



На правах рукописи
УДК: 336.64:368 (043)

Бабенко Иван Александрович

**ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ СТРАХОВОЙ ОРГАНИЗАЦИИ
ПРИ СЛИЯНИЯХ И ПОГЛОЩЕНИЯХ: ОЦЕНКА НА ОСНОВЕ
ДОХОДНОГО ПОДХОДА**

Специальность 08.00.10 — «Финансы, денежное обращение и кредит»

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание учёной степени
кандидата экономических наук

10 ФЕВ 2011

Хабаровск
2011

Работа выполнена на кафедре страхования в
ГОУ ВПО Хабаровской государственной академии экономики и права

Научный руководитель — кандидат экономических наук, доцент
Солдаткин Сергей Николаевич

Научный консультант — доктор физико-математических наук,
профессор Бадюков Владимир Фёдорович

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Юлдашев Рустем Турсунович

кандидат экономических наук, доцент
Плоткина Анна Рафаиловна

Ведущая организация — Байкальский государственный университет
экономики и права

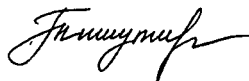
Защита состоится 18 февраля 2011 г. в 14–00 на заседании диссертационного совета Д 212.292.01 при Хабаровской государственной академии экономики и права по адресу: 680042, г. Хабаровск, ул. Тихоокеанская, 134, зал заседаний учёного совета.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Хабаровской государственной академии экономики и права.

Объявление о защите, автореферат и диссертация автора размещены на сайте ХГАЭП по адресу: <http://www.ael.ru> и на сайте диссертационного совета по адресу: <http://fin-econ.ru>.

Автореферат разослан 17 января 2011 г.

Учёный секретарь
диссертационного совета,
доктор экон. наук, доцент



О. И. Тишутина

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность исследования. В современном мире роль процессов концентрации и централизации капитала становится всё более значимой. Рынок слияний и поглощений (M&A) 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 западноевропейских государствах — 7—9%².

Перспективы роста российского страхового рынка обуславливают 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 M&A. 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 (www.fssn.ru).

² Страхование в России (www.businessvision.ru).

³ Консалтинговая компания McKinsey (www.mckinsey.com).

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. Коньшин, О. Крюгер, Н. Ниженко, Л. Орланок-Малицкая, С. Пушкарьев, 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. Бриггема, 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. Бишопы, И. Владимировой, П. Гохана, А. Дамодарана, Д. Ендовицкого, А. Радыгина, Ф. Эванса и др., в том числе страховых организаций — О. Белоусовой, 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. Щиборщ, 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 «Дальесстрах» 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.

Содержание работы:

Введение

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

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

1.2 Методические основы оценки рыночной и инвестиционной стоимости страховой организации

1.3 Анализ инвестиционной привлекательности российского страхового рынка

2. Формирование финансовой модели слияний и поглощений страховых организаций

2.1 Моделирование чистого денежного потока

2.2 Оценка риска и доходности: моделирование ставки дисконтирования

2.3 Финансовая оценка экономического эффекта слияний и поглощений

3 Прогнозирование слияния/поглощения страховых организаций

3.1 Информационное обеспечение оценки страховой организации

3.2 Методика оценки рыночной стоимости

3.3 Методика оценки инвестиционной стоимости

Заключение

Список использованных источников

Приложения

2. КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во **введении** обосновывается выбор темы исследования, её актуальность, рассматривается степень разработанности проблемы, определяются цель и задачи исследования, научная новизна и практическая значимость диссертационной работы.

В **первом разделе** рассматриваются теоретические аспекты и экономическое содержание процессов слияний и поглощений компаний, исследуется экономическая природа таких категорий как рыночная и инвестиционная стоимости, рассматриваются существующие подходы к оценке бизнеса с учётом их применимости к оценке страховых организаций, проводится анализ инвестиционной привлекательности отечественного страхового рынка.

