Кишлакова Варвара Леонидовна. Оценка рыночной стоимости страхового бизнеса : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 Москва, 2007 147 с., Библиогр.: с. 131-138 РГБ ОД, 61:07-8/4637

**Содержание к диссертации**

Введение

I. Особенности страхового бизнеса как объекта оценки

1.1. Страховой бизнес как объект оценки стоимости. 10

1.2. Факторы, формирующие стоимость страхового бизнеса. Клиентская база как приоритетный фактор формирования стоимости страхового бизнеса.

II. Методологические особенности оценки страхового бизнеса.

2.1. Доходный подход. Специфика формирования денежных потоков и рисков в страховом бизнесе и их влияние на методику доходного подхода.

2.2. Особенности применения сравнительного подхода в оценке рыночной стоимости страхового бизнеса.

2.3. Затратный подход. Специфика активов в страховом бизнесе и ее влияние на расчет стоимости чистых активов,

III Практическая реализация разработанных рекомендаций по оценке рыночной стоимости страхового бизнеса

3.1. Расчет рыночной стоимости страхового бизнеса с учетом его специфических рисков в рамках доходного подхода. 103

3.2. Оценка рыночной стоимости страхового бизнеса при помощи затратного подхода. 121

Заключение 126

Список литературы 131

Приложения 139

**Введение к работе**

*Актуальность темы исследования.*На современном этапе развития страхового рынка в России происходит существенное реформирование принципов его деятельности и структуры, изменение законодательной базы, процесс его консолидации. Реструктуризация в данной области ведет повышению инвестиционной привлекательности отечественного страхового бизнеса, в результате чего проблемы его оценки становятся все более актуальными. До недавнего времени российский страховой рынок характеризовался низкой активностью в сфере сделок по купле-продаже бизнеса. Это было обусловлено тем, что в условиях формирования рынка компании могли активно развиваться, используя свой внутренний потенциал, кроме того, традиционная непрозрачность отечественных компаний также не способствовала активизации в нем интеграционных процессов.

Происходящие сегодня изменения в структуре страхового рынка объективно обуславливают потребность глубокого научного анализа российского страхового бизнеса как объекта оценки. Не менее значимой в данных условиях является и проблема совершенствования существующих традиционных методик его оценки. Классические подходы и методы оценки рыночной стоимости, как правило, недостаточно учитывают специфику данного вида деятельности. В них отсутствует исследование влияния специфических рисков страховой деятельности на оценку бизнеса, не рассматривается стоимость клиентской базы при формировании рыночной стоимости активов страховой компании. Между тем такой нематериальный актив, как клиентская база, определяет конкурентоспособность страхового бизнеса и оказывает значительное влияние на величину его стоимости в целом.

В связи с недостаточной разработанностью проблемы учета специфики страховой деятельности в ходе проведения оценки становится актуальным

вопрос о выработке методики моделирования элементов доходного подхода в оценке страхового бизнеса.

Не менее актуальной является проблема выделения основных факторов, формирующих стоимость страхового бизнеса, и определения ключевых показателей, влияющих на величину денежного потока.

Таким образом, в современных условиях особенно актуальной становится проблема разработки системной методики оценки рыночной стоимости российского страхового бизнеса. Эта методика позволит потенциальному инвестору или менеджерам компании получить более объективную и обоснованную оценку стоимости бизнеса, в которой будет учтена специфика его деятельности и тенденции развития.

*Степень разработанности.*Рассматриваемые в данном исследовании проблемы вызывают интерес к их разработке у российских ученых различных областей наук, а именно: В.И. Бусов, СВ. Валдайцев, А.Г. Грязнова, Е.Н. Иванова, И.В. Ивашковская, А.А. Кантарович, А.Н. Козырев, Г.А. Маховикова, Л.А. Орланюк-Малицкая, В.М. Рутгайзер, Ю.А. Сплетухов, Т.В. Тазихина, М.А. Федотова, В.В. Царев, Е.В. Чиркова. В трудах О.В. Дмитриевой, В.Е. Есипова, Г.А. Маховиковой, СП. Салова и В.В. Тереховой частично затрагиваются вопросы применения традиционных методов оценки бизнеса по отношению к страховым компаниям либо к оценке адаптируются методы математического моделирования.

