Салов Сергей Павлович. Оценка стоимости страховых компаний, занимающихся рисковыми видами страхования : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 СПб., 2006 166 с. РГБ ОД, 61:06-8/4180

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Общие проблемы оценки стоимости страховых компаний, занимающихся рисковыми видами страхования. Модель оценки стоимости, ее структура и требования к ней 10

1.1 Анализ существующих теоретических и практических подходов по оценке стоимости бизнеса 10

1.2 Понятие стоимости бизнеса и справедливой стоимости 18

1.3. Модель оценки стоимости, ее структура и требования к ней 22

1.4. Особенности функционирования страховой отрасли и экономики страховых компаний 28

1.5. Методы оценки стоимости и их применение с точки зрения особенности

функционирования страховой отрасли 47

Глава 2. Спецификация финансовой модели оценки страховой компании 65

2.1. Оценка стоимости страховой компании: основные этапы и факторы 65

2.2. Подготовительные процедуры 72

2.3. Аналитическая оценка параметров модели 74

2.4. Определение стоимости страховой компании 93

2.5. Заключительные процедуры оценки 124

Глава 3. Практическая реализация разработанной модели оценки страховой компании 128

3.1. Пример использования представленной в работе методики оценки и предложенной финансовой модели 128

3.2. Использование вероятностных оценок ключевых параметров деятельности компании 139

3.3. Учет катастрофических рисков при оценке страховых компаний 143

Заключение 150

Приложение А. Исходные данные для оценки 154

Приложение Б. Прогнозные финансовые параметры деятельности оцениваемой компании без учета заданной целевой структуры пассивов 157

Приложение В. Прогнозные финансовые параметры деятельности оцениваемой компании при заданной целевой структуре пассивов 160

Библиографический список 163

**Введение к работе**

Роль страхования как института социальной и финансовой защиты, а также как важнейшего инвестиционного института в экономике России в последние годы значительно выросла. В настоящее время в России насчитывается порядка 1200 страховых компаний, доля собранной страховой премии без учета обязательного медицинского страхования и страхования жизни в ВВП выросла с менее чем 1 % в 2000 [50] до 2.1% в 2005 г. [48]. Есть все основания полагать, что страховая отрасль является и будет оставаться одним из наиболее динамичных и быстрорастущих сегментов российской экономики.

Заметные изменения претерпевает инфраструктура страхового рынка: разрабатываются новые страховые продукты, повышается уровень управленческой культуры и уровня корпоративного управления. Завершился процесс приватизации, происходит консолидация отрасли, пока, в основном, в рамках территории России и сопредельных государств. Значительное влияние на развитие страховой индустрии оказывают и такие процессы на российском финансовом рынке как создание финансовых конгломератов, развитие потребительского кредитования, ипотеки и лизинга.

Развитие экономики Российской Федерации приводит к концентрации капитала и компаний для создания более конкурентоспособных предприятий с одновременным усложнением их структуры и соответствующей ей активизация процессов слияния и поглощения страховых компании. Активные процессы слияний и поглощений наблюдались в последние 20 лет и в странах с развитой рыночной экономикой - США, Япония, страны Западной Европы - как внутри самой страховой отрасли, так и в ходе процесса взаимного проникновения банковского и страхового капитала. В связи с этим возникают вопросы относительно реальной стоимости приобретаемых активов, инвестиционной привлекательности компании, адекватности обменных коэффициентов и оценки синергетического эффекта.

Перечисленные причины требуют наличие научно обоснованных методов оценки стоимости компаний, отвечающих как специфике функционирования страховой отрасли, так и особенностям современного состояния российской экономики и страхового рынка РФ, а также обеспечивающих эффективное функционирование финансового рынка в России. Это обуславливает актуальность, а также определяет цели и основные задачи настоящего исследования.

Следует отметить, что работа посвящена оценке стоимости страховых компаний, занимающихся рисковыми видами страхования. Дальнейшие упоминания в тексте понятия «страховая компания» стоит понимать именно в этом контексте. Данный выбор обоснован, во-первых, коренными отличиями в организации бизнеса страховых компаний, занимающейся страхованием жизни (Life assurance companies) и рисковыми видами страхования (так называемые Property and Casual insurance companies). Такое разделение не является каким-либо искусственным приемом, оно сложилось со времен возникновения страхования и прочно закреплено в практике функционирования страховых рынков во всем мире. Второй причиной такого выбора являются особенности развития страхования в России. Фактически рынок страхования жизни в традиционном понимании пока отсутствует, его место занимают схемы оптимизации налогообложения, т.н. «зарплатные схемы». В этом смысле рынок рисковых видов куда более динамичен, развит и цивилизован, и представляет для исследования более благодарную почву.

