УДК 368.021:005(075.8)

Супрун Н. В.,
асистент Криворізького економічного інституту

ОЦІНКА ПРОЦЕСУ КАПІТАЛІЗАЦІЇ УКРАЇНСЬКИХ СТРАХОВИХ КОМПАНІЙ

У статті визначається економічний зміст терміна "капіталізація" відповідно до діяльності страхових компаній. Надається авторське бачення капіталізації за статичним та динамічним підходами. Приділена увага проблемам формування капіталізації вітчизняних страхових компаній та напрямкам їх вирішення.

Ключові слова: *страховик, капітал, капіталізація, дохід, дисконтований дохід, фондовий ринок, статичний та динамічний підходи до оцінки капіталізації.*

В статье определяется экономический смысл термина "капитализация" касательно деятельности страховых компаний. Приводится авторское видение капитализации за статическим и динамическим подходами. Уделено внимание проблемам формирования капитализации отечественных страховых компаний и способам их решения.

Ключевые слова: *страховщик, капитал, капитализация, доход, дисконтированный доход, фондовый рынок, статический и динамический подходы к оценке капитализации.*

In the article defined the economic meaning of the term "capitalization" on the activities of insurance companies. We present the author's vision for the capitalization of the static and dynamic approaches. Attention is paid to problems of formation of the capitalization of domestic insurance companies and the way they resolutions.

Key words: *insurer, capital, capitalization, income, present value, the stock market, the static and dynamic approaches to evaluating capitalization.*

Постановка проблеми. Фінансова криза 2008-2009 років і пов'язані з нею події показали, що успішно протистояти кризовим явищам можуть у більшості страхові компанії, що мають високий рівень капіталізації.

Номінально капіталізація вітчизняних страхових компаній зростає, починаючи з 2001 року, і цей процес не зупинився навіть після початку фінансової кризи. Але під час кризи велика кількість страхо-

© Супрун Н. В., 2011

вих компаній через проблеми з якістю сформованого капіталу стали неплатоспроможними.

Попри певні позитивні зміни (зростання обсягів накопиченого капіталу), капіталізація українського страхового ринку була і залишається низькою порівняно з капіталізацією страховиків розвинених країн Заходу, а також багатьох країн Східної Європи. Низька капіталізація, а часто її штучне нарощення, з одного боку, зменшують потенціал операційної діяльності страхових компаній, а з іншого – зменшують її фінансову надійність. Викликають багато сумнівів і традиційні методики оцінки капіталізації страховиків, які формуються на даних її фінансової звітності. Проблемою є відсутність навіть єдиного теоретичного бачення щодо змісту капіталізації страховиків на макро- та мікрорівнях, що зумовлює наукову новизну визначеної проблематики.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. У теорії фінансового менеджменту питанням капіталізації компаній, їх оцінці приділено достатньо багато уваги. Вивчення теоретичних джерел дозволяє зробити висновок про відсутність одностайного трактування даного поняття як закордонними, так і вітчизняними вченими.

Проблеми капіталізації українських страхових компаній вивчалися небагатьма вченими, серед яких слід визначити В. Д. Базилевича, О. І. Барановського, О. О. Гаманкову, О. М. Залєтова, О. В. Мурашко, Н. Г. Нагайчук, М. П. Ніколенко, С. С. Осадця, В. М. Фурмана, О. Ф. Філонюка. При цьому праць, присвячених виключно вирішенню проблеми оцінки капіталізації українських страховиків, немає взагалі. Отже, проблема має достатньо високий рівень наукової новітності.

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є визначення особливостей процесу капіталізації українських страхових компаній. Для цього передбачається: визначити зміст капіталізації страхових компаній та особливостей її формування в умовах вітчизняного фінансового ринку; розробити методи оцінки капіталізації страховиків.

Виклад основного матеріалу. Капіталізація є терміном похідним від терміна "капітал" і може розглядатися з позицій як окремої компанії, так і з позиції страхового ринку в цілому. Професор О. І. Барановський вважає капіталізацію найважливішим інструментом фінансового управління і зазначає, що для власника та інвестора найбільш пріоритетною стратегічною метою є саме підвищення капіталізації страхової компанії [1, с. 218].

