

О.В. Вершинина¹

O.V. Vershinina

**ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ
ОСНОВНЫХ ПОДХОДОВ ОЦЕНКИ
СТОИМОСТИ БИЗНЕСА СТРАХОВЫХ
КОМПАНИЙ****ADVANTAGES AND DISADVANTAGES
OF MAJOR APPROACHES TO BUSINESS
ASSESSMENT FOR INSURANCE
COMPANIES**

В статье рассматриваются основные подходы, применяемые в оценке стоимости бизнеса. Автором проанализированы методы оценки в рамках затратного, сравнительного и доходного подходов, определены их преимущества и недостатки, приведены факторы, влияющие на выбор подхода и метода оценки страхового бизнеса.

Ключевые слова: *подход, метод, оценка, актив, стоимость, бизнес, ликвидация, мультипликатор.*

Major approaches applied to an assessment of business value are discussed in this paper. Some assessment methods in the context of the expenditure, comparative and income approaches are analyzed by the author herein, some factors determining the selection of most suitable approach and method of estimation of the insurance business are indicated in the paper.

Keywords: *approach, method, assessment, assets, value, business, winding-up, multiplier.*

Современная оценочная деятельность в России характеризуется расширением области применения результатов оценки. Важнейшим направлением развития данного института является оценка стоимости организаций финансового сектора экономики. В связи с этим возникает необходимость рассмотрения преимуществ и недостатков существующих подходов и методов оценки стоимости страхового бизнеса как ключевого звена финансового рынка.

Результатом оценки является стоимость объекта оценки, которая является итогом расчетов, полученных в рамках применения различных подходов и методов к оценке.

Подход к оценке представляет собой совокупность методов оценки, объединенных общей методологией. **Метод** оценки – это последовательность процедур, позволяющая на основе существенной для данного метода информации определить стоимость объекта оценки в рамках одного из подходов к оценке.

Оценщик вправе самостоятельно определять конкретные методы оценки в рамках применения каждого из подходов. Если в рамках применения какого-либо подхода оценщиком использовано более одного метода оценки, результаты применения методов оценки должны быть согласованы

с целью определения стоимости объекта оценки, установленной в результате применения подхода [1].

В соответствии с Федеральными стандартами оценки от 20 июля 2007 года № 256 «Общие понятия к проведению оценки (ФСО № 1)», обязательными к применению являются: затратный, сравнительный и доходный подходы. Кроме того, оценщик обязан обосновать отказ от использования того или иного подхода [1].

Выбор подхода и метода оценки зависит от нескольких факторов, имеющих отношение к оцениваемой компании. Подход, используемый для оценки конкретного бизнеса, будет зависеть от того, насколько ликвидны его активы, создает ли он денежные потоки и насколько уникальна его деятельность [2, с. 78].

Отметим, что деятельность страховых компаний связана с оказанием услуг по предоставлению страховой защиты.

Фирмы, оказывающие финансовые услуги, во всем мире усиленно подвержены регулированию со стороны государства. В целом, эти регулирующие правила принимают три формы. Во-первых, от страховых компаний требуют поддерживать на необходимом установленном уровне размер собственного капитала для обеспечения гарантий. Во-вторых, они часто ограничиваются сферами, в которые вкладываются

¹ Доцент кафедры финансов и банковского дела НОУ ВПО «Российский новый университет».

средства. В-третьих, регулирующие органы часто ограничивают вход новых фирм в финансовый бизнес, а также слияние между уже существующими фирмами [3, с. 770].

Данный факт оказывает влияние на выбор подходов и методов оценки стоимости страхового бизнеса.

Рассмотрим опыт применения методов в зависимости от выбранного подхода оценки стоимости бизнеса (предприятия).

Затратный подход – это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устаревания.

Затратами на воспроизводство объекта оценки являются затраты, необходимые для создания точной копии объекта оценки с использованием применявшихся при создании объекта оценки материалов и технологий. Затратами на замещение объекта оценки являются затраты, необходимые для создания аналогичного объекта с использованием материалов и технологий, применяющихся на дату оценки. Данный подход применяется, когда существует возможность заменить объект оценки другим объектом, который либо является точной копией объекта оценки, либо имеет аналогичные полезные свойства [1].

Главным признаком затратного подхода является поэлементная оценка, т.е. оцениваемый объект (бизнес) «расчленяется» на составные части, делается оценка каждой из частей, а затем стоимость всего бизнеса (компании) получается суммированием стоимостей отдельных его частей [4, с. 23.]. В рамках данного подхода выделяют два метода: метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости [4, с. 26.].

