Бабенко, Иван Александрович. Инвестиционная стоимость страховой организации при слияниях и поглощениях: оценка на основе доходного подхода : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Бабенко Иван Александрович; [Место защиты: Хабар. гос. акад. экономики и права].- Хабаровск, 2011.- 226 с.: ил. РГБ ОД, 61 11-8/1427

**Содержание к диссертации**

Введение

**1 Теоретические основы и экономическое содержание процессов слияний и поглощений страховых организаций 11**

1.1 Процессы слияний и поглощений: понятия, классификация, этапы реализации 11

1.2 Методические основы оценки рыночной и инвестиционной стоимости страховой организации 41

1.3 Анализ инвестиционной привлекательности российского страхового рынка 54

**2 Формирование финансовой модели слияний и поглощений страховых организаций 67**

2.1 Моделирование чистого денежного потока 67

2.2 Оценка риска и доходности: моделирование ставки дисконтирования 100

2.3 Финансовая оценка экономического эффекта слияний и поглощений 118

**3 Прогнозирование слияния/поглощения страховых организаций 123**

3.1 Информационное обеспечение оценки страховой организации. 123

3.2 Методика оценки рыночной стоимости 141

3.3 Методика оценки инвестиционной стоимости 161

Заключение 171

Список использованных источников 177

**Введение к работе**

**Актуальность исследования. В** современном мире роль процессов концентрации и централизации капитала становится всё более значимой. Рынок слияний и поглощений (М&А) продолжает расти и, если раньше отраслями, в которых наблюдалось наибольшее количество слияний и поглощений, были нефтегазовая, металлургическая, пищевая и фармацевтическая, то сейчас вектор смещается в пользу финансового сектора, одной из отраслей которого является страховой рынок.

Страховой рынок активно развивается. С 2001 по 2008 гг. номинальный объём страховых премий вырос более чем в 3 раза, реальный — в 1,5. Влияние экономического кризиса несколько замедлило бурный рост отрасли, однако он по-прежнему остаётся на достаточно высоком уровне, порядка 20 % в год. Объём страховых премий составляет 2,5% от ВВП, что свидетельствует о существенной роли страхования в экономике страны1. Вместе с тем российский страховой рынок имеет значительный потенциал расширения. На пример, **в** странах Восточной Европы доля страхования в ВВП составляет порядка 6%, а в развитых западноевропейский государствах — 7—9%2.

Перспективы роста российского страхового рынка обусловливают его инвестиционную привлекательность. Поэтому наблюдается активизация процессов слияний и поглощений в отрасли с участием российского и иностранного капитала. Однако по данным исследователей из США, изучавших сделки по слиянию и поглощению крупнейших американских и британских компаний, около 61% таких сделок терпят неудачу и только 23% завершаются успехом3. Но такая статистика практически не влияет на динамику рынка М&А. В этой связи изучение процессов концентрации и централизации капитала становится всё более актуальным.

Сделки по слиянию и поглощению являются одной из корпоративных инвестиционных стратегий, направленных на максимизацию благосостояния собственников компании, то есть на увеличение стоимости акционерно-

1 Официальный сайт ФССН РФ ().

2 Страхование в России ().

3 Консалтинговая компания McKinsey ().

го капитала. Поэтому, чтобы принимать решения, которые ведут к максимизации стоимости, необходимо обладать инструментарием финансовой оценки экономического эффекта от принятия этих решений. В свою очередь, инвестиции в страховой капитал и оценка рыночной и инвестиционной стоимости страховой организации характеризуются особыми, специфичными для данного вида бизнеса показателями и условиями возникновения денежных потоков. Здесь суммы основных денежных притоков и оттоков, а также моменты времени их возникновения являются случайными величинами, то есть априорно неизвестными, что обусловлено стохастической природой основной деятельности страховой организации. Поэтому, стандартные модели, применяемые для оценки стоимости бизнеса при слияниях и поглощениях, для страхования мало применимы. В этой связи тема диссертации является актуальной.