В. В. Бочаров та В. Є. Леонтьєв визначають капіталізацію як процес перерахунку доходів, отриманих від об'єкта, що дозволяє визначити їх вартість [2, с. 183].

Уільям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер, Джеффрі В. Бейлі в фундаментальній праці "Інвестиції" визначають капіталізацію як істинну

вартість активу, що збігається з дисконтованою сумою майбутніх потоків платежів, що породжуються цим активом [3, с. 967].

Ці визначення схожі між собою, але друге є дещо точнішим. Визначення капіталізації як дисконтованої суми майбутніх потоків доходів від усіх видів діяльності страховика може застосовуватися при оцінці капіталізації страхової компанії за таким методом (табл. 1).

Таблиця 1

Методика визначення капіталізації страхової компанії за методом дисконтованих доходів

Показник	Дисконтний множник	Дисконтований дохід
Дохід від страхової діяльності (X)	d	X* d = Xd
Дохід від інвестиційної діяльності (Y)	d	Y* d = Yd
Дохід від іншої господарської діяльності (Z)	d	Z* d = Zd
Капіталізація	–	Xd + Yd + Zd

Основною перевагою такої методики виступає врахування вартості грошей і усіх видів діяльності, які можуть забезпечувати страховій компанії отримання доходу. Головним недоліком методики є те, що не береться до уваги аспект використання отриманих доходів.

А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк, Т. С. Смовженко визначають, що капіталізація – це перетворення доданої вартості (нерозподіленого прибутку) у капітал, тобто використання її на розширення виробництва (збільшення активів) [4, с. 204].

За такого підходу методика, представлена в таблиці 1, може бути викладена так (табл. 2).

Таблиця 2

Методика визначення капіталізації страхової компанії за методом дисконтованих доходів із врахуванням їх розподілу

Показник	Дисконтний множник	Дисконтований капіталізований дохід і вилучення
Дохід від страхової діяльності (X)	d	X * d = Xd
Дохід від інвестиційної діяльності (Y)	d	Y * d = Yd
Дохід від іншої господарської діяльності (Z)	d	Z * d = Zd

Капіталізація першого рівня (до розподілу)	–	Xd + Yd + Zd
Сума дивідендів та інших вилучень капіталу (D)	d	D * d = Dd
Капіталізація другого рівня (після розподілу)	–	(Xd + Yd + Zd) – Dd

Подібна методика визначення капіталізації має одну проблему щодо застосування її в Україні – складність визначення дисконтного чинника.

Визначення ставки дисконтування є одним з найбільш дискусійних питань, особливо коли це стосується нестабільних економік. У розвинених країнах світу з активно працюючим фондовим ринком рекомендована середня дисконтування оприлюднюється рейтинговими агенціями або державними органами нагляду за фінансовим ринком. До базової ставки застосовуються поправочні коефіцієнти залежно від ризику бізнесу або окремого інвестиційного проекту [5, с. 50]. Достатньо часто за дисконтну ставку пропонується брати середньозважену вартість капіталу компанії [6, с. 139]. В умовах нерозвинутого фондового ринку можна застосовувати підхід, який ґрунтується на додаванні до ставки банківських депозитів, облікової ставки або ставки державних цінних паперів (які умовно вважаються безризиковими) премії за ризик, залежно від виду діяльності компанії, її положення на ринку, або залежно від ризику окремого інвестиційного проекту. Так чи інакше багатьом методам визначення дисконтного чинника притаманна певна суб'єктивність, або використання неякісної інформації, що робить можливим помилки при розрахунках.

Капіталізацію того чи іншого ринку можна визначити шляхом складання сформованих акціонерних капіталів окремих компаній.

А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк, Т. С. Смовженко надають визначення біржової капіталізації як оцінки вартості акціонерного товариства шляхом множення кількості випущених ним акцій на їх біржовий курс [4, с. 204].