Во **втором разделе** формируется финансовая модель слияний и поглощений, разрабатываются методы прогнозирования денежных потоков страховых организаций, отдельное внимание уделено проблемам оценки и прогнозированию риска и доходности инвестиций в страховой отрасли, а также финансовой оценке экономического эффекта, возникающего при слияниях и поглощениях страховых организаций.

Третий раздел посвящён апробации разработанных во втором разделе моделей оценки страховых организаций, особое место уделено информационной составляющей процесса оценки.

В **заключении** диссертации изложены основные выводы, обобщения, вытекающие из логики и результатов исследования.

3. ОСНОВНЫЕ НАУЧНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. 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.

Проанализировав различные подходы к определению данных терминов, классификацию M&A, мотивы участников, сделан вывод, что **слияния и поглощения** представляют собой совокупность стратегических действий собственников капитала, заключающихся в установлении финансового контроля над одним или несколькими хозяйствующими субъектами посредством приобретения доли в их капитале, либо покупки всех или основных активов, а также объединении с другими собственниками капитала на паритетных условиях, для достижения положительного экономического эффекта, приводящего к росту стоимости первоначально вложенного капитала.

Построенная классификация слияний и поглощений в зависимости от разделения и комбинирования экономического эффекта (рисунок 1) по видам деятельности: операционной, инвестиционной, финансовой, безусловно, обогащает научные представления об экономической природе эффективности слияний и поглощений.



Рисунок 1 — Классификация слияний и поглощений компаний в зависимости от экономического эффекта

Направленно-эффективные слияния и поглощения — сделки, при планировании которых предполагается достижение экономического эффекта в единственном, конкретном виде деятельности организации (операционном, инвестиционном, финансовом). По другим видам деятельности экономический эффект может быть как отрицательный, так и не возникать вообще.

Комбинированно-эффективные слияния и поглощения. Суть данного вида слияний и поглощения заключается в проявлении экономического эффекта по двум из трёх видов деятельности одновременно, которые разбиваются по трём возможным комбинациям (Комбинация 1. Операционная деятельность + Инвестиционная деятельность; Комбинация 2. Операционная деятельность + Финансовая деятельность. Комбинация 3. Инвестиционная деятельность + Финансовая деятельность).

Абсолютно-эффективные слияния и поглощения. В этом случае положительные изменения прогнозируются по всем видам деятельности. Здесь экономический эффект вполне достижим, но требует наиболее тщательного выбора контрагента для цели слияния/поглощения, интеграция с которым позволит достичь максимального прироста стоимости капитала за счёт реализованного экономического эффекта.

Анализ и обобщение существующих подходов к оценке эффективности слияний и поглощений, представленных в работах Р. Брейли, А. Дамодарана, С. Майерса, позволил прийти к следующему выводу. Экономический эффект (Δ) возникает, когда инвестиционная стоимость компании, созданной в результате слияния/поглощения оказывается выше суммы рыночных стоимостей, образующих её фирм. Поэтому, если стоимость объединённой компании ниже суммы стоимостей компаний, участвующих в сделке, стратегия M&A не выгодна и от её реализации необходимо отказаться, если выше — принять.

Таким образом, чтобы оценить экономический эффект от объединения в сравнении с рыночной стоимостью бизнеса до сделки автором был введён коэффициент прибавочной капитализации $K_{ПК}$:

$$K_{ПК} = \frac{PV_{I+D}}{PV_I + PV_D}, \quad (1)$$

где $K_{ПК}$ — коэффициент прибавочной капитализации;

PV_{I+D} — инвестиционная стоимость объединённых компаний;

I — компания-покупатель (инвестор);

D — компания-продавец (дивестор).

PV_I — рыночная стоимость компании-покупателя (инвестора);

PV_D — рыночная стоимость компании-продавца (дивестора);

Расчёт коэффициента прибавочной капитализации позволяет определить эффективность инвестиционной стратегии с позиции прироста стоимости, а также рассчитать наилучшую цену поглощения, соблюдая следующее равенство:

$$\Delta^* = \frac{PV_D}{PV_I + PV_D}, \quad (2)$$

где Δ^* — доля экономического эффекта, генерируемая компанией D (премия за поглощение).