**Степень научной разработанности проблемы.** Существенный вклад в разработку проблем в области финансовых аспектов страхования внесли В. Бадюков, В. Балакирева, Т. Гварлиани, Ф. Коныпин, О. Крюгер, Н. Ни-коленко, Л. Орланюк-Малицкая, С. Пушкарёв, М. Томас, В. Самаруха, К. Турбина, Т. Федорова, Г. Чернова, В. Шахов, Р. Юлдашев и др. В области оценочной деятельности и финансового менеджмента особого внимания заслуживают труды Р. Брейли, Ю. Бригхема, Г. Десмонта, Р. Келли, Т. Колера, Т. Коупленда, В. Литовченко, С. Майерса, В. Михайлеца, Дж. Мурина, М. Федотовой. Вопросам слияний и поглощений посвящены работы Д. Бишопа, И. Владимировой, П. Гохана, А. Дамодарана, Д. Ендовицкого, А. Ра-дыгина, Ф. Эванса и др., в том числе страховых организаций — О. Белоусо-вой, Е. Рузановой, О. Цамутали.

Характеризуя степень разработанности проблемы, отметим, что методическим вопросам оценки стоимости страховых организаций посвящено недостаточно работ. Из отечественных авторов, которые занимались вопросами оценки страховых организаций, следует выделить О. Дмитриеву, К. Щи-борщ, из зарубежных — Д. Бабела, С. Мерила, Дж. Райна, Т. Коупленда. Между тем работ по оценке инвестиционной стоимости страховых организаций в контексте слияний и поглощений не обнаружено вовсе.

Актуальность исследования и, вместе с тем, недостаточная научная разработанность в современных российских условиях определили выбор темы диссертационной работы, её цель и задачи.

**Цель и задачи диссертационного исследования.** Цель работы — теоретическое исследование подходов к оценке инвестиционной стоимости страховой организации, адаптация наилучшего подхода в условиях процессов слияний и поглощений в страховой отрасли и разработка методического инструментария с учётом специфики страхового бизнеса, а также оценка экономического эффекта слияния/поглощения на основе выбранного критерия.

Для достижения поставленной цели решались следующие задачи.

1. Осуществить анализ теоретических основ слияний и поглощений страховых организаций.
2. Исследовать экономическую природу инвестиционной стоимости страховой организации.
3. Рассмотреть существующие подходы и методы к оценке стоимости страховых организаций.
4. Провести анализ инвестиционной привлекательности российского страхового рынка в контексте слияний и поглощений.
5. Уточнить схему расчёта денежных потоков, с учётом специфики деятельности страховой организации.
6. Рассчитать уровень риска и доходности инвестиций в страховой бизнес.
7. Рассмотреть существующие методы оценки экономического эффекта слияний и поглощений.
8. Апробировать разработанные методики на базе финансовой отчётности действующих страховых организаций.

**Область исследования.** Содержание диссертации соответствует областям исследования 7.4. «Теоретические и методологические основы реструктуризации бизнеса на основе оценки рыночной стоимости», 7.7. «Проблемы формирования рыночной стоимости организаций, функционирующих в различных сферах экономики. Специфика определения стоимости кредитно-финансовых институтов» специальности 08.00.10 Паспорта специальностей ВАК (экономические науки).

**Объект исследования.** Объектом исследования являются экономические отношения, возникающие в процессе слияний и поглощений страховых организаций.

**Предмет исследования.** Предметом исследования является доходный подход к оценке инвестиционной стоимости страховой организации, а также инструментарий оценки экономического эффекта слияния/поглощения на основе выбранного критерия.

**Теоретической и методологической основой** исследования являются труды отечественных и зарубежных учёных в области финансов, страхового дела, экономического анализа, финансового менеджмента, математических и статистических методов в экономике.

**Информационной базой** исследования послужили законодательные и нормативные акты Российской Федерации, статистические данные ФССН, Банка России, рейтинговых и информационных агентств, а также финансовая отчётность страховых организаций.

**Достоверность результатов диссертационного исследования** и обоснованность научных выводов, рекомендаций, заключений основывается на обобщении и анализе теоретических и методологических положений, изложенных в трудах зарубежных **и** отечественных учёных; обеспечивается использованием теорий, концепций и подходов к оценке стоимости бизнеса.

**Методы исследования:** общенаучные (системный анализ, синтез, индукция, дедукция, аналогия, сравнение), специальные (обобщение и обработка статистических данных, в том числе корреляционно-регрессионный анализ, экономико-математическое моделирование); эмпирические методы (наблюдений и оценки) и другие.