Среди работ зарубежных авторов, которые разрабатывают теоретические аспекты оценки стоимости бизнеса, следует выделить труды наиболее авторитетных в этой области специалистов: Д. Бишоп, Д. Гленн, П. Гохан, А. Дамодаран, Дж. Кехилл, Т. Коллер, Т. Коупленд, Д. Муррин, Ш. Пратт, К. Ричард, Дж. Снайдер, Ф. Эванс. В этих работах рассматриваются проблемы определения и создания стоимости компании, вопросы, связанные с подходами и основными принципами оценки, управлением стоимостью,

вопросы оценки компаний в целях сделок по слиянию и поглощению, реструктуризации компании.

Особое значение для написания данной работы имеют работы А. Дамодарана и Т. Коупленда, так как в них рассматриваются частные вопросы оценки страховых компаний. Однако применяемые в данных работах методы не могут быть использованы без соответствующей адаптации к российской действительности.

Недостаточная теоретическая и методическая разработанность проблем оценки рыночной стоимости страхового бизнеса с учетом особенностей российской страховой сферы, а также необходимость повышения роли стоимостной оценки для активизации и повышения эффективности сделок приобретения страхового бизнеса обусловили выбор темы, цель и задачи исследования.

*Цель диссертации*заключается в совершенствовании методики оценки стоимости страхового бизнеса с учетом его специфики.

Для достижения данной цели в диссертационной работе были поставлены следующие основные задачи:

проанализировать специфические факторы, формирующие стоимость российского страхового бизнеса,

разработать методику определения базовых элементов доходного подхода к оценке бизнеса - денежного потока и ставки дисконтирования - отвечающих специфике формирования дохода страховой компании и связанных с данным процессом рисков;

определить показатели, влияющие на величину денежного потока, с точки зрения отраслевых особенностей страхового бизнеса;

в рамках затратного подхода обосновать необходимость учета для целей стоимостной оценки страхового бизнеса стоимости клиентской базы компании в составе генерирующих стоимость активов;

- уточнить систему ценообразующих критериев отбора аналогичных страховых компаний, необходимых в сравнительном подходе к оценке бизнеса, обосновать выбор и определить особенности применения наиболее результативных ценовых мультипликаторов. ***Объектом исследования***выступает современный российский страховой бизнес.

***Предметом исследования***являются методы оценки рыночной стоимости российского страхового бизнеса.

*Теоретической и методологической основой диссертационного****исследования***послужили труды зарубежных и отечественных ученых по проблемам оценки стоимости бизнеса. В работе использованы российские законодательные и нормативные акты, материалы научных конференций, публикации в периодических изданиях, аналитические и обзорные материалы информационных агентств. Источниками фактических данных явились базы данных финансовой информации Bloomberg, ISS, Reuters, Mergermarket, СКРИН, Эксперт Ра, доклады Федеральной службы страхового надзора.

Методология работы основана на системном подходе к исследованию проблем оценки рыночной стоимости российского страхового бизнеса. Соискателем использованы следующие методы научного познания: эмпирическое исследование (наблюдение, сравнение, измерение), анализ, синтез, моделирование.

Исследование проведено в рамках п.7.3 Паспорта специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит». *Научная новизна исследования*

К основным результатам исследования, обладающим элементами научной новизны, относятся следующие положения:

1. Определены и систематизированы специфические факторы, формирующие стоимость российского страхового бизнеса: особые

риски страховой компании, клиентская база, нормативные ограничения страховой деятельности.

1. Для более адекватной стоимостной оценки страхового бизнеса в рамках доходного подхода предложена модель расчета денежного потока, учитывающая особенности его генерации в процессе основной деятельности компании. Разработана и научно обоснована система премий за риски, отвечающая особенностям страхового бизнеса, а именно оценка андеррайтинговых рисков и рисков изменения клиентской базы, которую следует применять при расчете ставки дисконтирования кумулятивным методом.
2. Введено понятие показателя «возобновляемости клиентской базы», под которым понимается отношение величины договоров страхования, которые действовали в предыдущем и были вновь заключены в отчетном периоде, к общему количеству договоров страхового портфеля прошлого периода. Доказано влияние данного показателя на результаты оценки российских страховых компаний в рамках доходного, затратного и сравнительного подходов.
3. На основе проведенного анализа применения затратного подхода к оценке стоимости бизнеса сделан вывод о необходимости учета стоимостного вклада клиентской базы российских страховых компаний. С учетом особенностей формирования и функционирования данного нематериального актива в страховом бизнесе уточнена методика нормализации капитализируемого дохода, а также расчета коэффициента капитализации для целей оценки рыночной стоимости клиентской базы.
4. В рамках сравнительного подхода уточнена система критериев отбора компаний-аналогов, учитывающая особенности функционирования данного вида бизнеса. Показана целесообразность приоритетного использования ценовых мультипликаторов, коррелирующих с