В данном случае, доля экономического эффекта — это премия к рыночной стоимости, которую готов заплатить за поглощение инвестор, в свою очередь, рассчитывая на пропорциональную часть совокупного экономического эффекта.

Тогда наилучшая цена сделки рассчитывается следующим образом:

$$V_{\text{наилучш}} = PV_D \cdot K_{\text{ПК}}, \quad (3)$$

где $V_{\text{наилучш}}$ — наилучшая (удовлетворяющая обе стороны сделки) цена поглощения.

Апробация предложенного инструментария на базе финансовой отчётности действующих страховых организаций (таблица 1) позволила рассчитать величину экономического эффекта. Коэффициент прибавочной капитализации равный 1,19 характеризует объединение страховых организаций ОАО «ДальЖАСО» и ОАО «СК «Дальлесстрах» как экономически выгодное и финансово эффективное. Однако, в случае наличия у компании-инвестора альтернативных стратегий, увеличивающих стоимость собственного капитала более чем на 19%, с финансовой точки зрения предпочтительнее осуществлять их.

Разработанная модель прогнозирования и оценки эффективности слияний и поглощений страховых организаций позволяет:

— прогнозировать финансовые отчёты и денежные потоки страховых организаций как в процессе реализации М&А-стратегии, так и в текущем планировании, используя финансовый и статистический инструментарий доступного программного обеспечения (например, MS Excel);

— обеспечивает наглядность результатов и возможность быстро корректировать прогнозы с учётом поступления новых фактических данных, что, в конечном итоге, увеличивает возможность принять верное решение при определении стратегии развития бизнеса. Разработанная модель прогнозирования позволяет оценить то или иное стратегическое решение с позиции влияния на конечную стоимость бизнеса;

— осуществлять мониторинг предложенной системы показателей, проводить финансовый анализ деятельности страховой компании, отслеживать сложившуюся динамику и прогнозировать наиболее вероятное развитие бизнеса страховщика.

Таблица 1 — Расчёт экономического эффекта от слияний и поглощений страховых организаций

№	Показатели	Компании	
		ОАО «ДальЖАСО» (I)	ОАО «СК «Даль- лесстрах» (D)
1	Рыночная стоимость, тыс. руб. (PV_I, PV_D)	457 140	112 379
2	Сумма рыночных стоимостей, тыс. руб. ($PV_I + PV_D$)	569 519	
3	Удельный вес стоимости каждой компании, % (стр. 1 / стр. 2)	80,27	19,73
4	Инвестиционная стоимость объединения, тыс. руб. (PV_{I+D})	680 525	
5	Коэффициент прибавочной капитализации, округл. $K_{ПС}$ (стр. 4 / стр. 2)	1,19	
6	Экономический эффект, тыс. руб. Δ (стр. 4 – стр. 2)	111 007	
7	Доля экономического эффекта, генерируемая компанией, тыс. руб. Δ^* (стр. 3 x стр. 6)	89 103	21 904
8	Инвестиционная стоимость компаний, тыс. руб. $PV_{I(D)} + \Delta^*$ (стр. 1 + стр. 7)	546 242	134 283

2. 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.

В ходе исследования экономической природы рыночной и инвестиционной стоимостей было установлено принципиальное отличие данных категорий: инвестиционная стоимость отличается от рыночной стоимости величиной экономического эффекта, который, в свою очередь, может принимать как положительное, так и отрицательное значение.

