

Методи оцінки вартості підприємств сфери фінансових послуг

Особливості у операційній діяльності роблять необхідним використання особливого підходу по оцінки вартості підприємств сфери фінансових послуг, який і розглянуто у статті. У роботі подано аналіз найпоширеніших підходів до оцінки вартості підприємств сфери фінансових послуг.

Features in operating activities makes it necessary to use a special approach to the valuation of companies in financial services, which are considered in the article. The paper presents an analysis of the most common approaches to valuation of financial services.

Ключеві слова: *методи оцінки вартості, модель оцінки вартості, підприємства сфери фінансових послуг, активи, вартість компанії.*

Вступ. При наявності в країні різних фінансових посередників громадяни з відносно невеликими заощадженнями можуть направити свої кошти на грошовий ринок. Функціонування значної кількості небанківських кредитно-фінансових інститутів має під собою об'єктивне економічне підґрунтя, а саме: розширення їх мережі повинно забезпечити найбільш повну мобілізацію коштів підприємств і організацій (державних, акціонерних, приватних) і населення з метою задоволення вимог суб'єктів економіки в кредиті; споживачам пропонуються нові та нестандартні послуги; кредитні відносини приходять у відповідність з ринковими відносинами; фінансово-кредитна система сприяє якнайшвидшому розвитку економіки, підвищення її ефективності; створюється здорова конкуренція у фінансово-кредитній сфері.

Постановка завдання. Усе викладене вище свідчить про наявність досить актуальної, однак поки що не вирішеної науково-практичної проблеми, пов'язаної із розробкою та впровадженням у вітчизняну практику методів оцінки вартості підприємств сфери фінансових послуг.

Всі провідні школи та напрями економічної думки другої половини ХХ ст. приділяли значну увагу аналізу діяльності фінансових посередників, вагомий внесок у теорію їх функціонування зробили Дж. Герлі, А. Гершенкрон, Р. Голдсміт, Ф. Мишкін та інші. Дослідженню проблеми становлення та розвитку інституту фінансового посередництва в умовах перехідної економіки

присвячені роботи багатьох вітчизняних вчених: В. Базілевіча, С. Ватаманюка, Н. Внуково, А. Дзюблюк, Б. Івасіва, В. Корнеєва, М. Крупки, Б. Луціва, І. Лютого, І. Малого, А. Мороза, С. Науменкової, А. Пересади, М. Савлука, В. Ходаковського, В. Шелудько та ін. Проте розвиток фінансової сфери та економіки країни у цілому потребує подальших розробок у зазначеному напрямку.

Мета даної роботи полягає в обґрунтуванні підходів і вдосконалення методів оцінки підприємств сфери фінансових послуг задля побудови моделі функціонування відповідних, що враховує взаємозв'язки між параметрами, які впливають на вартість у сучасних українських умовах, з урахуванням особливостей ринку.

Результати. Небанківські фінансові інститути орієнтуються або на обслуговування певних споживачів, або на здійснення конкретних видів кредитно-розрахункових, фінансових послуг та займають відповідну ринкову ланку. Їх діяльність зосереджується здебільше на обслуговуванні обмеженого сегмента ринку і, як правило, надання послуг специфічного характеру.

За минулий 2011 рік в Україні спостерігалось незначне збільшення кількості учасників ринку небанківських фінансових послуг, зокрема, це стосується фінансових, факторингових, лізингових компаній та ломбардів. Однак при цьому відбулось скорочення кількості діючих недержавних пенсійних фондів та кредитних спілок.

Станом на 31 грудня 2011 року в Державному реєстрі фінансових установ налічувалося 1979 небанківських фінансових установ, у тому числі 442 страхові компанії, 613 кредитні спілки, 96 недержавні пенсійні фонди, 251 фінансова компанія, 456 ломбардів – рис.1.

За результатами 2011 року відбулось несуттєве зростання розміру сукупних активів страхових компаній, отже їх сукупний обсяг збільшився на 2,89 млн. грн. або на 6,3% до 48 122,7 тис. грн [8].