**Наиболее значимые научные результаты** диссертационного исследования заключаются в следующем:

— раскрыта сущность и дана авторская интерпретация понятия «слияния и поглощения компаний» как совокупности стратегических действий собственников капитала, заключающихся в установлении финансового контроля над хозяйствующими субъектами для достижения положительного экономического эффекта, приводящего к росту стоимости первоначально вложенного капитала;

обосновано, что доходный подход к оценке стоимости страховой организации при слиянии/поглощении является наиболее предпочтительным, адекватным инвестиционной природе процессов концентрации капитала и специфике страхового бизнеса;

уточнена специфика формирования чистого денежного потока страховой организации по видам деятельности: операционной, инвестиционной, финансовой; показано двоякое влияние отчислений в страховые резервы на совокупный денежный поток;

разработаны модели прогнозирования денежных потоков страховой организации и доказана целесообразность применения при этом корреляционно-регрессионного анализа как альтернативы актуарных и других математических методов, используемых в страховании;

модифицированы существующие модели оценки риска и доходности инвестиций в страховой капитал с учётом неразвитости российского фондового рынка (отсутствие публичных котировок акций российских страховщиков); дана рекомендация по созданию сводной информационной базы о доходности страхового капитала в разрезе отдельных страховых организаций, а также региональных страховых рынков и страховой отрасли в целом, когда множество страховых организаций созданы как **ООО** и ЗАО.

**Научная новизна** полученных и представленных к защите результатов состоит в следующем:

предложена классификация слияний и поглощений компаний в зависимости от экономического эффекта, построенная на разделении и комбинировании экономического эффекта по видам деятельности: операционной, инвестиционной, финансовой, что обогащает научные представления об экономической природе эффективности слияний и поглощений;

введён коэффициент прибавочной капитализации для оценки экономического эффекта слияния/поглощения, а также обоснования решения по выбору инвестиционной стратегии и наилучшей цены сделки слияния/поглощения;

уточнённая схема расчёта денежного потока страховой организации поэлементно и наиболее корректно описывает формирование чистого де-

нежного потока, доступного для собственников страховой организации, учитывая специфику страхового бизнеса;

с помощью регрессионного анализа выявлена зависимость между выбранными относительными показателями динамики денежных потоков, что позволяет моделировать случайные величины, характеризующие деятельность страховой организации в заданном периоде времени;

сформулирован оригинальный подход к реализации фундаментальной модели оценки капитальных активов для страховой отрасли, в котором ключевым показателем является доходность инвестированного капитала, а не доходность акций страховой компании.

**Теоретическое значение** работы состоит в дополнении выработанных научных основ к изучению проблем оценки страховых организаций, совершенствованию методов оценки и применения результатов оценки для обоснования и выбора инвестиционных стратегий страховыми организациями.

**Практическая значимость** исследования заключается в том, что полученные результаты, выводы и рекомендации могут использоваться в практике финансовыми менеджерами, руководителями финансовых департаментов страховых организаций при планировании инвестиционных стратегий и в текущем управлении страховой организацией, а также оценщиками при осуществлении ими профессиональной деятельности.

Положения диссертационного исследования целесообразно использовать в учебном процессе высших образовательных учреждений при проведении лекционных и практических занятий, осуществлении курсового и дипломного проектирования по дисциплинам страхового и оценочного цикла.

**Апробация результатов исследования.** Основные результаты исследования докладывались на международных, всероссийских и других научно-практических конференциях: 1) XI Открытый конкурс-конференция молодых учёных Хабаровского края. Экономическая секция. Хабаровск, 15-16 января 2009 г., ИЭИ ДВО РАН; 2) Международная научно-практическая конференция: «Экономический рост республики Беларусь: глобализация, инновационность, устойчивость». Минск, 20 мая 2008 г., УО «БГЭУ»; 3) Всероссийская научная конференция: «Научно-технические проблемы транспорта, промышленности и образования», Хабаровск, 22-24 апреля

2008 г., ГОУ ВПО «ДВГУПС»; 4) Шестая Всероссийская научно-практическая конференция молодых исследователей, аспирантов и соискателей: «Экономика, управление, общество: история и современность», Хабаровск, 25 марта 2008 г., ГОУ ВПО «ДВАГС». Разработанный методический инструментарий применяется в практической деятельности страховой организации ОАО «СК «Дальлесстрах» и оценочной компании ООО «Региональный Союз Оценщиков «Кредо».

**Публикации.** По теме диссертации опубликовано одиннадцать работ, общим объёмом 3,76 п. л., в том числе три статьи в изданиях по Перечню, рекомендованному ВАК России (1,15 п. л.).

**Объём и структура диссертации.** Структура диссертации включает введение, три раздела, заключение, список использованных источников (179 наименований), 3 приложения. Основной текст изложен на 190 страницах, включая 24 рисунка и 48 таблиц.