После изучения подходов и методов оценки рыночной и инвестиционной стоимости с позиции применимости их к страховым компаниям, был сделан вывод, что наиболее приемлемым как с позиции инвестора (покупателя бизнеса), так и с позиции дивестора (продавца бизнеса) является метод дисконтирования денежного потока в рамках доходного подхода:

— доходный подход в большей степени отражает действительные намерения потенциальных покупателя и продавца, ибо, приобретая бизнес, инвестор в большей степени ориентируется на его способность приносить доход, а продавец, ориентируясь на этот же фактор, устанавливает цену;

— для доходного подхода используются показатели прибыли, дивидендов, процентов, коэффициенты рентабельности, специальные коэффициенты оценки инвестиционных вложений. Среди специальных коэффициентов центральное место принадлежит ставке дохода, которая для конкретных задач определяется как ставка дисконтирования (ставка процента, ставка капитализации, ставка альтернативных затрат);

— доходный подход учитывает конъюнктурные колебания, которые находят своё отражение при расчёте ставки дисконтирования и капитализации, при анализе условий рынка и т. п.

Схема оценки стоимости страховой организации в рамках доходного подхода представлена на рисунке 2.

Таким образом, согласно природе (назначениями, характеристиками) инвестиционных активов для их оценки предпочтительным является доходный подход. В свою очередь, применение сравнительного подхода в данном случае возможно лишь, если известно, что при сделке предполагалось достичь тех же экономических выгод, а условия сделки достаточно схожи с

планируемой, только тогда можно говорить о схожести цены на инвестиционный актив. Затратный же подход, в своём классическом виде, будет отражать лишь балансовую (или приближённую к ней) стоимость собственного капитала страховой организации, не учитывающую инвестиционную природу процессов слияний и поглощений.

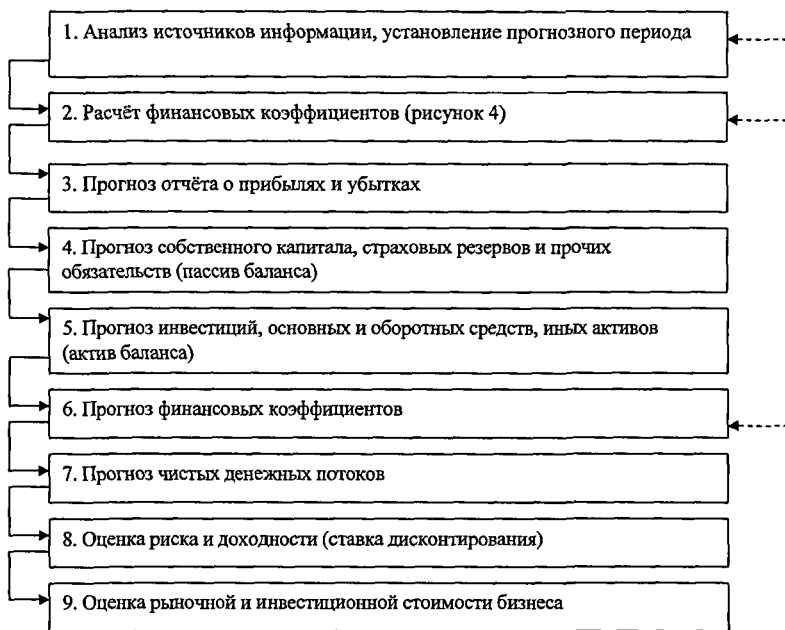


Рисунок 2 — Схема оценки стоимости страховой организации

3. 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.

Стандартные модели, применяемые в рамках методологии доходного подхода не пригодны для оценки страховых организаций, что обусловлено проблемами прогноза специфичных денежных потоков (премии, выплаты, отчисления в страховые резервы и т. п.). Поэтому уточнённые автором фи-

нансовые составляющие чистого денежного потока страховой организации (рисунок 3) позволяют оптимизировать и планировать денежные потоки страховщика при прогнозировании слияния/поглощения, поэлементно анализировать и оценивать их влияние на стоимость капитала.