Объектом настоящего исследования является деятельность по оценке стоимости акционерного капитала страховой компании, В качестве предмета исследования можно назвать основные компоненты данной деятельности: (а) анализ и прогнозирование деятельности страховщика для целей оценки, выражающиеся в непротиворечивом наборе числовых оценок тех или иных параметров функционирования компании; (б) построение финансовой модели оценки. Основные методы, который используется в работе - финансовый анализ

деятельности страховой компании и финансовое моделирование ее деятельности, методы определения стоимости согласно теории финансов.

Цели данного исследования заключаются в решении задачи разработки подходов к оценке стоимости страхового бизнеса. Под этим понимается:

обоснование выбора метода оценки стоимости, учитывающего специфику организации страхового дела и уровень развития российской страховой отрасли;

разработка вербальной модели оценки стоимости страховой компании, отражающей все вопросы, решаемые в процессе оценки, а также специфические черты организации страховой отрасли и экономики страхового бизнеса;

формализация динамической финансовой модели, позволяющая получать численную оценку имущественного положения и финансового результата деятельности компании, а также оценку стоимости акционерного капитала страховой компании, на основании данных показателей и заданных экзогенных параметров;

разработка подходов к анализу и прогнозированию деятельности страховой компании отвечающих целям оценки, и к определению параметров модели оценки на основе данных прогнозов;

определение алгоритма расчета ключевых компонентов модели - ставки дисконтирования, стоимости активов и обязательств и результирующего эффекта их трансформации на финансовый результат деятельности компании.

Для достижения поставленных целей в работе ставятся и решаются следующие задачи:

- анализ существующих теоретических и практических подходов по оценке  
стоимости бизнеса, финансовому моделированию деятельности страховых  
компаний, а также определение существующих ключевых проблем в рамках  
предметной области диссертационного исследования;

- определение основных понятий, связанных с оценкой стоимости  
компании: справедливая стоимость, стоимость компании, уровни стоимости  
акционерного капитала, модель оценки и др.;

- формулирование требований к модели оценки и к подходам по анализу и  
моделированию деятельности страховой компании;

анализ специфики функционирования страховых компаний, занимающихся рисковыми видами страхования, с точки зрения теории и практики оценки стоимости бизнеса;

определение особенностей функционирования страховой отрасли в России;

анализ возможности применения основных методов определения стоимости для оценки стоимости страховой компании;

- формирование структуры модели оценки и спецификация ее отдельных  
компонентов и параметров;

анализ и разработка алгоритмов и методик по прогнозированию параметров функционирования оцениваемой компании, а также к моделированию ее деятельности;

разработка теоретических и практических подходов к определению стоимости активов и обязательств страховой компании, а также финансового результата ее деятельности;

разработка методики проверки полученных результатов оценки;

практическая реализация расчетов по определению стоимости компании-примера, оценка эффективности и адекватности модели.

Несмотря на достаточно существенную степень разработанности теоретической базы как с точки зрения теории и практики оценки стоимости бизнеса, так и с точки зрения анализа и моделирования деятельности страховых компаний, отмечается неадекватность стандартного инструментария современных корпоративных финансов применительно к практике инвестирования и финансирования в страховых компаниях без соответствующего учета особенностей функционирования страховой отрасли. Вопреки факту повышенного интереса к вопросу оценки стоимости страховых компаний, как со стороны профессионалов страхового рынка, так и со стороны финансовых аналитиков, отсутствует обобщенная вербальная модель оценки,

8 позволяющая помимо всего прочего, отследить всю логику оценочного процесса и учесть особенности функционирования развивающихся финансовых рынков.

