

УДК: 336.647

М. Ю. Сакун,
аспірант, кафедра страхування, Київський Національний Економічний Університет ім. В.Гетьмана

ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ СТРАХОВОЇ КОМПАНІЇ

Анотація. Особливості у операційній діяльності роблять необхідним використання особливого підходу по оцінці вартості страхової компанії, який і розглянуто у статті. У статті подано аналіз найпоширеніших підходів до оцінки вартості страхової компанії. Також, у статті подані роздуми щодо застосування міжнародних методів оцінки вартості в умовах економіки України.

Resume. Some features in operating activities of insurance companies make necessary using specific approaches in valuation process of such companies. The article presents a general approach and specific aspects of the valuation of Insurance Companies. The article also describes applicabness of international valuation approaches in Ukraine.

Всі відкриті компанії зіштовхуються з необхідністю створення вартості для своїх акціонерів. Можливо, через нерозвиненість фондового ринку в Україні дане питання є менш актуальним для українських компаній. Однак з тим, що вартісний підхід в оцінці результатів роботи бізнесу є найбільш об'єктивним більшість українських топ-менеджерів цілком погоджується. Сьогодні вже багато вітчизняних компаній взяли для себе за орієнтир максимізацію своєї ринкової вартості, і це відноситься не тільки до акціонерних товариств. У зв'язку з цим методи оцінки вартості компаній та їх адаптація стають високо актуальними науково-практичними завданнями.

Стрімке зростання страхового ринку України та його значні перспективи розвитку обумовили привабливість страхової галузі України для іноземного капіталу. Оскільки через ряд регуляторних вимог іноземним страховикам для виходу на наш ринок набагато вигідніше купувати діючі компанії, аніж створювати свої філіали. Тут постає питання про об'єктивну оцінку вартості страхової компанії.

Усе викладене вище свідчить про наявність досить актуальної, однак поки що не вирішеної науково-практичної проблеми, пов'язаної із придатними до використання у вітчизняній практиці методів оцінки вартості страхової компанії.

Проблема оцінки вартості страхових компаній не одержала уваги у вітчизняній спеціальній літературі. Це обгрунтовується перш за все наявністю великої кількості інших нерозв'язаних проблем у страховій науці України. Серед російських дослідників до проблем оцінки вартості страхової компанії зверталися в основному практики: Николенко М. розглядав можливості адаптації прийнятих у світовій практиці методів оцінки, директор однієї зі страхових організацій Щиборщ К. запропонував власний метод експрес-оцінки страхової організації в російських умовах.

Таким чином фактично єдиними джерелами для дослідження методів оцінки вартості страхової компанії залишаються праці іноземних фахівців в області оцінки страхового бізнесу й моделювання параметрів діяльності страхової організації: Daykin, Kaufmann R., Gadmer A.,

Оцінка вартості - це передбачувана ціна в тому або іншому грошовому еквіваленті, що могла б бути запропонована за дану страхову компанію з урахуванням тих або інших факторів, що впливають на характер такої оцінки й відповідно до методології конкретного застосовуваного способу оцінки. Класичний підхід до визначення вартості компанії складається у визначенні значень вартості бізнесу, отриманої різними методиками, і їхнім наступним узгодженням (розрахунок середньозваженої вартості або іншим методом) [1].

Николенко М. виділяє наступні особливості страхових компаній, які накладають відбиток на їхню вартісну оцінку:

По-перше, страхові компанії не мають настільки істотних матеріальних активів у вигляді устаткування, як правило, у них є лише власні або орендовані приміщення й засоби оргтехніки.

По-друге, фінансовий капітал страхових компаній характеризується високою оборотністю й нерівномірністю надходження 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 по методології, описаної в чинному російському законодавстві [2].

Можна цілком погодитися з даним автором, оскільки у цьому питанні російські та українські реалії тотожні.

Всесвітньо відомий фахівець у галузі оцінки вартості компанії Дамодоран пропонує наступну структуру вартості компанії, що робить процедуру оцінки прозорішою [2]:

$$\text{Загальна вартість компанії } V = VSQ + CP + SP + EO$$

де 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. Якщо інвестиції спекулятивні і привід - недооцінка, VSQ - максимальна ціна, яка заплачена.