Операционная деятельность	Инвестиционная деятельность	Финансовая деятельность
Страховые премии (нетто)	Доходы по инвестициям	Прирост собственного капитала
-	-	+
Страховые выплаты (нетто)	Расходы по инвестициям	Прирост страховых резервов (нетто)
-	-	+
Прирост страховых резервов (нетто)	Прирост инвестиций	Прирост займов и кредитов
-	-	+
Расходы по ведению страховых операций	Прирост основных средств	Прирост кредиторской задолженности
-	-	-
Управленческие расходы	Прирост нематериальных активов	Капитальные вложения акционеров
+	-	-
Прочие доходы	Прирост дебиторской задолженности	Налог на прибыль
-	-	-
Прочие расходы	Прирост денежных средств	
	-	
=	Прирост запасов	=
	=	
Итого	Итого	Итого
	+	+
Чистый денежный поток страховой организации		

Рисунок 3 — Чистый денежный поток страховой организации

Из анализа рисунка 3 видно, что изменения страховых резервов относятся как операционному, так и финансовому потоку страховщика. Такой парадокс — особенность страхового бизнеса: страховщик, учитывая отчисления в страховые резервы в операционной деятельности, уменьшает бухгалтерскую прибыль, однако, в пассивной части баланса происходит приток финансовых ресурсов по строке «страховые резервы», то есть эти «бухгалтерские расходы», на самом деле, являются источником финансирования деятельности страховщика.

4. 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.

Путём систематизации исходных источников финансовой информации, отчетность страховой организации представлена автором в виде системы взаимосвязанных коэффициентов (29 показателей), в том числе финансовых результатов, отражающих имущественное и финансовое положение страховщика на отчетную дату, на основании которых может осуществляться прогноз деятельности и, соответственно, оценка стоимости страховой организации. Система финансовых коэффициентов, характеризующих денежные потоки (рисунок 3), сгруппирована по шести взаимосвязанным блокам (таблица 2).

Таблица 2 — Система финансовых коэффициентов, характеризующих деятельность страховой организации

Блоки	Группы коэффициентов
Блок 1	Коэффициенты, характеризующие доходы (темпы роста страховых премий (TR_p), доля перестраховщиков в страховых премиях (RE_p), темпы роста прочих доходов ($TR_{по}$), темпы роста совокупного дохода ($TR_{сд}$))
Блок 2	Коэффициенты, характеризующие расходы (темпы роста страховых выплат (TR_c), убыточность страховых премий ($У_p$), доля перестраховщиков в страховых выплатах (RE_c), операционная расходная нагрузка ($Н_{рвд}$), управленческая расходная нагрузка ($Н_{рвдл}$), прочая расходная нагрузка ($Н_{рвдп}$), соотношение инвестиционных доходов и расходов ($S_{ид}$), соотношение прочих расходов и доходов ($S_{прд}$), налоговая нагрузка ($Н_n$))
Блок 3	Коэффициенты, характеризующие оборотный капитал (уровень операционных денежных средств ($U_{дс}$), уровень запасов ($U_з$), уровень основных средств ($U_{ос}$), уровень дебиторской задолженности ($U_{дз}$), уровень кредиторской задолженности ($U_{кз}$))
Блок 4	Коэффициенты, характеризующие страховые резервы (соотношение динамики резервов убытков и страховых премий ($S_{дур}$), доля перестраховщиков в резервах убытков ($RE_{ру}$), соотношение динамики резерва незаработанной премии и страховых премий ($S_{днп}$), доля перестраховщиков в резерве незаработанной премии ($RE_{рнп}$), доля страховых резервов в инвестициях ($S_{риа}$))
Блок 5	Коэффициенты, характеризующие собственный капитал (соотношение собственного капитала и страховых премий ($S_{скп}$), соотношение собственного капитала и инвестиций ($S_{скиа}$))
Блок 6	Коэффициенты, характеризующие рентабельность (норма операционной прибыли ($R_{оп}$), рентабельность инвестированного капитала ($R_{ик}$), рентабельность активов (R_A))

Прогнозирование денежных потоков страховой организации требует от финансового аналитика, осуществляющего оценку стоимости страховой организации, обладать достаточно узкоспециализированными знаниями в актуар-