Таким образом, научная новизна настоящего исследования заключается в следующем:

(а) обоснован выбор метода оценки стоимости страховых компаний на  
основе анализа специфики функционирования страховой отрасли и особенностей  
функционирования российского страхового и финансового рынка;

(б) разработана обобщенная вербальная модели оценки, отражающая  
логику проведения оценки и ее основные этапы;

(в) построена формализованная модель динамического финансового  
анализа (т.н. DFA модель) деятельности страховой компании для целей оценки  
на основании логики, предложенной в модели оценки;

(г) разработаны методы и алгоритмы определения ключевых параметров и  
компонентов модели оценки с учетом специфики страховой отрасли России. В  
частности были разработаны оригинальные подходы по определению  
справедливой стоимости чистых активов страховой компании на основе оценок,  
приведенных в финансовой отчетности, по оценке стоимости капитала компании  
и прогнозировании финансового результата деятельности компании на основе  
анализа и систематизации факторов, оказывающих влияние на ее деятельность;

(д) доказан тот факт, что стоимость компании не зависит от метода оценки  
размера обязательств (с учетом временной стоимости денег или инвестиционной  
маржи или без учета данных эффектов) - важно лишь то, что их размер  
соответствует фактически принятым обязательствам компании в номинальном  
выражении.

Практическая значимость работы обусловлена возможностью

использования полученных результатов при практической деятельности по оценке стоимости страхового бизнеса, а также его инвестиционной привлекательности, что особенно важно в условиях активизации процессов концентрации отрасли, предстоящих первичных размещения акций страховых компаний и т.п. Необходимо также упомянуть что, анализ стоимости бизнеса

**9**является одним из ключевых инструментов финансового менеджмента. Таким образом, настоящая работа может быть использована как профессионалами фондового рынка, так и менеджерами страховых компаний или их собственниками.

В соответствии с логикой решения вышеозначенных задач построена структура настоящей работы. Исследование состоит из Введения, трех Глав и приложений к ним, Заключения и библиографического списка. В Главе 1 представлен анализ существующих научных результатов по оценке стоимости бизнеса и страхового в частности, определены основные термины, приведен анализ специфики функционирования страховой отрасли. Кроме того, приведен анализ различных методов оценки стоимости и сделан вывод по их возможному использованию в настоящем исследовании. Глава 2 посвящена собственно разработке модели оценки и подходов к моделированию деятельности страховой компании, анализу основных факторов, оказывающих влияние на деятельность страховой компании и определению параметров модели. В Главе 3 рассмотрены вопросы практической реализации полученных в работе результатов и выводов.

Основные результаты исследования были представлены на Десятой  
международной конференции молодых ученых-экономистов

«Предпринимательство и реформы в России» и на Десятых ежегодных научных чтениях памяти первого декана факультета менеджмента профессора Ю.В. Пашкуса.

## Анализ существующих теоретических и практических подходов по оценке стоимости бизнеса

Тема диссертационного исследования находится на стыке различных направлений экономической науки. Круг вопросов и задач, связанных с методами оценки стоимости страховых компаний рассматривается не только теорией финансов и инвестиций, но и теорией страхового дела, актуарными дисциплинами, теорией риска. Они и составляют теоретическую базу для выполнения данной работы наряду с методами численного моделирования, использованными в третьей главе настоящей работы.

Цель данного параграфа не заключается в том, чтобы дать детальную оценку каждой публикации на тему, связанную с настоящим исследованием, или представить анализ каждого метода с точки зрения задач диссертации. По сути, значительная часть параграфа отведена общим принципам и методам теории финансов, теории риска и т.п.; анализ их предпосылок и недостатков в данном параграфе не представляется целесообразным. Основная задача данного параграфа - знакомство с инструментарием направлений экономической науки, формирующих методическую базу работы, структурирование и их классификация, а также обзор разработанности темы исследования и формирование вывода о наиболее актуальных задачах, стоящих перед диссертационной работой.

Практически со времен своего возникновения теория финансов, рассматривая проблематику принятия финансовых и инвестиционных решений, обращалась к оценке стоимости предприятия как единого имущественного комплекса. В связи с развитием финансовых институтов, глобализацией экономики и т.п. исследования в рамках разработки теории финансов и финансового менеджмента получили бурное развитие. Многие известные ученые-экономисты, в том числе лауреаты Нобелевской премии, серьезно повлияли на теорию финансирования и инвестиций. Стоит лишь назвать И. Фишера, К. Эрроу, Г. Марковича, М. Миллера, Ф. Модильяни, О. Моргенштерна, У. Шарпа, Дж. Тобина, М Сколза и Ф Блэка и др.