Ринок кредитних спілок протягом 2011 року характеризувався скороченням кількості учасників з 659 до 613 одиниць. Спостерігалось зменшення кількості споживачів, які мають внески на депозитних рахунках спілок, з 78,9 до 48,0 тис. осіб, які мають діючі кредитні договори, з 343,0 до 249,3 тис. осіб. Крім того, відбулось зменшення балансової вартості власного капіталу кредитних спілок з 1 117,3 млн. грн. до 942,9 млн. грн.

Небанківські фінансові установи

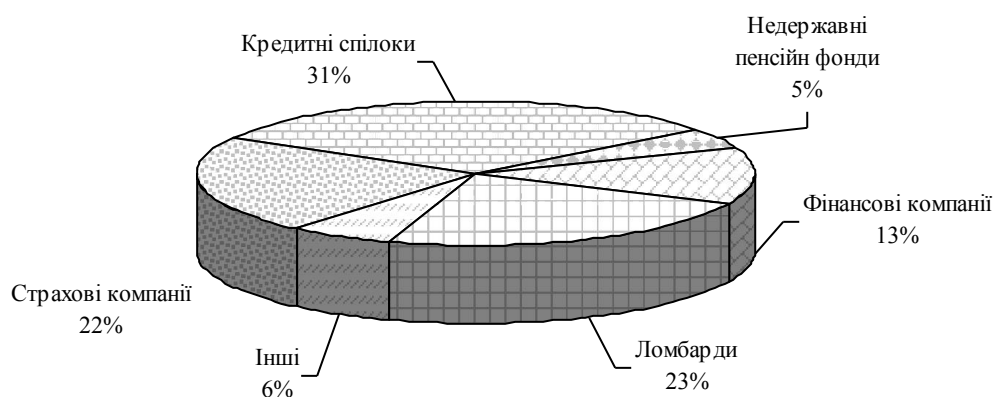


Рис.1. Доля небанківських фінансових установ в Україні

У 2011 зростає ринок послуг ломбардів, сукупний розмір активів яких за підсумками 2011 року склав у вартісному вираженні 1 203,8 млн. грн. Протягом 2011 року спостерігалась тенденція до зростання середнього розміру наданих ломбардами кредитів, які дорівнювали 780,2 грн. В цілому, фінансування діяльності ломбардів за рахунок власного капіталу (фінансова автономність) зменшилось з 70,6% на початок року до 70,0% на кінець 2011 року.

Ринок недержавного пенсійного забезпечення характеризувався зменшенням темпів приросту кількості укладених контрактів. Загальний обсяг активів, сформованих пенсійними фондами, станом на 01.01.2012 р. склав 1 386,9 млн. грн., що на 21,2% більше, ніж на 01.01.2011. Основні показники діяльності НПФ протягом останніх років показують стабільну позитивну динаміку. З огляду на це, система недержавного пенсійного забезпечення має нереалізований потенціал для подальшого розвитку. Метою інвестування пенсійних активів є збереження пенсійних заощаджень громадян. Тому стратегія інвестування недержавних пенсійних фондів є більш консервативною, ніж у інших фінансових небанківських установ – рис.2.

Вартість страхової компанії – це ціна, сплачена за її придбання (або контрольного пакету акцій) на відкритому фінансовому ринку при відсутності будь-яких умов чи обмежень, що впливають на дії продавця або покупця при здійсненні угоди. З цього визначення випливає, що вартість компанії може бути встановлена тільки ринком здійснення корпоративних операцій з придбання страхової компанії. Для вітчизняної практики такі угоди нехарактерні, і тому

ми можемо тільки орієнтуватися на оцінки вартості, отримані тим або іншим наближеним методом оцінки.