объемом оказываемых страховых услуг в денежном и натуральном

выражении. ***Практическая значимость исследования*состоит в том, что ее**основные положения, результаты, разработанные методики и рекомендации ориентированы на широкое использование оценочными компаниями, финансовыми консультантами, управляющими менеджерами страховых компаний. Самостоятельное практическое значение имеют:

методический аппарат по оценке стоимости российского страхового бизнеса;

уточнение системы рисков в кумулятивной модели построения ставки дисконтирования для оценки стоимости страхового бизнеса;

модель расчета величины капитализируемой прибыли при проведении оценки стоимости клиентской базы страховой компании;

система критериев отбора компаний-аналогов, учитывающая особенности функционирования данного вида бизнеса в рамках сравнительного подхода.

***Апробация и внедрение результатов исследования.***Материалы диссертации используются в преподавании учебной дисциплины «Оценка и реструктуризация кредитно-финансовых институтов» на кафедре «Оценка и управление собственностью» ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве РФ».

Результаты исследования используются в практической деятельности Департамента оценки ООО «Центр оценки собственности «МО РФ». При проведении оценки рыночной стоимости российских страховых компаний по материалам диссертации внедрена модель ставки дисконтирования для нематериальных активов, а также применяется разработанная система учета специфических рисков отечественного страхового бизнеса.

Диссертационная работа выполнена в рамках НИР Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации, проводимых в соответствии с Комплексной темой «Пути развития финансово-экономического сектора России».

***Публикации.***Основные положения диссертации отражены в 5 публикациях общим объемом 1,7 п.л., в т.ч. 3 работы в изданиях, входящих в перечень ВАКа.

***Структура работы.***Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии с использованием 111 источников отечественной и зарубежной литературы, приложений.

## Страховой бизнес как объект оценки стоимости

Проведенное автором исследование проблемы особенностей страхового бизнеса как объекта оценки позволяет сделать вывод о том, что в российской экономической науке оценка рыночной стоимости страхового бизнеса выступает сегодня в качестве относительно нового объекта изучения. Однако интерес к этой проблеме в последнее время возрастает и в литературе начинают появляться публикации большего количества авторов. По мнению автора, такой подъем интереса к проблеме оценки страхового бизнеса обусловлен процессами, которые происходят как в экономике России в целом, так и в развитии страховой отрасли.

Страховая отрасль на современном этапе переживает глубокое реформирование, как в отношении ее структуры, так и принципов ее деятельности. Происходящие реформы вызваны в первую очередь изменением законодательной базы в сфере страховой деятельности. Следствием реформ становятся процессы, связанные с постепенной консолидацией страхового рынка, множественными сделками по слиянию и/или поглощению между его участниками.

Рассмотрение страхового бизнеса в качестве объекта оценки объективно предполагает обращение к вопросу о дефиниции категории «страховой бизнес». Анализ современной экономической литературы по данной проблеме показывает, что многие авторы, в том числе Н.Ф. Галагуза, Э.А. Котляр, А.Ю. Лайков, О. Шевель, отождествляют понятие «страхового бизнеса» непосредственно с самим понятием процесса «страхования», а оценка стоимости страхового бизнеса ими рассматривается как оценка стоимости страховой компании.

В работах других авторов предпринимается попытка дать свою трактовку понятия и сущности страхового бизнеса. Так, например, В.Б. Гомелля дает следующее его определение: «...Если бизнес в общем понимании трактуется как деловые отношения между людьми, то страховой бизнес (или страхование) по своей сущности есть такая совокупность товарно-денежных отношений между страхователями и страховщиками, генеральной целью которых является защита от случайных опасностей законных имущественных интересов страхователей, а основной целью страховщиков, - производство и присвоение прибыли»2.

По нашему мнению, данное В.Б. Гомеллей определение сужает понятие страхового бизнеса, так как в качестве субъекта страховой деятельности рассматривает деятельность только страховой компании. Однако подобное сужение вряд ли правомерно. В связи с этим в исследовании предлагается более широкое толкование страхового бизнеса, в котором страховой бизнес рассматривается как предпринимательская деятельность финансовой сферы, направленная на получение прибыли и охватывающая определенный сегмент страхового рынка путем оказания специфических услуг (страховых услуг) юридическим и физическим лицам.

