń na życie i sektora ubezpieczeń majątkowych i pozostałych osobowych w latach 1997-2003

Źródło: opracowanie własne.

Większa dynamika zmian strukturalnych sektora ubezpieczeń majątkowych wynika niewątpliwie z krótkoterminowego charakteru tych ubezpieczeń i częstych wypłat odszkodowań i świadczeń. Powoduje to konieczność upłynnienia niektórych składników lokat, a tym samym wywołuje zmiany w wartości ich udziału.

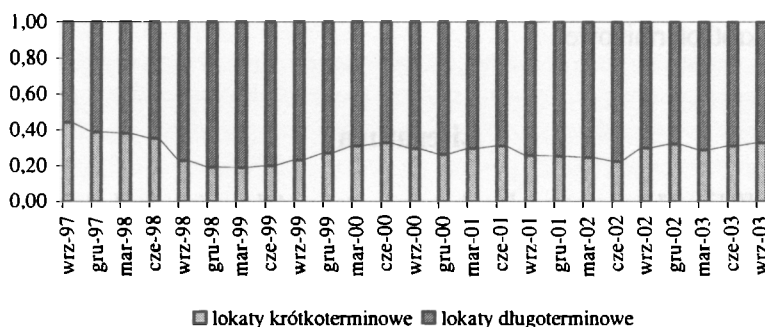
Ważnym elementem, który należy uwzględnić w analizie wpływu prowadzonej działalności ubezpieczeniowej na strukturę inwestycji sektora ubezpieczeń, są terminy zapadalności instrumentów finansowych. Zgodnie z zasadami polityki inwestycyjnej zakładów ubezpieczeń terminy zapadalności aktywów, służących na pokrycie rezerw techniczno-ubebezpieczeniowych, powinny być zgodne z terminami wymagalności zobowiązań. W sektorze ubezpieczeń majątkowych zdecydowana większość inwestycji powinna mieć charakter krótkoterminowy. Sektor ubezpieczeń na życie powinien mieć zaś więcej instrumentów o charakterze długoterminowym.

Jeżeli weźmie się pod uwagę przekrój czasowy inwestycji sektora ubezpieczeń majątkowych, to okazuje się, że udział lokat krótkoterminowych kształtuje się na poziomie zbliżonym do lokat długoterminowych (rys. 7).



Rys. 7. Czasowa struktura inwestycji sektora ubezpieczeń majątkowych w latach 1997-2003

Źródło: jak do rys. 1.



Rys. 8. Struktura czasowa lokat sektora ubezpieczeń na życie w latach 1997-2003

Źródło: jak do rys. 1.

Stosunkowo wysoki udział inwestycji długoterminowych w niektórych przedziałach analizowanego okresu dotyczy przede wszystkim obligacji skarbowych. Atrakcyjność tych instrumentów wynika m.in. stąd, że mimo długiego okresu zapadalności, mogą one być, dzięki doskonale rozwiniętemu rynkowi wtórnemu, dość łatwo

upłynniane. Ma to istotne znaczenie w razie zwiększonego zapotrzebowania na środki finansowe niezbędne do realizacji wymagalnych zobowiązań. Generalnie jednak obligacje skarbu państwa mają w zakładach ubezpieczeń majątkowych charakter inwestycji długoterminowych. Instrumenty krótkoterminowe natomiast tworzą portfel handlowy przeznaczony na wypłatę bieżących zobowiązań. O ile w zakładach ubezpieczeń majątkowych instrumenty długoterminowe przeważają tylko w niektórych okresach, o tyle w zakładach ubezpieczeń na życie przeważają one wyraźnie, stanowiąc 70% ogółu inwestycji (rys. 8).

4. Zakończenie

Opisana w pracy struktura portfeli inwestycyjnych towarzystw ubezpieczeń wzajemnych niewątpliwie potwierdza tezę, że ze względu na ideę działalności towarzystwa preferują one przede wszystkim portfele bezpieczne, stąd towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych praktycznie nie angażują się w inwestycje na rynku akcji. Odmienne wygląda natomiast sytuacja w przypadku spółek akcyjnych, w których widoczny jest większy udział instrumentów o podwyższonym ryzyku inwestycyjnym. Zarządzający spółkami akcyjnymi bardziej zainteresowani są wzrostem wartości firmy i skłonni są do podejmowania większego ryzyka. Oprócz różnic w strukturach, portfele inwestycyjne spółek akcyjnych są o wiele bardziej stabilne niż portfele TUW.

Uwzględniając rodzaj prowadzonej działalności, stwierdzono, że struktura portfela inwestycyjnego zakładów ubezpieczeń na życie i majątkowych jest zbliżona. Znaczne różnice zauważa się jednak w przekroju czasowym inwestycji. Ze względu na charakter zobowiązań w portfelach inwestycyjnych sektora ubezpieczeń na życie dominują długoterminowe instrumenty finansowe, a w sektorze ubezpieczeń majątkowych – instrumenty krótkoterminowe.

Literatura

- [1] Baranoff E., *The Relationship between Asset Allocation and Performance of US Life Insurance*, Chicago 2005, www.issonline.org/london 2004.
- [2] Camino D., *Ownership Structure, Investment and Corporate Value of Insurance Companies: Implication for Management*, materiały konferencyjne, International Insurance Society, Inc., Singapur 14-17 lipca 2002.
- [3] Czerwińska T., *Inwestowanie na rynku kapitałowym – teoria i praktyka towarzystw ubezpieczeniowych*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Łódź 2001.
- [4] Kuchlewska M., *Zarządzanie lokatami ubezpieczeniowymi*, [w:] *Ubezpieczenia w gospodarce rynkowej*, t. I, red. A. Wąsiewicz, Branta, Bydgoszcz 1994.

- [5] Milewski P., *Determinanty przekształcenia towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych w ubezpieczeniową spółkę akcyjną*, Fundacja Warta, Warszawa 2004.
- [6] Smith B., Stutzer M., *A Theory of Mutual Formation and Moral Hazard with Evidence from the History of the Insurance Industry*, „The Review of Financial Studies” nr 8 (2).
- [7] Stroński E., *Ubezpieczenia na życie, teoria i praktyka*, Poltext, Warszawa 2003, s. 17.

LEGAL FORM OF INSURANCE COMPANY AND TYPE OF INSURANCE BUSINESS AS DETERMINANTS OF ASSET ALLOCATION DECISION

Summary

This paper examines internal determinants such as legal form of insurance company and type of insurance business that impact the asset allocation decision of insurance companies. Insurance sector in Poland is highly regulated and is subject to stringent asset allocation constraints. Within these constraints, I analyze internal factors influencing the decisions to make changes in the composition of aggregate holdings of bonds, stocks, commercial papers, real estate, bank deposit and mortgages.