## Методические основы оценки рыночной и инвестиционной стоимости страховой организации

Развитие экономической системы, расширение её границ — есть процесс не только изменения форм собственности и управление ею, но и процесс укрупнения капитала — количественного выражения масштабов накопленного богатства. Процессы трансформации, прироста и движения капитала получили названия концентрации и централизации капитала.

В рамках настоящего исследования, при определении понятий «концентрации» и «централизации» капитала, мы будем основываться на терминологии, изложенной в работе В. Акулова и М. Рудакова [22], так как считаем её наиболее простой в понимании и логически верной при толковании.

Концентрация капитала — это процесс его укрупнения, который происходит в результате действия объективного закона стоимости, что приводит к тому, что часть капиталов прекращает своё существование, другая же часть становится крупнее [22].

Объективный закон стоимости предполагает то, что производители создают выносимый на рынок продукт, оценивая его в соответствии с индивидуальными издержками, а рынок в продажной цене определяет общественно необходимый уровень этих издержек [22].

Когда таким товаром выступает фирма (пакет акций, доля в капитале), то собственники (акционеры, учредители) компании определяют её стоимость (стоимость акций, долей) в соответствии со своими убеждениями, исходя из величины издержек, понесённых при создании и организации бизнеса, доходности, которую компания, по их мнению, может приносить в будущем, а также меры риска, присущей данной компании. Рынок, в свою очередь, самостоятельно и объективно оценивает вышеназванные составляющие стоимости такие, как величина необходимых издержек, доходность и риск.

Таким образом, процесс укрупнения одних капиталов и прекращения существования других получил название концентрации.

Процессы концентрации находят своё отражение в трансформации капиталистических форм собственности. Поэтому наряду с понятием «концентрация» употребляется понятие «централизация».

Централизация капитала — это процесс сосредоточения всё большего капитала в руках немногих собственников [22].

Централизация происходит в результате превращения индивидуального капитала в акционерный, слияний компаний, поглощений более крупными компаниями мелких и менее успешных, создания финансово-промышленных групп.

Следует отметить, что при рассмотрении процессов централизации в рамках страховой отрасли выявляется ряд особенностей:

1. В силу российского законодательства в страховой отрасли не может функционировать индивидуальный капитал [3]. Капитал страховых организаций является акционерным (ОАО, ЗАО), либо уставным (ООО).

2. Централизация страхового капитала в большинстве случаев протекает при поглощении более крупными страховщиками мелких. Слияние страховых компаний на паритетных началах и образование нового юридического лица не находят своего отражения в современных российских условиях.

У концентрации и централизации капитала есть общая основа, связанная с возрастанием его размеров. Эта объективная основа — научно-технический прогресс, который, впоследствии, материализуется в процессе производства.

Есть ещё одна черта рассматриваемых процессов. Концентрация и централизация капитала неизбежно ведут к появлению капиталов-монополий или, как их ещё называют, «капиталов-гигантов» в различных отраслях экономической системы и, в частности, в страховой отрасли. Процессы превращения капитала в капитал-монополию нашли своё фундаментальное изучение в трудах классиков экономической мысли, таких как Р. Гильфердинг, В. Ленин и др.

Стремление монополии к получению прибыли выше средней и достижению всеобщего господства привело к конкретным организационным формам концентрации и централизации капитала. Кратко рассмотрим их: 1. Картель — это соглашение между юридически и коммерчески самостоятельными организациями, которые договорились между собой о ценовой политике и соответствующей доле рынка, при этом, не теряя своей самостоятельности и являясь в момент сделки равноправными хозяйствующими субъектами. 2. Синдикат — это объединение юридически самостоятельных предприятий, которые теряют свою коммерческую самостоятельность, так как реализация продукта осуществляется через единую сбытовую контору — синдикат. 3. Трест — это объединение, участники которого теряют и юридическую и коммерческую самостоятельность, интегрируясь как структурные подразделения одной компании. 4. Концерн — это объединение компаний, как самостоятельных, так и несамостоятельных, во главе которых стоит головная компания, владеющая крупными пакетами акций интегрированных компаний, жёстко контролируя финансовые (инвестиционные) аспекты деятельности и НИОКР (научные исследования и опытно-конструкторские разработки). 5. Конгломерат — это концерн, который фактически объединяет в себе отдельные бизнесы, не связанные между собой никакими аспектами хозяйствования (технологическими, организационными).