Однако в современных условиях основным объектом, вовлеченным в процесс купли-продажи, выступает страховая компания, поэтому в данном исследовании основной акцент будет смещен в сторону анализа особенностей оценки рыночной стоимости именно страховых компаний, занимающихся страхованием иным, чем страхование жизни.

## Доходный подход. Специфика формирования денежных потоков и рисков в страховом бизнесе и их влияние на методику доходного подхода

Анализ приведенных классификаций показывает, что российские подходы к оценке стоимости бизнеса соответствуют общепринятым в международной практике условиям.

Проведем сущностный анализ применения доходного подхода в оценке рыночной стоимости российского страхового бизнеса.

Принятое в российской оценочной науке определение оценки стоимости компании методом дисконтированных денежных потоков основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса . В результате предполагается, что рыночная цена будет равна текущей стоимости будущих доходов.

Определение стоимости ожидаемых доходов основано на принципе, который учитывает общие экономические тенденции развития страны, отрасли и рынка, на которых работает оцениваемая компания. Например, при оценке будущих денежных потоков компании всегда должны учитываться ожидаемые темпы роста экономики и отрасли в целом, степень конкурентной борьбы на рынке, цикличность продаж компании. При оценке компании в целях ее приобретения в прогноз результатов ее деятельности должны закладываться ожидаемые синергетические эффекты и планы компании-покупателя в отношении развития компании-цели.

В.М. Рутгайзер в своих работах отмечает, что смысл использования доходного подхода при оценке стоимости бизнеса заключается в установлении перспективных доходов от его функционирования, то есть в определении FV (future value) и приведения их путем дисконтирования к текущей стоимости PV (present value) .

Следует отметить, что применение данного подхода в оценке бизнеса обладает как положительными, так и отрицательными чертами.

Среди преимуществ данного подхода можно выделить: подход учитывает будущие изменения доходов, расходов; уровень риска (через ставку дисконта); интересы инвестора.

К недостаткам можно отнести сложность прогнозирования будущих результатов и затрат; возможно несколько норм доходности, что затрудняет принятие решения; не учитывается конъюнктура рынка; трудоемкость расчетов.

## Расчет рыночной стоимости страхового бизнеса с учетом его специфических рисков в рамках доходного подхода

Определив ключевые особенности оценки рыночной стоимости российской страховой компании, рассмотрим на примере применение разработанных рекомендаций оценки стоимости бизнеса доходным подходом.

Отметим, что результаты разработанных автором рекомендаций по оценке рыночной стоимости страхового бизнеса были проверены на 15 страховых компаниях, выбранных согласно размерным классам рейтингового агентства «Эксперт Ра».

В данном случае рассматривались страховые компании 3-го и 4-го размерного класса (выше среднего, средний, ниже среднего согласно классификации рейтингового агентства «Эксперт Ра»), в том числе: СК «Сургутнефтегаз», Группа «Шексна», СК «Оранта», «Русский страховой центр», «Гута-Страхование», «Русская страховая компания», «Первая страховая компания», Группа «РАСО», СК «ЖАСО», СК «Росэнерго».

Проведенный анализ позволяет провести оценку на основе разработанных рекомендаций по одной из обозначенных страховых компаний, которая в данном случае будет выступать «типичным» представителем выбранного сегмента российских страховых компаний, отражающего специфику страховой деятельности подобных субъектов страхового рынка.

Таким образом, в качестве объекта оценки выбрано открытое акционерное общество «Страховая компания», занимающаяся страхованием иным, чем страхование жизни.

Название: Открытое акционерное общество «Страховая компания» (ОАО «Страховая компания»). Лицензия на право страховой деятельности Федеральной службы страхового надзора РФ № Д (от 01.01.1992), которая позволяет осуществлять 70 видов страхования, а также перестрахование. Уставный капитал Общества по состоянию на 01.11.2006 г. - 870 млн. рублей.

ОАО «Страховая компания» является eнoм Всероссийского Союза Страховщиков, Учредителем Ассоциации транспортных страховщиков, eнoм Российского Союза Автостраховщиков, Членом Московской торгово-промышленной палаты.

Страховая компания обладает разветвленной филиальной сетью, которая состоит из 41 филиала, 3 агентств и 32 обособленных рабочих мест. Филиалы страховой компании работают в 49 субъектах Российской Федерации.

Вид определяемой стоимости - рыночная стоимость, то есть стоимость страховой компании на конкурентном рынке, с которой согласны его акционеры и возможный (гипотетический) покупатель пакета акций страховой компании на дату проведения оценки.