Таке ж визначення біржової капіталізації надається і О. О. Терещенком [7, с. 113]. Складність застосування такого підходу пов'язана з визначенням біржового курсу. Більшість страховиків в Україні є непублічними, їх акції не котируються на фондовому ринку, і тому не можна визначити їх біржовий курс.

У "Фінансовому словнику" також надається визначення капіталізації ринку як показника ринкової вартості усіх компаній, акції яких включені в лістинг (обчислюється множенням курсової вартості акцій компаній на їх кількість, що перебуває в обігу) [4, с. 204]. Таке ви-

значення капіталізації ринку, на наш погляд, є правильним, але для практичних розрахунків в українських умовах навряд чи може розглядатися, зважаючи на низький рівень розвитку фондового ринку і присутність на ньому страховиків.

Розглянемо дані про котирування ринку акцій вітчизняних страхових компаній на ПФТС (табл. 3).

Таблиця 3

*Страхові компанії у біржовому списку ПФТС станом на 17.06.2011 р. **

Назва компанії	Вид ЦП	Номінал, грн.	Кількість ЦП, шт.
СК "Універсальна"	Прості іменні акції (А)	1,0	60000000
СК "Лемма"	Облігації (ОП)	1000,0	1005000
НАСК "Оранта"	Прості іменні акції (А)	5,85	132500000
Південно-східна СК	Облігації (ОП)	1000,0	97500
ВАТ "Страхова компанія "Місто"	Прості іменні акції (А)	100,0	140000

*Складено автором за даними ПФТС.

У 2010 році СК не брали участі у торгівлі акціями, цінними паперами ІСІ, борговими ЦП, муніципальними облігаціями, ОВДП. Страхові компанії відсутні у котирувальних списках 1 і 2 рівнів у рейтингу за 2010 рік. Цінні папери, допущені до обігу в 2011 році, належать всього трьом страховим компаніям – СК "Універсальна", СК "Оранта", СК "Лемма".

За проведеним аналізом можна визначити, що страхові компанії дуже обмежено використовують фондовий ринок для залучення капіталу і фактично не впливають на його стан і розвиток.

На рисунку 1 представлено обсяги зареєстрованих на ДКЦПФР випуски акцій вітчизняних емітентів. Можна побачити, що порівняно з комерційними банками і промисловими підприємствами вітчизняні страховики використовували фондовий ринок для збільшення капіталізації достатньо обмежено.

Майже не використовується страховиками таке джерело поповнення капіталу як емісія облігацій. Серед інших галузей до 2008 року

вони завжди перебували на останньому місці за обсягом емітованих облігацій, а в 2009 та 2010 роках такі емісії ними взагалі не проводилися (табл. 4).

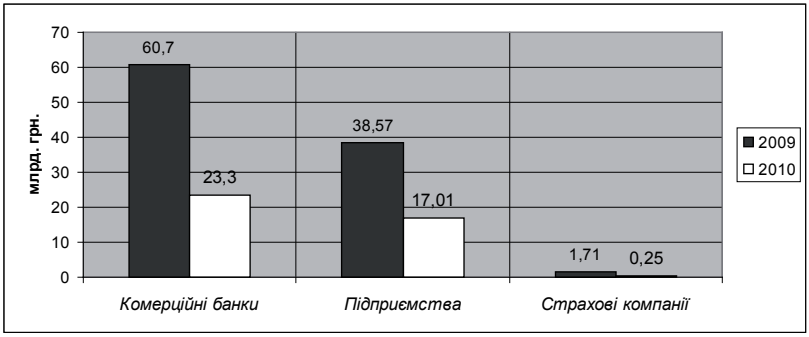

Рис. 1. Обсяги зареєстрованих ДКЦПФР випусків акцій у 2009 та 2010 роках*

*Складено за даними річних звітів ДКЦПФР за 2009 та 2010 роки.