Каждая форма монополии имеет свои достоинства и недостатки. Однако общим для них является стремление к получению большей прибыли и достижения всеобщего господства, постоянного роста стоимости авансированного капитала. Важно отметить, что в современной экономической системе, концентрация и централизация капитала осуществляется посредством процессов слияний и поглощений компаний.

В теории встречаются различные определения того, что подразумевается под слиянием и поглощением компаний, но очевидно то, что рассматриваемая терминология за последние несколько лет успешно закрепилась и приобрела значительную популярность в российской корпоративной среде.

Термин «слияния и поглощения» представляет собой буквальное заимствование англосаксонской юридической терминологии (Mergers & acquisitions). Аббревиатура «М&А» активно используется в российской научной литературе и средствах массовой информации для обозначения процессов слияний и поглощений.

Так, В. Уваров указывает, что «под М&А традиционно понимается передача корпоративного контроля во всех формах, включая покупку и обмен активами. В М&А обычно включают сами слияния (соединение двух или более компаний в одну), поглощения, приобретение компаний, а в широкой трактовке — выкуп акций заёмными средствами, враждебные поглощения1 (take over), рекапитализацию, изменение структуры собственности, выделение и продажу бизнес-единицы» [147].

В Экономическом энциклопедическом словаре рассматриваемые понятия определяются следующим образом [99]:

Слияние — соединение двух или более организаций, объединение собственности, активов, пассивов минимум двух фирм с целью увеличения эффективности, прибыльности, подавления конкуренции и т.д. В результате слияния создаётся новая компания, капитал которой равен сумме активов всех слившихся компаний;

## Анализ инвестиционной привлекательности российского страхового рынка

Вопросам планирования и прогнозирования в условиях рынка посвящено достаточно много работ, затрагивающих различные методологии решения данной проблемы. Однако следует отметить, что работы по вопросам прогнозирования в таком бизнесе, как страхование, не раскрывают всех проблем прогноза специфичных денежных потоков (премии, выплаты, отчисления в страховые резервы и т. п.) и специфичной оценки риска вложения капитала в страховую компанию. Специфичность страхования обусловлена в первую очередь стохастической природой рисков, принимаемых в управление, что выражается в неопределенности возникновения основных денежных притоков (страховых премий) и оттоков (страховых выплат). Разработка методов прогнозирования в финансовом секторе также актуальна в условиях продолжающейся концентрации и централизации страхового капитала. Продолжающийся экономический кризис заставляет «слабых» страховщиков либо уходить с рынка, либо сливаться с равными или поглощаться более крупными стратегическими инвесторами, для которых существует возможность купить перспективный бизнес за более низкую цену и упрочить свои позиции на рынке. Поэтому как покупателю (инвестору), так и продавцу (дивестору) необходимо знать стоимость активов, участвующих в сделке, и правильно планировать капитальные вложения. Таким образом, второй раздел диссертационного исследования будет посвящен решению проблем оценки денежного потока, доступного собственникам капитала страховой организации, относительно риска и доходности таких вложений.

Как уже отмечалось выше, измерение стоимости бизнеса сводится к оценке возможных в будущем денежных потоков и риска, присущего возникновению этих потоков. Оценка риска вложения капитала в страховой бизнес достаточно сложная задача, требующая рассмотрения существующих теорий с точки зрения их применимости в страховой отрасли. Этот вопрос достаточно подробно рассмотрен в следующем подразделе. Перечислим лишь наиболее, часто используемые модели: модель оценки средневзвешенных затрат на капитал (WACC), модель кумулятивного построения и модель оценки капитальных активов (САРМ).

Другим ключевым параметром стоимости является чистый денежный поток (Net Cash Flow — NCF).

Термин «денежный поток» (Cash Flow) впервые был введен зарубежными финансовыми аналитиками и широко используется в финансовом менеджменте. В Словаре по экономике под редакцией П. Ватника данный термин был определен как деньги, поступающие в компанию от продаж и из других источников и затрачиваемые компанией на платежи поставщикам, рабочим и т. д. [78].

По мнению Т. Гварлиани и В. Балакиревой это определение обладают некоторыми недостатками [42]: — ограничение исследования денежного потока рамками организации (фирмы, предприятия); — ограничение исследования денежного потока рамками движения только денежных средств, тем самым, не отражая внутренние денежные потоки, которые в основном реализуются через систему их распределения и перераспределения путем формирования фондов, резервов, финансовых инструментов и т. п. Понятие денежного потока страховой компании тоже прошло свой путь развития. Л. Рейтман считал, что денежный поток страховой организации включает в себя два относительно самостоятельных денежных потока [75]: 1) поток, обеспечивающий страховую защиту. Он формирует и распределяет страховой фонд, а также предполагает инвестирование временно свободных денежных средств с целью получения прибыли; 2) поток, связанный с организацией страхового дела.