При применении методов оценки актива (активы – это то, чем владеет предприятие и что выражено в денежном эквиваленте) с использованием затратного подхода необходимо:

– оценивать каждую категорию активов (материальные и нематериальные), а также обязательства отдельно;

– оценка должна производиться по принципу «на месте», т.е. на основании их вклада в деятельность предприятия, а не их отдельной продажи;

– при оценке учитывать условные обязательства (неучтенные в балансовом отчете) [5, с. 88].

Метод чистых активов позволяет оценить бизнес с точки зрения издержек на его создание при условии, что он останется действующим. Балансовая стоимость активов и обязательств бизнеса, вследствие инфляции, изменений конъюнктуры рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. В результате перед оценщиком встает задача проведения корректировки статей баланса. Для осуществления этого предварительно проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждой статьи активной части баланса, затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец, из обоснованной рыночной стоимости суммы активов вычитается текущая стоимость всех обязательств. Результат показывает оценочную стоимость собственного капитала бизнеса.

Применение метода ликвидационной стоимости предполагает, что бизнес прекратит свою деятельность и что его активы будут реализованы. Для оценки действующего прибыльного бизнеса, а тем более находящегося на стадии роста, данный метод неприменим.

Следует отметить недостатки затратного подхода. На практике расчеты в соответствии с затратным подходом довольно сложны в применении при оценке уникальных объектов, обладающих исторической ценностью, эстетическими характеристиками, или при оценке устаревших объектов [4, с. 23].

Несмотря на недостатки, метод имеет преимущество: не требует идентификации аналогов, а основывается на данных оцениваемого бизнеса.

Обобщая методы затратного подхода, выделим их преимущества и недостатки (табл. 1).

Таблица 1

Преимущества и недостатки затратного подхода

Затратный подход		
Методы	Преимущества	Недостатки
Метод чистых активов	Реалистичность оценки и справедливость учета коррекции данных баланса. Не требует поиска аналогов	Затруднительность применения в отношении отдельных объектов. Не учитываются потоки доходов в будущем. Не учитывается скидка при срочной реализации активов
Метод ликвидационной стоимости	Поэлементная оценка актива дает возможность определить стоимость отдельного актива при ее ликвидации	Применяется только в случае существующего бизнеса. Оплата комиссии посредническим организациям за услуги, связанные с реализацией активов

Сравнительный подход – это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами-аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах. Объектом-аналогом объекта оценки для целей оценки признается объект, сходный с объектом оценки по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам, определяющим его стоимость [1].

Данный подход применяется, когда существует достоверная и доступная для анализа информация о ценах и характеристиках объектов-аналогов. При его применении к оценке оценщик должен:

а) выбрать единицы сравнения и провести сравнительный анализ объекта оценки и каждого объекта-аналога по всем элементам сравнения. По каждому объекту-аналогу может быть выбрано несколько единиц сравнения. Выбор единиц сравнения должен быть обоснован оценщиком. Оценщик должен обосновать отказ от использования других единиц сравнения, принятых при проведении оценки и связанных с факторами спроса и предложения;

б) скорректировать значения единицы сравнения для объектов-аналогов по каждому элементу сравнения в зависимости от соотношения характеристик объекта оценки и объекта-аналога по данному элементу сравнения. При внесении корректировок оценщик должен ввести и обосновать шкалу корректировок и привести объяснение того, при каких условиях значения введенных корректировок будут иными. Шкала и процедура корректирования единицы сравнения не должны меняться от одного объекта-аналога к другому;

в) согласовать результаты корректирования значений единиц сравнения по выбранным объектам-аналогам. Оценщик должен обосновать схему согласования скорректированных значений единиц сравнения и скорректированных цен объектов-аналогов [1].

В рамках подхода на основе компании-аналога существуют основные методы:

– метод рынка капитала, основанный на ценах, реально выплаченных за акции сопоставимых компаний, свободно обращающихся на фондовых (организованных) рынках;

– метод сделок, основанный на ценах приобретения контрольных (крупных) пакетов акций аналогичных компаний;

– метод отраслевых коэффициентов ориентирован на оценку предприятия как действующего [7, с. 62].

Суть метода отраслевых коэффициентов заключается в том, что на основе анализа практики продаж бизнеса в той или иной отрасли выводится определенная зависимость между ценой продажи и каким-то показателем. Этот метод в основном используется для оценки малых компаний и носит вспомогательный характер.

В отечественной практике этот метод пока не получил достаточного распространения в связи с отсутствием необходимой информации, требующей детального и длительного наблюдения.

Метод рынка капитала основан на рыночных ценах акций сходных компаний. Предполагается, что инвестор, действуя по принципу замещения (или альтернативной инвестиции), может инвестировать либо в эти компании, либо в оцениваемую. Этот метод основывается на финансовом анализе оцениваемой и сопоставимых компаний [7, с. 88].