ной математике. В этой связи, предложенный автором инструментарий является более удобным способом прогнозирования денежных потоков в страховании. Авторский метод базируется на трендовом анализе, идея которого состоит в нахождении статистической зависимости между показателями, характеризующими динамику страховых премий и выплат (таблица 2: Блоки 1, 2) и относительными показателями, учитывающими изменение резервов (таблица 2: Блок 4). Зависимость устанавливается методом корреляционно-регрессионного анализа, при помощи которого возможно моделировать случайные величины, характеризующие деятельность страховой организации в заданном периоде времени. Сначала на основании статистики ряда периодов строятся трендовые модели страховых премий и выплат, затем, осуществляется расчёт производных денежных потоков ΔP_{HP} , ΔP_U (таблица 3).

Таблица 3 — Трендовые модели расчёта денежных потоков страховых организаций

Составляющие денежных потоков	ОАО «ДальЖАСО» (I)	ОАО «СК «Дальлесстрах» (D)
Страховые премии (P)	$P = 56611t + 139867$	$P = 327,4t^2 + 6524,7t + 5128,3$
Страховые выплаты (C)	$C = 10533t + 56129$	$C = -51,516t^2 + 3272,3t - 3710$
Отчисления в резерв незаработанной премии (ΔP_{HP})	$\Delta P_{HP} = -0,082 + 0,116T_p$	$\Delta P_{HP} = -0,427 + 0,434T_p$
Отчисления в резервы убытков (ΔP_U)	Авторская эвристическая оценка, ввиду возможно неверного актуарного оценивания страховых резервов организацией в предыдущие периоды	$\Delta P_U = 0,307 - 1,337U_p$

Как видно, корреляционно-регрессионный анализ применён автором не только для прогнозирования определяющих денежных потоков страховщика (премии и выплаты), но и производных от них (отчисления в страховые резервы).

После выявления зависимости финансовых коэффициентов на втором этапе оценки стоимости страховой организации (рисунок 2) и построения соответствующих уравнений, осуществляется прогноз отчёта о прибылях и убытках (рисунок 2: этап 3) и баланса (рисунок 2: этап 4, 5) страховой организации, на основании которых рассчитываются прогнозные финансовые коэффициенты (рисунок 2: этап 6). Далее, прогнозные финансовые коэффициенты сопоставляются с их исходными значениями и делается вывод о кор-

ректировке начальных параметров или о переходе к моделированию чистого денежного потока (рисунок 2: этап 7), расчёта ставки дисконтирования (рисунок 2: этап 8) и оценки стоимости страхового бизнеса (рисунок 2: этап 9).

5. 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.

Модели оценки риска и нормы прибыли вложений в капитал страховой компании были подвергнуты нами существенной модификации с учётом особенностей страхового бизнеса, что позволяет уходить от чисто субъективных методов, таких как, например, метод кумулятивного построения ставки дисконтирования в стандартном его изложении. Изучение проблемы 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, 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 среднюю доходность по страховому рынку $\overline{R_{ICm}}$, методом трендового анализа найти регрессионную зависимость доходности страховщика R_{IC} от $\overline{R_{ICm}}$ (таблица 4), на основании которой вычислить бета-коэффициент и ставку дисконтирования в схеме авторской модификации модели CARM для страховых организаций.

Таблица 4 — Трендовые модели расчёта доходности инвестированного капитала

ОАО «ДальЖАСО» (J)	ОАО «СК «Дальлесстрах» (D)
$R_{JCI} = 0,15 + 1,35 * \overline{R_{JCI}}$	$R_{JCD} = 0,02 + 0,74 * \overline{R_{JCI}}$

Коэффициент пропорциональности в уравнении регрессии фактически определяет бета-коэффициент модели CARM.

Использование R_{JC} 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 российских компаний мировым стандартам ведения бизнеса. В настоящий же момент, в период трансформации и развития российского фондового рынка, накопление информационной базы по расчёту данного коэффициента будет способствовать более точному и обоснованному расчёту стоимости страхового капитала и инвестиционных проектов, реализуемых в страховой отрасли. В этой связи, автором предлагается создать сводную информационную базу о 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 ФССН, 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.