Таблиця 4
*Обсяг зареєстрованих випусків облігацій в Україні у 2005-2010 роках, млн. грн. **

Вид емітента	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Підприємства	10141,7	16991,8	25560,5	24132,8	10107,4	6343,9
Банки	2564,7	4994,0	18896,4	7115,9	0	3150,0
Страхові компанії	41,9	85,0	50,6	97,5	0	0
Всього	12748,3	22070,8	44480,5	31346,3	10107,4	9493,9

*Складено за даними річного звіту ДКЦПФР за 2010 рік.

На нашу думку, капіталізація може розглядатися як стан або як процес. У першому випадку під капіталізацією компанії варто розумі-

ти вартість акціонерного капіталу компанії, що склався на звітну дату. В останньому випадку йдеться про збільшення власного капіталу компанії за рахунок реінвестування прибутку або інших чинників (емісія простих акцій, дооцінка активів).

За таким підходом можна пропонувати два способи оцінки капіталізації компанії. Перший підхід статичний, другий – динамічний.

Для оцінки капіталізації компанії за статичним підходом можна використати таку систему показників (табл. 5).

Таблиця 5

Показники оцінки капіталізації за статичним підходом

Показник	**Метод розрахунку**	**Зміст показника**
Частка статутного капіталу в акціонерному капіталі	Статутний капітал / Акціонерний капітал	Визначає фінансові можливості інвесторів компанії, а також час функціонування компанії на ринку (часто відбувається зменшення показника з часом, оскільки зростають інші статті акціонерного капіталу).
Частка додатково вкладеного капіталу в акціонерному капіталі	Додатково вкладений капітал / Акціонерний капітал	Цей показник (якщо він не дорівнює нулю) вказує на привабливість компанії для інвесторів, оскільки цей капітал виникає у випадках, коли ринковий курс акцій компанії більше за їх номінальний курс.
Частка іншого додаткового капіталу в акціонерному капіталі	Інший додатковий капітал / Акціонерний капітал	Цей показник вказує на відносну величину капіталу компанії, що виник внаслідок дооцінки його активів. Значення цього показника не повинно бути великим, оскільки ця стаття капіталу не приносить реальних фінансових ресурсів компанії.
Частка нерозподіленого прибутку в акціонерному капіталі	Нерозподілений прибуток / Акціонерний капітал	Показник, що визначає політику фінансування компанії. Чим більше його значення, тим більше орієнтація компанії спрямована на самофінансування, тим меншою є вразливість компанії до фінансових ризиків.
Частка акціонерного капіталу в загальному капіталі	Акціонерний капітал / Загальний капітал	Вказує на фінансову стійкість компанії, її вразливість до фінансових ризиків, пов'язаних з використанням позикового і залученого капіталу

Визначені показники можуть розраховуватися як для окремої страхової компанії, так і для ринку в цілому, якщо є відповідна статистична база, що дозволяє згрупувати показники усіх учасників ринку.

Для оцінки капіталізації компанії як процесу доцільно використовувати динамічні показники, які характеризують зміни у капіталі (табл. 6).

Таблиця 6

Показники оцінки капіталізації за динамічним підходом

Показник	Метод розрахунку	Зміст показника
Темп росту статутного капіталу	Статутний капітал на кінець періоду / Статутний капітал на початок періоду	Якщо в періоді відбувається збільшення статутного капіталу, то це вказує на активність інвесторів та їх здатність організувати притік коштів до компанії ззовні. Зменшення статутного капіталу, як правило, вказує на фінансові проблеми в компанії
Абсолютні зміни статутного капіталу	Статутний капітал на кінець періоду – Статутний капітал на початок періоду	Показник характеризує наведені вище процеси, але акцент робиться на величині збільшення капіталізації. Тому показник може використовуватися для порівняння процесів капіталізації, що відбуваються в інших компаніях на ринку
Темп росту іншого додаткового капіталу в акціонерному капіталі	Інший додатковий капітал на кінець періоду / Інший додатковий капітал на початок періоду	Зростання цього показника в динаміці не є ознакою фінансових успіхів компанії. Швидше це може бути ознакою штучного збільшення капіталу (наприклад, для збільшення нормативу фактичної платоспроможності)
Абсолютні зміни в іншому додатковому капіталі	Інший додатковий капітал на кінець періоду – Інший додатковий капітал на початок періоду	Цей показник вказує на обсяги зростання капіталу внаслідок проведення дооцінки. Може використовуватися для порівняння процесів капіталізації, що відбуваються в інших компаніях на страховому ринку.
Темп росту нерозподіленого прибутку	Нерозподілений прибуток на кінець періоду / Нерозподілений прибуток на початок періоду	Зростання показника в динаміці завжди розглядатиметься як позитивне явище, оскільки вказує на розширення можливостей самофінансування діяльності.