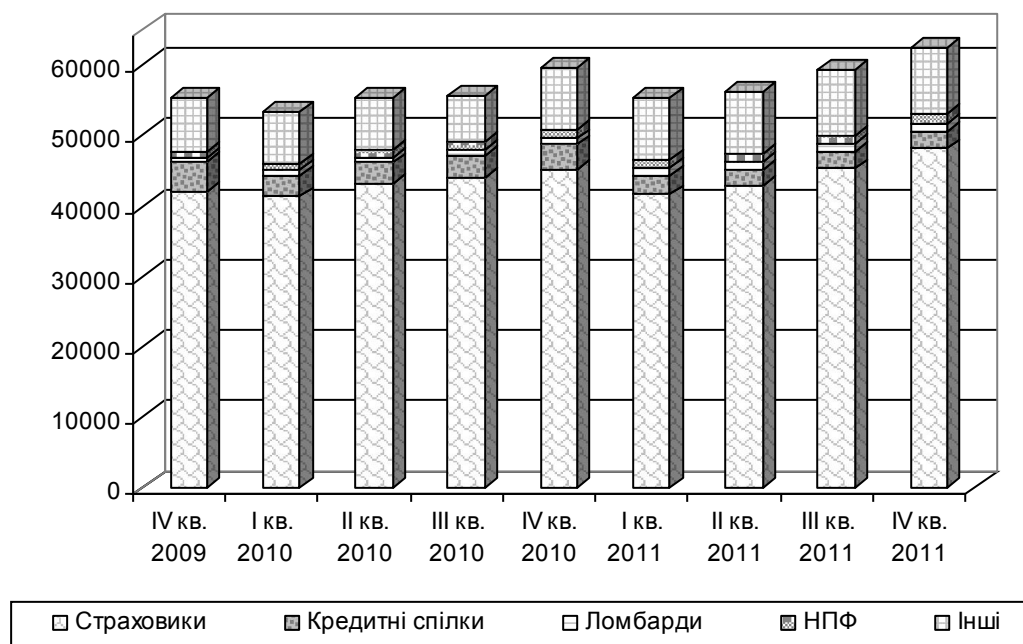


Рис. 2. Активи ринку небанківських фінансових послуг України за 2009-2011 рр.

Оцінка вартості – це передбачувана ціна в тому чи іншому грошовому еквіваленті, яка могла б бути запропонована за дану страхову компанію з урахуванням тих чи інших факторів, що впливають на характер такої оцінки і з урахуванням методології даного застосовуваного способу оцінки.

Слід відзначити такі особливості страхових компаній, які накладають відбиток на їх вартісну оцінку. По-перше, страхові компанії та інші фінансові підприємства не володіють суттєвими матеріальними активами у вигляді обладнання, як правило, у них є власні або орендовані приміщення та оргтехніка. По-друге, фінансовий капітал вказаних підприємств характеризується високою оборотністю і нерівномірністю надходження, зокрема, грошових потоків у вигляді страхових премій, а також грошовими відтоками у вигляді страхових виплат і комісій. По-третє, поняття «балансовий прибуток» багато в чому для страхових компаній має умовний характер через наявність «віртуального показника» – відрахування в страхові резерви за методологією, описаною в чинному законодавстві, тому методика для оцінки вартості краще використовувати поняття «управлінський прибуток».

Всі підходи щодо оцінки вартості страхової компанії умовно можна розділити на декілька видів: ринковий підхід, загальної оцінки активів компанії і підхід на основі використання дохідного методу. Згідно, до Національного стандарту № 1 ринкова вартість – вартість, за яку можливе відчуження об'єкта оцінки на ринку подібного майна на дату оцінки за угодою, укладеною між покупцем та продавцем, після проведення відповідного маркетингу за умови, що кожна із сторін діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу. Для проведення оцінки майна застосовуються такі основні методичні підходи: витратний (майновий – для оцінки об'єктів у формі цілісного майнового комплексу та у формі фінансових інтересів), дохідний та порівняльний [6].

Класичний підхід до визначення вартості компанії складається у визначенні вартості бізнесу, отриманої різними методиками, і їхнім наступним узгодженням (розрахунок середньозваженої вартості або іншим методом).

Можна виділити наступні особливості підприємств небанківської фінансової сфери, які накладають відбиток на їхню вартісну оцінку.

По-перше, підприємства небанківської фінансової сфери не мають настільки істотних матеріальних активів у вигляді устаткування, як правило, у них є лише власні або орендовані приміщення й оргтехніка.

По-друге, активи небанківських фінансових підприємств характеризується високою оборотністю й нерівномірністю надходження і відпливу грошових потоків.

По-третє, поняття "балансовий прибуток" багато в чому для підприємств небанківської фінансової сфери має умовний характер через наявність "віртуальних показників", резервів тощо.