С развитием системы рыночных отношений денежный оборот, на заре появления негосударственных страховых организаций, претерпевает определенные изменения и, по мнению профессора Л. Орланюк-Малицкой, может быть представлен на основе собственных и привлеченных денежных ресурсов [69]. При этом в особый поток выделяется обслуживание инвестиционной деятельности.

При существующем уровне развития страхования и финансовой сферы в целом, а также с учетом международных финансовых стандартов, Т. Гварлиани и В. Балакирева предлагают классифицировать денежные потоки в страховых организациях с учетом операционной (текущей), финансовой и инвестиционной деятельности [42].

Операционная деятельность страховщика представляет собой движение денежных средств в результате получения дохода, поступающего в виде страховых премий. Поступление денежных средств от страховой деятельности определяет возможности компании по ее дальнейшему существованию и развитию. В связи с этим операционные денежные потоки являются определяющими для деятельности всей страховой организации.

В операционной деятельности важно оценить возможность компании генерировать денежные средства на поддержание текущих страховых операций. Анализ текущей страховой деятельности позволяет определить адекватность притока денежных средств принимаемым на себя обязательствам, оценить темпы развития отдельных видов страхования и на этой основе разработать стратегическую программу развития страховой организации.

Инвестиционная деятельность страховщика характеризуется потоками денежных средств, направляемых в недвижимость, в ценные бумаги и другие активы для получения инвестиционного дохода.

Инвестиционный потенциал страховых организаций определяется суммой их собственных капиталов и накопленных страховых резервов. Способность аккумулировать мелкие денежные потоки и возможность направлять их консолидированной массой на развитие экономики превращает страховые компании в мощного институционального инвестора.

Финансовая деятельность является неотъемлемой частью деятельности страховых организаций. Её суть заключается в выпуске акций и приобретении ранее выпущенных акций, а также в выплате дивидендов акционерам. Сюда также входит финансирование за счёт займов и погашение задолженностей.

Таким образом, чистый денежный поток страховщика представляет собой разность притоков и оттоков денежных средств от осуществления операционной, инвестиционной и финансовой деятельности (рисунок 6). В конечном итоге данный показатель можно представить следующим образом:

## Оценка риска и доходности: моделирование ставки дисконтирования

Данный коэффициент характеризует рентабельность операционной деятельности страховщика или уровень нормативной прибыли в брутто-премии. — Рентабельность собственного капитала (RJC)- Определяется отношени ем чистой прибыли к собственному капиталу (формула 23). Ключевой коэффициент с позиции стоимостной оценки страхового капитала. Характеризует уровень отдачи на вложенный инвесторами капитал. — Рентабельность активов (ДД Определяется отношением чистой при были к совокупным активам. \_ NE R =-Z (68) где А — совокупные активы.

Данный коэффициент определяет эффективность использования активов компании, то есть величину полученной прибыли на единицу совокупных активов страховщика.

Предложенная система коэффициентов на первом этапе позволяет провести ретроспективную оценку финансовых потоков, изучить их динамику. Далее, на втором этапе методом средних величин, а также используя регрессионный анализ, можно прогнозировать будущие денежные потоки. На третьем же этапе необходимо рассчитать ставку дисконтирования и конвертировать будущие денежные потоки в текущую стоимость страхового капитала.

Применим модели, разработанные в предыдущих подразделах, к ситуации максимально приближенной к практике. В целях апробации и иллюстрации практического применения методики оценки страховой организации смоделируем пример оценки на основании имеющихся реальных статистических данных отчётности страховых организаций ОАО «СК «Дальлесстрах» и ОАО «ДальЖАСО».