Абсолютні зміни в нерозподіленому прибутку	Нерозподілений прибуток на кінець періоду – Нерозподілений прибуток на початок періоду	Характеризує величину можливого самофінансування діяльності компанії. Зменшення показника вказує на отримання компанією збитків у періоді дослідження. Може використовуватися для порівняння процесів капіталізації, що відбуваються на основі самофінансування з іншими компаніями на ринку.
Темп росту акціонерного капіталу	Акціонерний капітал на кінець періоду / Акціонерний капітал на початок періоду	Визначає фінансові можливості компанії в цілому. Зростання показника може відбуватися як за рахунок зовнішніх, так і за рахунок внутрішніх джерел, або за рахунок їх комплексного зростання. Значення показника на рівні, меншому за одиницю, вказує на фінансові проблеми компанії.
Абсолютні зміни в акціонерному капіталі	Акціонерний капітал на кінець періоду – Акціонерний капітал на початок періоду	Також визначає фінансові можливості компанії, але в абсолютному вимірі. Може використовуватися для порівняння процесів капіталізації з іншими компаніями на ринку.

Висновки. Більшість вчених і практиків страхової справи сходяться на думці про те, що українським страховим компаніям необхідно збільшувати капіталізацію. При цьому не існує єдиного її трактування, що не дає можливості сформувати методологічні підходи до оцінки капіталізації та шляхів її збільшення із врахуванням специфіки страхової діяльності. У статті визначено, що певною мірою можливості збільшення капіталізації страхових компаній пов'язано з розвитком фондового і страхового ринків, збільшенням інвестиційної привабливості страхової діяльності в цілому. Пропонована автором методика оцінки капіталізації страховиків може використовуватися на сьогоднішньому етапі розвитку фінансового ринку. В перспективі методика може переглядатися (це залежить від швидкості зростання фінансового ринку і якості процесів, що відбуваються на ньому).

Література:

1. Стратегічне управління страховою компанією : кол. моногр. / В. М. Фурман, О. Ф. Філонюк, М. П. Ніколенко, О. І. Барановський та ін.; наук. ред. та кер. кол. авт. д-р екон. наук В. М. Фурман. – К. : КНЕУ, 2008. – С. 218.

2. В. В. Бочаров, В. Е. Леонтьев. Корпоративне финансы. – СПб. : 2002. – 544 с. : ил. – (Серия "Ученики для вузов").

3. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. ИНВЕСТИЦИИ: Пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 1999. – XII, 1028 с.

4. Загородній А. Г., Вознюк Г. Л., Смовженко Т. С. Фінансовий словник. – 4 -те вид., випр. та доп. – К. : Т-во "Знання", КОО; Л. : Вид – во Львів. Банк. ін-ту НБУ, 2002. – 566 с.

5. Швиданенко Г. О., Шевчук Н. В. Управління капіталом підприємства: Навч. посіб. – К. : КНЕУ, 2007. – 440 с.

6. С. В. Валдайцев. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учеб. пособие для вузов. – М. : ЮНИТИ ДАНА, 2001. – 720 с.

7. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. посібник. – К. : КНЕУ, 2003. – 554 с.

8. Біржовий список ПФТС – Режим доступу: http://pfts.com/uk/list-pfts/.

9. Річні звіти ДКЦПФР за 2009 та 2010 роки. – Режим доступу: http://www.ssmsc.gov.ua/activities/annual.