Всесвітньо відомий фахівець у галузі оцінки вартості компанії Дамодоран пропонує наступну структуру вартості компанії, що робить процедуру оцінки прозорішою:

$$V = VSQ + CP + SP + EO$$

де V - загальна вартість компанії;

VSQ - оцінка „статус-кво” (Status Quo Valuation) - цільова компанія оцінюється згідно фінансовим, актуарним, і діловим параметрам та управлінським ноу-хау. Іншими словами, припускається, що компанія розглядається виключно у теперішній час і без урахування факторів зовнішнього середовища;

CP – премія за контроль (Valuation of Control Premium). Обсяг премії за контроль - різниця між значенням оптимально керованої фірми і значення оцінки «статус-кво». Премія за контроль показує резерв підвищення ефективності діяльності у компаній що оцінюється. Якщо сенс придбання полягає у збільшенні рівня контролю, то покупець повинен бути готовим заплатити значення контрольної премії;

EO – вартість додаткових можливостей (Valuation of Embedded Options), що означає додаткову вартість можливостей виходу на нові ринки або виведення нових продуктів, розширення існуючих проектів. Традиційні оціночні моделі на базі дисконтованих грошових потоків не дають можливості врахувати ці додаткові вигоди від нових можливостей;

SP – премія за синергію (Valuation of Synergy Premium), яка представляє позитивне додане значення від об'єднання двох фірм і включає премію диверсифікації.

Теоретично, премія за синергію (SP) обчислюється наступним чином:

$$SP = V_n - V_p + V_s,$$

де V_n – вартість новоствореної компанії;

V_p – вартість компанії, що оцінюється;

V_s – вартість компанії покупця.

SP ґрунтується на припущенні, що вартість об'єднаної компанії більше, ніж сума вартості компанії-покупця та компанії, що оцінюється, незалежно:

$$V(B) > V(A) + V(B).$$

Таку модель оцінки вартості компанії можна використовувати у підприємствах небанківської фінансової сфери за умови обґрунтування методичного інструментарію визначення окремих складових даної моделі.

Для того, щоб сформувані певний закінчений перелік підходів до оцінки вартості підприємства небанківської фінансової сфери необхідно перш за все визначити межі розподілу окремих підходів на базі певних критеріїв, серед яких можна визначити.

1. Ретроспективність або перспективність підходу. Деякі методи оцінки, як наприклад методі дисконтованих грошових потоків, засновані виключно на майбутній оцінці. Ретроспективна оцінка, як наприклад підхід балансової вартості, витікає перш за все з минулих подій.

2. Джерело і характер оцінки. Оцінщик використовує загальнодоступні офіційні дані від звітності (балансовий підхід) або фондових бірж (підхід фондової біржі). У той час як метод дисконтованих грошових потоків заснований в основному на суб'єктивних припущеннях аналітиків про невпевнене майбутнє.

3. Обліковий чи економічний підхід. Цей аспект близько пов'язаний з джерелом даних.

4. Основна теорія. Інший відмітний критерій – ступінь залежності аналітика від специфічної фінансової теорії. Один, наприклад, пов'язаний з відповідним фінансовим принципом, як наприклад гіпотезою ефективного ринку або підходу фондової біржі. Інший же застосовує власні суб'єктивні гіпотези. Отже, в основу кожної моделі оцінки лежить певна фінансова гіпотеза, вибір якої залежить від аналітика.

Систематизація досліджених джерел дозволяє на основі викладених вище критеріїв розподілу оціночних підходів визначити кілька ключових методичних підходів до оцінки вартості страхової компанії (табл.1). У середині кожного з підходів можливе використання ряду методик. У свою чергу, методика може бути побудована на сполученні тих або інших методів і технік розрахунку.

Розглянемо основні підходи та методи з наведеного переліку детальніше.

Ринковий підхід припускає використання тих або інших даних фінансових ринків за деякий період. Ринкова вартість за підходом фондової біржі – це сумарна вартість усіх акцій компанії. Покупка дочірніх компаній за тих умов, коли майже всі придбання завершуються за купувальною ціною, більшою, ніж ринкова вартість. Безумовно, даний метод є найпростішим, однак не враховує ані зміни ціни в залежності від долі у капіталі, ані стратегічних перспектив компанії.