При отборе предприятий-аналогов необходимо учитывать признаки сопоставимости, такие, как вид и объем производимой продукции, период функционирования бизнеса, его стратегии, территориальное местонахождение.

Важная составляющая часть оценки по данному методу – анализ финансового положения предприятий и сопоставление. Финансовая информация может быть получена оценщиком как по публикациям в периодической печати, так и на основании письменного запроса либо непосредственно на предприятии в ходе собеседования.

Оценка конкретной компании производится посредством сопоставления с компаниями-аналогами с помощью выбранных мультипликаторов к соответствующим финансовым или физическим базам сравнения оцениваемой компании.

Ценовой мультипликатор – это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой. Финансовая база оценочного мультипликатора является, по сути, измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым можно отнести не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие. Существует много оценочных мультипликаторов, применяемых при оценке стоимости бизнеса. Их можно разделить на два типа: интервальные и моментные. К интервальным мультипликаторам относятся «цена/прибыль»; «цена/денежный поток», «цена/дивидендные выплаты», «цена/выручка от реализации». К моментным мультипликаторам относятся «цена/

балансовая стоимость активов», «цена/чистая стоимость активов» [2, с. 54].

В списке мультипликаторов, известных практике оценки, присутствуют мультипликаторы, основанные как на полученных доходах, так и мультипликаторы, основанные на стоимости активов.

Для получения более объективных данных рекомендуется применять несколько мультипликаторов одновременно.

Положительным моментом в использовании подхода на основе мультипликаторов необходимо отметить его простоту и значительное влияние на заключительную стоимость.

При применении мультипликаторов полагают, что компания-аналог и оцениваемая компания обладают равными уровнями риска. Однако часто это утверждение оказывается неверным. Поскольку доходные мультипликаторы, такие, как «цена/чистая прибыль», являются функциями рисков, то применение данного мультипликатора, полученного на основе анализа компании-аналога с отличным от оцениваемой компании риском, некорректно.

Риски для компаний одной отрасли и размера можно считать сопоставимыми. Но в любом случае требуется детальный анализ рисков, характерных для оцениваемой компании и компаний-аналогов. Пренебрежение таким анализом часто приводит к неверным результатам [7].

Анализ применяемых мультипликаторов при оценке стоимости компаний позволил определить три мультипликатора, применяемые в практике оценочной деятельности: «цена/прибыль»,

«цена/балансовая стоимость», «цена/объем продаж». При этом, с нашей точки зрения, следует отметить, что в страховом бизнесе объемы продаж фактически неизмеримы, в связи с чем целесообразным необходимо применение таких мультипликаторов, как «цена/прибыль», «цена/балансовая стоимость».

Метод сделок аналогичен методу рынка капитала и основан на анализе цен купли-продажи контрольных пакетов акций компаний-аналогов или цен приобретения предприятий целиком [4, с. 26].

Цена акций принимается по результатам сделок на мировых фондовых рынках.

Главное отличие метода сделок (продаж) от метода рынка капитала заключается в том, что первый определяет уровень стоимости контрольного пакета акций, позволяющего полностью управлять предприятием, тогда как второй определяет стоимость предприятия на уровне неконтрольного пакета.

Как и в методе рынка капитала, при использовании данного метода необходимо вносить поправки к стоимости предприятия, полученной с помощью мультипликаторов, на неоперационные активы, на избыток (недостаток) собственных средств, на страновой риск.

Отметим, что применение сравнительного подхода ориентировано, главным образом, на крупные компании.

Проанализировав методы сравнительного подхода оценки стоимости бизнеса, в таблице 2 определены следующие их преимущества и недостатки.

Таблица 2

Преимущества и недостатки сравнительного подхода

Сравнительный подход		
Методы	Преимущества	Недостатки
Метод отраслевых коэффициентов	Простота расчета	Недостаточно базы для оценки. Мало изучен в России
Метод рынка капиталов	Реалистичность расчетов стоимости, на основе данных анализа финансовой документации. Возможность применения при сопоставлении нескольких мультипликаторов	Применяется только в случае существующего предприятия. Учитывает данные прошедшего периода. Необходим поиск компании-аналога. Искажение конечных результатов при недостаточно обоснованном выборе мультипликаторов
Метод сделок	Учитывает прогнозные значения при сопоставлении. Возможность получения стоимости контрольного и неконтрольного пакетов акций. Возможность применения методов с учетом скидок и премий за контроль. Цена фактически совершенной сделки является реальным отражением спроса и предложения	Ограниченность информации о контрольном пакете. Риск неполучения дивидендов по простым акциям. Требует обоснования по применяемым скидкам и премиям

Обобщая методы сравнительного подхода оценки стоимости бизнеса, отметим, что, с учетом особенности страхового бизнеса, применение сравнительного подхода при оценке его стоимости затруднено. Основной причиной является недостаток информации об аналогах на страховом рынке.