Краткая характеристика компании ОАО «СК «Дальлесстрах». Компания создана в 1991 г. в качестве регионального кэптивного страховщика, обслуживающего лесную отрасль края. Приоритетным направлением работы на начальном этапе было страхование грузов и морских рисков. В связи с введением в 2004 г. новой редакции закона «Об организации страхового дела», предусматривающим разделение компаний по отраслям страхования: страхование жизни и страхование, кроме жизни, компания продолжила свою деятельность по страхованию имущественных рисков и здоровья. На 01.01.2009 г. структура страхового портфеля компании следующая: — страхование имущества физических и юридических лиц, в том числе средств автотранспорта — 36,5%; — страхование грузов, в том числе морских рисков — 17%; — страхование ответственности, кроме ОСАГО — 14%; — ОСАГО — 6%; 141 — личное страхование, в том числе добровольное медицинское страхова ние — 26,5%. Как видно структура портфеля достаточно диверсифицирована. Произошла смена кэптивной направленности в пользу универсализации. По итогам работы в 2008 г. компания находится на 10 месте по сбору страховых премий в Хабаровском крае (среди региональных компаний — 4 место). Компания имеет филиальную сеть на территории края и соседних регионов.

На 01.01.2009 г. уставный капитал компании составляет 35 млн. руб. Фактическая маржа платёжеспособности существенно выше нормативной величины. По итогам года наблюдается спад страховых премий на уровне 14%, что вызвано снижением объёмов кредитования и установлением заградительных пошлин в лесной отрасли.

Краткая характеристика компании ОАО «ДалъЖАСО». Компания создана в 1992 г. в качестве регионального кэптивного страховщика, обслуживающего железнодорожную отрасль края. Приоритетным направлением работы на начальном этапе было страхование грузов и личное страхование сотрудников железной дороги и пассажиров. В связи с введением в 2004 г. новой редакции закона «Об организации страхового дела», предусматривающим разделение компаний по отраслям страхования: страхование жизни и страхование, кроме жизни, компания продолжила свою деятельность по страхованию имущественных рисков и здоровья. На 01.01.2009 г. структура страхового портфеля компании следующая: — страхование имущества физических и юридических лиц, в том числе средств автотранспорта — 8,5%; — страхование грузов — 14,5%; — страхование ответственности, кроме ОСАГО — 1,5%; — личное страхование, в том числе добровольное медицинское страхование — 75,5%. Как видно, структура страхового портфеля так и имеет кэптивную направленность, не диверсифицирована. По итогам работы в 2008 г. компания на 142 ходится на 4 месте по сбору страховых премий в Хабаровском крае (среди региональных компаний — 1 место). Имеет филиальную сеть на территории края и соседних регионов.

На 01.01.2009 г. уставный капитал компании составляет 30 млн. руб. Фактическая маржа платежеспособности существенно выше нормативной величины. По итогам года наблюдается рост страховых премий на уровне 49%, что, по большей части, вызвано кэптивной направленностью деятельности общества.

В целях анализа будем исходить из умеренно-пессимистичного сценария. Учитывая кризисные явления в экономике, которые, по всей видимости, и как отмечается в докладах многих экономистов, аналитических агентств и правительственных структур, продлятся до 2013, прогноз предполагается строить в период выхода экономики из кризиса и далее до достижения периода стабильности. В этой связи предполагается, что в 2009 году продолжится падение общего объёма страховых взносов на фоне ухудшения экономической конъюнктуры, однако с 2010 по 2012 год (включительно) фаза стагнации смениться ростом, что будет отражать общую тенденцию постепенного восстановления экономики до пикового уровня 2007 года. Далее, после 2013 года, объёмы роста бизнеса выдут на предкризисные темпы, однако к 2017 году фаза роста начнёт замедляться и, соответственно, темпы роста будут стабилизироваться, что позволить оценит остаточную (продлённую) стоимость бизнеса с учётом упрощённых моделей прямой капитализации. Таким образом, в качестве периода прогнозирования выберем отрезок в девять лет, с 2009 по 2017 годы.

Начнём прогноз отчётов о прибылях и убытках компаний с прогноза страховых премий. Прогноз страховых премий. Для того чтобы спрогнозировать величину страховых премий на выбранном временном отрезке в качестве базисного периода используется период предыдущий прогнозному, то есть 2008 год.

На основании анализа страховых премий и их динамики, отраженных в приложениях А, Б (Таблица 1, 4), а также с учётом анализа развития страхового рынка и рыночных позиций компаний, построим регрессионные функции, описывающие динамику страховых премий. Прогноз страховых премий представлен в приложениях А, Б (Таблицы 6, 9).

По результатам качества регрессионных моделей установлено, что функцией, наиболее точно описывающей динамику страховых премий ОАО «СК «Дальлесстрах», является полиномиальная аппроксимация второй степени, которая, в общем случае, используется для описания попеременно возрастающих и убывающих, нестабильных величин с одним экстремумом (рисунок 20).