Складнішим методом оцінки ринкової вартості є «метод компанії-аналога» (у вітчизняній літературі) або «порівняльний метод» (у іноземних джерелах). Відповідно до даного методу вартість компанії визначається на основі даних про останні продажі аналогічних компаній, скорегована на ряд індивідуальних параметрів. Розрахунок за цим методом є відносно простим та швидким, однак криє у собі можливість суттєвої похибки, для уникнення якої необхідні значні аналітичні процедури. Як відмічає Никоненко М., даний метод є основним у сучасній практиці оцінки вартості страхових компаній (використовують дані по продажі компаній по усіх країнах ЦСЄ).

Систематизація підходів та методів до оцінки підприємства небанківської фінансової сфери

Підхід		Никоненко М.В.	Wayne E. Blackburn, Derek A. Jones, Joy A. Schwartzman[Jaroslav Danhel, Petr Sosik	Robert W. Sturgis
Ринковий підхід	Метод „фондової біржі”			+	+
	Метод компанії- аналога	+		+	+
На основі оцінки активів компанії (балансової вартості)		+		+	+
На основі використання дохідного методу (дисконтова ні грошові потоки)		+		+	
На основі долі ринку		+			
Капіталізовані активи (вартість активів + дисконтовані прогнозні потоки)			+		+
Оцінка нових можливостей				+	
„Розмита вартість”					+

Балансова вартість – це вартість капіталу акціонерів у страховій компанії, яка оцінена на основі МСФО та відповідно до чинного законодавства окремої країни.

Позитивними сторонами даного підходу є його простота, зручність та прозорість, а негативними – ретроспективність, умовність облікових даних, неможливість врахувати зовнішні фактори та перспективи розвитку компанії. Тому ми вважаємо, що оскільки балансова вартість не відображає ніяким чином здатності компанії вести прибутковий бізнес в майбутньому, вона може розглядатися як фактор, елемент вартості страхової компанії, але не як її кінцева ціна.

Поняття „розмитої вартості”, яке абсолютно не розглядається вітчизняними фінансистами, враховує зміну питомих доходів акціонерів компанії покупця у випадку придбання певної частки страхової компанії, що оцінюється, через „розмивання” їх пакетів.

Цікавою є і „теорія можливостей” (Option Pricing Theory). Вона базується на гіпотезі про те, що інвестори часто вкладають кошти не у ті активи, які самостійно принесуть прибуток, а формують за їх рахунок можливості для отримання прибутку з інших джерел або розширення власного бізнесу. У зв'язку з цим підприємство може реалізовувати проект, NPV якого попередньо оцінене як негативне, метою якого є лише створення умов для підвищення NPV інших проектів.

Підхід на основі використання дохідного методу передбачає розгляд ряду майбутніх доходів і витрат, приведених (дисконтованих) на дату оцінки. Такий метод припускає наявність бізнес-плану розвитку компанії, інвестиційного проекту й подібних документів. Методологія дохідного підходу базується на загальновизнаній економічній теорії зміни вартості грошей у часі. Цей підхід дозволяє розраховувати вартість при різних варіантах стратегічного розвитку страхової компанії (з урахуванням зовнішніх інвестицій і без них). Даний підхід є найбільш прийнятним з точки зору сучасної теорії фінансового менеджменту, відповідно до якої вартість будь-якого активу визначається прибутком, що він може генерувати. Однак суб'єктивізм оцінок значно обмежує можливості його застосування.

Розглянемо модель оцінки вартості підприємства у сфері небанківських фінансових послуг за допомогою 4 величин:

$$S = \langle X, Y, \Phi, G \rangle,$$

Будемо розгляди з декількох аспектів відповідно до специфіки цього підприємства: X – фінанси, Y – персонал, Φ – клієнти, G – гудвіл,

Розглянемо детально кожний елемент моделі.

$$X = \langle X_1, X_2, X_3, X_4, X_5, X_6 \rangle,$$

де X_1 – аналіз ліквідності та платоспроможності;

X_2 – оцінка майнового стану підприємства;

X_3 – оцінка ділової активності;

X_4 – аналіз фінансової стійкості;

X_5 – аналіз прибутковості та рентабельності;

X_6 – аналіз акціонерного капіталу.