Развитие теории шло от статических моделей к динамическим, от детерминистических к стохастическим моделям. В целом все известные способы расчета стоимости предприятия и преодоления главного "препятствия" оценки -временного разрыва между денежными поступлениями и выплатами - можно свести к двум основным группам. Структура основных методов теории финансов и инвестиций представлена Рис. 1.1. Следует оговориться, что данная диаграмма предназначена лишь для иллюстрации основных разновидностей подходов, а не для их полного перечисления.

Статические методы подразумевают использование и анализ цен рынка на аналогичные предприятия (сравнительный подход в традиционной классификации) или на составляющие их активы и затраты по их созданию (затратный подход). Тем самым не рассматривается вопрос сравнения разновременных денежных потоков.

## Оценка стоимости страховой компании: основные этапы и факторы

Подготовительные процедуры заключаются в анализе стратегических вопросов оценки страховой компании, то есть в определении ее целей -слияния/поглощения, первичное размещение, оценка стоимости акций - и возможных путей учета данных целей в процессе оценки, а также в определении источников информации и привлекаемых ресурсов. Решение этих вопросов во многом определяют дальнейшую логику оценки.

Оценочные - в анализе и определении основных параметров модели, расчете финансовых показателей деятельности страховщика и в их приведении к единому эквиваленту - стоимости страховой компании. В рамках данной процедуры мы можем выделить этап аналитической оценки и этап определения стоимости.

Аналитическая оценка предполагает определение основных параметров, переменных модели и факторов на них влияющих, определение их иерархии, оценка их значений, функциональных связей и т.п. Мы можем разделить основные параметры на те, которые отражают:

факторы внешней среды: данные факторы могут быть разделены на факторы макроэкономического развития и состояния страхового рынка.

стратегические факторы

факторы, относящиеся непосредственно к функционированию оцениваемой компании.

Факторы, относящиеся непосредственно к функционированию оцениваемой компании, могут быть выделены в четыре основных модуля, которые отражают основные функциональные области деятельности компании и соответствующие денежные потоки: 1) модуль премий; 2) модуль затрат на ведение деятельности; 3) модуль страховых выплат; 4) модуль инвестиций.

Этап определения стоимости включает в себя несколько основных шагов: (1) методы оценки чистой экономической стоимости, т.е. реальной величины инвестированных акционерами средств на момент оценки; (2) определение будущего финансового результата, характеризующего результаты деятельности компании - чистая прибыль и ее корректировки; (3) определения стоимости капитала для страховой компании; (4) определение стоимости компании на основании оценок (1) - (3). Объединение всех этапов процесса оценки, и, в частности, четырех шагов определения стоимости страховой компании и увязка основных модулей функционирования компании производится на основе финансовой модели.

Так как выбранный метод оценки подразумевает определение прогнозных финансовых показателей деятельности компании, существует необходимость моделирования деятельности страховой компании, которое целесообразно производить на основе модели динамического финансового анализа. В наиболее общем виде мы можем представить следующие соотношения по определению финансового результата, приходящегося на долю акционеров и имущественного положения компании.

## Пример использования представленной в работе методики оценки и предложенной финансовой модели

В предыдущей главе нами был разработана финансовая модель оценки стоимости страховой компании. Однако работа была бы не полной без рассмотрения вопросов практического применения результатов теоретической работы. Такая задача может быть реализована с помощью оценки стоимости некой компании, отражая логику и последовательность шагов разработанной модели. В качестве примера берется некоторая гипотетическая компания, финансовая отчетность и структура операции которой наиболее точно отвечает реалиям функционирования крупных российских страховых компаний. Это вполне обосновано, так как с одной стороны в России нет компаний котирующихся на рынке, отсутствует существенное количество сделок по приобретению страховщиков и достоверной информации о них - то есть отсутствует возможность верификации по данным российского рынка. С другой стороны, отсутствует необходимая, полная и достоверная, финансовая информация по подавляющему большинству компаний, что делает анализ операций конкретной компании не вполне обоснованным.

Структура следующего параграфа Главы 3, во-первых, схода со структурой и аргументацией аналитического отчета или отчета оценщика, во-вторых, отражает логику специфицированной в Главе 2 модели.