Основное содержание диссертационного исследования изложено в следующих работах:

Научные работы, опубликованные в изданиях из перечня ВАК:

1. Бабенко И. А. Стоимость страховой организации: оценка и прогнозирование // Известия ИГЭА. 2010. № 3. (0,29 п. л.).

2. Бабенко И. А., Бадюков В. Ф. Методические основы прогнозирования денежных потоков страховой организации // Перспективы науки. 2010. № 4(06). (0,42 п. л.).

3. Бабенко И. А., Солдаткин С. Н. Модель оценки капитальных активов и доходность страхового капитала // Вестник ТОГУ. 2010. № 4. (0,44 п. л.).
Научные работы, опубликованные в других научных изданиях:
4. Бабенко И. А. Методологические аспекты интеграционных процессов в современных условиях развития отечественного страхового рынка // Экономика, управление, общество: история и современность / Материалы VI научно-практической конференции молодых исследователей, аспирантов и соискателей. Ч. 1. Хабаровск. Изд-во ДВАГС, 2008. (0,41 п. л.).
5. Бабенко И. А.. Проблема концентрации и централизации регионального страхового капитала: методика оценки риска и доходности в современных условиях // Материалы одиннадцатой открытой конференции-конкурса молодых учёных Хабаровской края (экономическая секция): сб. статей. Рос. акад. наук, Дальневост. отд-ние, Ин-т экон. исследований. Хабаровск : РИОТИП, 2009. (0,43 п. л.).
6. Бабенко И. А. Реалии и перспективы слияний и поглощений в страховой отрасли российской экономики // Современные проблемы и перспективы развития финансовой и кредитной сфер экономики России XXI века». Хабаровск РИЦ ХГАЭП, 2008. № 4. (0,29 п. л.).
7. Бабенко И. А. Модели расчёта ставки дисконтирования в оценке стоимости страховой организации при слиянии (поглощении) // Современные проблемы и перспективы развития финансовой и кредитной сфер экономики России XXI века». Хабаровск РИЦ ХГАЭП, 2007. № 3. (0,35 п. л.).
8. Бабенко И. А., Бадюков В.Ф. Методические подходы к прогнозированию инвестиционной стоимости в условиях концентрации страхового рынка // Материалы международной научно-практической конференции посвящённой 75-летию БГЭУ. Т. 1. Минск, 2008. (0,20 п. л.);
9. Бабенко И. А., Бадюков В.Ф. Прогнозирование параметров инвестиционной стоимости страховой организации // Труды всероссийской научно-практической конференции, 22-24 апреля 2008 г, в 6 т. Хабаровск : Изд-во ДВУГУПС, 2008. (0,24 п. л.).
10. Бабенко И. А., Бадюков В. Ф. Методические основы построения ставки дисконтирования в условиях концентрации российского страхового капитала // Финансовый менеджмент в страховой компании. 2007. М. : ИД Регламент. № 4. (0,39 п. л.).
11. Бабенко И. А., Солдаткин С. Н. Методические вопросы прогнозирования прибыли страховой организации // Современные проблемы и перспективы развития финансовой и кредитной сфер экономики России XXI века». Хабаровск РИЦ ХГАЭП, 2010. № 6. (0,30 п. л.).

БАБЕНКО Иван Александрович

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание учёной степени
кандидата экономических наук

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ СТРАХОВОЙ ОРГАНИЗАЦИИ
ПРИ СЛИЯНИЯХ И ПОГЛОЩЕНИЯХ: ОЦЕНКА НА ОСНОВЕ
ДОХОДНОГО ПОДХОДА

Подписано к печати 11.01.2011 г. Формат 60x84/16. Бумага писчая.
Печать цифровая. Усл. п.л. 1,3. Уч.-изд. л. 1,0. Тираж 100 экз. Заказ №11.

680042, г. Хабаровск, ул. Тихоокеанская, 134, ХГАЭП, РИЦ