Для нормальної діяльності підприємства необхідно, щоб поточні активи завжди були більше поточних пасивів, в іншому випадку у підприємства буде проблема своєчасності і повноти погашення зобов'язань.

Оскільки, персонал небанківських фінансових установах відіграє важливу роль, то оцінювати персонал будемо за чотирма групами критеріїв, які використовуються в будь-якій організації з деякими корективами:

професійні критерії оцінки персоналу містять характеристики професійних знань, умінь, навичок, професійного досвіду людини, його кваліфікації, результатів праці;

ділові критерії оцінки персоналу включають такі критерії, як відповідальність, організованість, ініціативність, діловитість;

морально-психологічні критерії оцінки персоналу, до яких відносяться здатність до самооцінки, чесність, справедливість, психологічна стійкість;

специфічні критерії оцінки персоналу, які утворюються на основі притаманних людині якостей і характеризують його стан здоров'я, авторитет, тощо.

Персонал можна представити у вигляді:

$$Y = \langle Y_1, Y_2, Y_3, Y_4, Y_5, Y_6, Y_7, Y_8 \rangle$$

де Y_1 – виконання планових завдань за об'ємом і асортиментом;

Y_2 – динаміка обсягу діяльності;

Y_3 – динаміка продуктивності праці;

- Y_4 – зниження витрат виробництва;
- Y_5 – кількість претензій та їх «ціна»;
- Y_6 – показники якості кінцевого продукту;
- Y_7 – втрати від простоїв;
- Y_8 – коефіцієнт плинності кадрів.

Персонал можна представити у вигляді:

$$\Phi = \langle \Phi_1, \Phi_2, \Phi_3, \Phi_4 \rangle,$$

- де
- Φ_1 – кількість клієнтів;
 - Φ_2 – частота звернення;
 - Φ_3 – обсяг вкладень;
 - Φ_4 – розміри виплат.

Саме такий підхід є актуальним для небанківських фінансових установ, оскільки ці заклади мають бути по-перше, фінансово стійкі та спроможні реалізувати свою діяльність, по-друге, важливу роль відіграє персонал, бо мають контакт із клієнтами, і безперечно клієнти та гудвіл мають вплив на його вартість.

Висновки. Запропонована модель може бути використана аналітиками на підприємстві для порівняльної оцінки вартості підприємства та позиціонування його серед інших підприємств. Задля подальшого розвитку України, потрібно перервати інерцію традиційних аналітичних підходів. Відповідна модель – є першим кроком на шляху до створення вартості і освоєнню сучасних управлінських концепцій.

Література

1. Damodaran A. Damodaran on Valuation. – New York: John Wiley & Sons, 2006. – 757 p.
2. Jaroslav Danhel, Petr Sosik. Acquisition Valuation of P&C Insurance Companies. - Prague: University of Economics in Prague, 2003. – 86 p.
3. Robert W Sturgis. Actuarial Valuation of Property/Casualty Insurance Companies // Proceedings of the Casualty Actuarial Society Casualty Actuarial Society. – Virginia: Arlington, 1981. – 203 p.

4. Wayne E. Blackburn, Derek A. Jones, Joy A. Schwartzman. The application of fundamental valuation principles to property/casualty insurance companies. – FCAS, 2005. – 56 p.
5. Ионин Д.Е. Пример практического применения модели экономической добавленной стоимости в управлении страховой компанией/ Д.Е.Ионин // Економіка: проблеми теорії та практики. Зб. наук. Праць. Вип. 227. - т.1.- ДНУ. - Дніпропетровськ. – 2007. – С.16– 28.
6. Національний Стандарт N 1 "Загальні засади оцінки майна і майнових прав", затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 10 березня 2003 р. N 1440 [Електронний ресурс] // Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1440-2003-%EF>
7. Николенко Н.В. Оценка стоимости страховой компании // Вестник ЮФО. – 2005. – С.123– 129.
8. Статистична інформація [Електронний ресурс]: Державний комітет статистики України. - Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua/>.