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 компанії що оцінюється. Якщо привід придбання - контроль, то покупець повинен бути готовим заплатити значення контрольної премії.

SP – премія за синергію (Valuation of Synergy Premium)

SP представляє позитивне додане значення від об'єднання двох фірм і включає премію диверсифікації. Теоретично, премія за синергію (SP) обчислюється наступним чином:

$$\text{Премія за синергію (SP)} = \text{Вартість новоствореної компанії} - \text{Вартість компанії, що оцінюється} - \text{Вартість компанії покупця}$$

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

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

EO - Вартість додаткових можливостей (Valuation of Embedded Options)

Показник означає додаткову вартість можливостей виходу на нові ринки або виведення нових продуктів, розширення існуючих проєктів. Традиційні оціночні моделі на базі дисконтова них грошових потоків не дають можливості врахувати ці додаткові вигоди від нових можливостей.

Таку модель оцінки вартості компанії можна цілком використовувати й у страховій галузі за умови обґрунтування методичного інструментарію визначення окремих складових даної моделі.

Для того, щоб сформувані певний закінчений перелік підходів до оцінки вартості страхової компанії 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 дисконтова них 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: переважання суб'єктивного чи об'єктивного підходу. Оцінщик використовує загальнодоступні офіційні дані від звітності (балансовий підхід) або фондових бірж (підхід фондової біржі). У той час як метод дисконтова них 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, слідує за чіткою фінансовою теорією, як наприклад гіпотеза ефективного ринку або підхід 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 доречна 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 в Росії (використовують дані по продажі компаній по усіх країнах ЦСЄ).

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

країни. Типова формула балансової вартості є наступною:

$$\text{Балансова вартість} = \text{Вартість активів} - \text{Вартість зобов'язань}$$

Таблиця 1. Систематизація підходів та методів до оцінки вартості страхової компанії

Підхід		Никоненко М. [2]	Wayne E. Blackburn, Derek A. Jones, Joy A. Schwartzman [3]	Jaroslav Danhel, Petr Sosik [4]	Robert W. Sturgis [5]
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 прогнози потоки)			+		+
Оцінка нових можливостей				+	
„Розмита вартість”					+

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 реалізувати 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 загальноєкономічній 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.

Економічна вартість – це вартість сформована за рахунок балансової із додаванням поточної вартості (капіталізована вартість) очікуваних майбутніх прибутків. З наведених вище підходів, за оцінками багатьох спеціалістів, тільки економічна вартість повністю задовольняє задачі оцінки, оскільки, базуючись на об'єктивних параметрах (балансова вартість активів), вона водночас враховує її ринкові перспективи (майбутні грошові потоки).

Як бачимо, світова практика оцінки вартості страхових компаній виробила велику кількість підходів та методів, однак можливості їх застосування у вітчизняних умовах є край обмеженими: відсутність розвинутого фондового ринку унеможливило використання ринкового підходу; нерівномірність розвитку ринку та регуляторних умов ускладнюють застосування перспективних підходів тощо. Цією специфікою і пояснюється те, що російські дослідники пропонують нові підходи, засновані, наприклад, на долі ринку або агентській мережі, що є невідомим у світовій практиці. Отже, адаптація та розробка нових підходів та методів оцінки вартості компанії на основі вданого дослідження має стати предметом подальших наукових розвідок.

Література:

1. Николенко Н. Оценка стоимости страховой компании // Вестник ЮФО. – 2005.
2. Damodaran A. Damodaran on Valuation. – New York: John Wiley & Sons, 2006. – 757 p.
3. Wayne E. Blackburn, Derek A. Jones, Joy A. Schwartzman. The application of fundamental valuation principles to property/casualty insurance companies. – FCAS, 2005. – 56 p.
4. Jaroslav Danhel, Petr Sosik. Acquisition Valuation of P&C Insurance Companies. - Prague: University of Economics in Prague, 2003. – 86 p.
5. Robert W Sturgis. Actuarial Valuation of Property/Casualty Insurance Companies // Proceedings of the Casualty Actuarial Society Casualty Actuarial Society. – Virginia: Arlington, 1981. – 203 p.

Стаття надійшла до редакції 27.08.2009 року