## Методика оценки рыночной стоимости

Как показало приведённое исследование, проблемы прогноза специфичных денежных потоков можно успешно решать корреляционно-регрессионным инструментарием. С помощью регрессионного анализа финансовых коэффициентов, можно моделировать случайные величины, характеризующие деятельность страховой организации в заданном периоде времени.

В свою очередь, модели оценки риска и нормы прибыли вложений в капитал страховой компании также были подвергнуты существенной модификации с учётом особенностей страхового бизнеса, что позволило уйти от чисто субъективных методов, таких как, например, метод кумулятивного построения ставки дисконтирования в стандартном его изложении. Изучение проблем оценки ставки дисконтирования для страхового капитала позволило использовать модель CARM при неразвитом фондовом рынке с учётом определённых модификаций, где ключевым показателем является доходность инвестированного капитала (Ric), а не доходность акций страховой компании. Использование данного показателя как альтернативы доходности акций также представляется актуальным в силу присущей фондовому рынку спекулятивной составляющей при оценке котируемых ценных бумаг, что порой сильно затрудняет реальную оценку стоимости активов и ведёт к образованию так называемых «финансовых пузырей», лопание которых, в том числе, провоцирует и усугубляет кризисные явления в экономике. Применение показателя доходности инвестированного капитала позволяет определить как среднюю доходность по страховому рынку, так и доходность отдельного страховщика, рассчитать бета-коэффициент и далее вычислить ставку дисконтирования по авторской модификации модели CARM. Использование RJC особенно востребовано в российских условиях, когда отсутствуют публичные котировки акций и множество страховых организаций созданы в форме ООО и ЗАО. Следует отметить, что ситуация, безусловно, будет меняться по мере развития фондового рынка, однако перемены требуют решения непростых, в том числе и фундаментальных задач, как, например, соответствие компаний мировым стандартам ведения бизнеса. В настоящий же момент, в период трансформации и развития российского фондового рынка, накопление информационной базы по развитию данного коэффициента будет способствовать более точному и обоснованному расчёту стоимости страхового капитала и инвестиционных проектов, реализуемых в страховой отрасли. В этой связи предлагается создание сводной информационной базы доходности страхового капитала в разрезе отдельных страховых организаций, а также региональных страховых рынков и страховой отрасли в целом. Такая информационная база может размещаться на веб-сайте Федеральной службы страхового надзора либо издаваться в специализированных печатных изданиях. Таким образом, любой внешний пользователь будет иметь доступ к информации о доходности отдельной страховой организации и среднерыночных показателях, что будет также способствовать увеличению транспарентности страховой отрасли в целом.

Разработанный в диссертации инструментарий доходного подхода для оценки стоимости страховых организаций позволяет прогнозировать финансовые отчёты и денежные потоки как в процессе реализации М&А-стратегии, так и в текущем планировании, используя доступное программное обеспечение (например, MS Excel). В свою очередь, использование предложенного коэффициента прибавочной капитализации для оценки экономического эффекта слияния/поглощения позволяет обосновать решение по выбору инвестиционной стратегии и наилучшей цены сделки слияния/поглощения, исходя из критерия максимизации инвестиционной стоимости.

Апробация разработанного инструментария на базе реальной статистической отчётности региональных страховых организаций позволила: — пошагово рассчитать экономический эффект от моделируемой сделки по слиянию/поглощению; — установить диапазон цены сделки и сверить его с рыночной информацией, исследованной в подразделе, посвященном анализу инвестиционной привлекательности российского страхового рынка; — рассчитать коэффициент прибавочной капитализации, характеризующий одновременно как прирост стоимости в результате интеграционной стратегии, так и оптимальную премию к цене сделки. — обеспечить информативность результатов, что, в конечном итоге, способствует принятию верного решения при определении стратегии развития бизнеса, так как существует возможность быстро корректировать прогнозы с учётом поступления новых фактических данных;

— осуществлять мониторинг системы показателей, характеризующий страховой бизнес, проводить финансовый анализ деятельности страховой ком пании, отслеживать ретроспективную динамику и прогнозировать наиболее ве роятное развитие бизнеса страховщика.

Таким образом, автор уверен, что настоящее диссертационное исследование может быть полезно профессиональным участникам страхового рынка для обоснования и принятия решения по выбору инвестиционной или дивестици-онной стратегии. Также выводы и предложения могут служить базой для дальнейшего исследования проблем, связанных с оценкой стоимости финансовых институтов и использованием результатов оценки для принятия управленческих решений.