В соответствии с Федеральными стандартами оценки, доходный подход – это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки [1].

В основе доходного подхода лежит принцип ожидания, который говорит о том, что любой актив, приобретаемый с целью извлечения доходов, будет стоить столько, сколько принесет доход.

Доходный подход применяется, когда существует достоверная информация, позволяющая прогнозировать будущие доходы, которые объект оценки способен приносить, а также связанные с объектом оценки расходы. Применяя доходный подход к оценке, оценщик должен:

- а) установить период прогнозирования;
- б) исследовать способность объекта оценки приносить поток доходов в течение периода прогнозирования, а также сделать заключение о способности объекта приносить поток доходов в период после периода прогнозирования;
- в) определить ставку дисконтирования, отражающую доходность вложений в сопоставимые с объектом оценки по уровню риска объекты инвестирования, используемую для приведения будущих потоков доходов к дате оценки;
- г) осуществить процедуру приведения потока ожидаемых доходов в период прогнозирования, а также доходов после периода прогнозирования в стоимость на дату оценки [1].

Определение стоимости бизнеса доходным подходом основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса. Собственник акций не продаст свой пакет по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. В результате взаимодействия стороны придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов [8].

Данный подход оценки считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов, поскольку любой инвестор, вкладывающий деньги в действующее предприятие, в конечном счете покупает не набор активов, а поток будущих доходов.

В рамках доходного подхода стоимость предприятия может быть определена:

– как стоимость капитализированного денежного потока;

– как стоимость, полученная дисконтированием будущих денежных потоков [2, с. 72].

Метод прямой капитализации применяется в тех случаях, когда имеется достаточное количество данных для оценки дохода, доход является стабильным или, по крайней мере, ожидается, что текущие денежные доходы приблизительно будут равны будущим или темпы их роста умеренны.

Данный метод заключается в расчете текущей стоимости будущих доходов, полученных от использования объекта с помощью коэффициента капитализации:

$$C = \frac{Pd}{Kk}, \quad (1)$$

где C – стоимость;

Pd – периодический доход;

Kk – коэффициент капитализации.

В качестве капитализируемой величины прибыли может выступать либо чистая прибыль после уплаты налогов, либо прибыль до уплаты налогов, либо величина денежного потока [2, с. 72].

Метод дисконтированных денежных потоков – основан на составлении прогнозов получения будущих доходов и их переводе к показателям текущей стоимости. Его отличительной особенностью и главным достоинством является то, что он позволяет учесть несистематические изменения потока доходов, которые нельзя описать какой-либо математической моделью. Данное обстоятельство делает привлекательным использование метода дисконтированных денежных потоков в условиях российской экономики, характеризующейся сильной изменчивостью цен на готовую продукцию, сырье, материалы и прочие компоненты, существенным образом влияющие на стоимость оцениваемого бизнеса.

Отличия метода дисконтирования денежных потоков от всех других оценочных методологий заключаются в следующем: метод основан на составлении прогноза будущей деятельности компании, а не только на ретроспективных данных; учитывает стоимость денег во времени; позволяет учесть изменение ситуации на рынке в будущем [5].

В методических рекомендациях по оценке бизнеса предложена методика определения стоимости предприятия при применении метода дисконтированных денежных потоков: текущая сумма денежных потоков по годам плюс текущая стоимость реверсии по формуле:

$$V = \sum_{n=1}^{n=5} \frac{CF_n}{(1+R)^n} + \frac{V_{term}}{(1+R)^n}, \quad (2)$$

где n – горизонт расчета, лет;

CF_n – величина годового денежного потока n -го года прогнозного периода, руб.;

R – ставка дисконтирования, %;

V_{term} – стоимость в постпрогнозный период (реверсия) [9].

Однако следует заметить, что к результатам, полученным этим методом, следует относиться с большой осторожностью потому, что он использует прогнозные оценки будущих доходов, расходов и капиталовложений, а прогнозы, по-

строенные в нестабильной экономической и политической обстановке, могут носить только ориентировочный характер. Весьма неопределенные прогнозы могут быть сделаны и в отношении рисков, связанных с предположением требуемого уровня доходов.

С теоретической точки зрения метод дисконтирования денежных доходов является наилучшим, однако он весьма трудоемок. В то же время, есть оценки, которые, в принципе, невозможно осуществлять без использования этого метода: это оценка инвестиционных проектов [2, с. 57].

Рассмотрим преимущества и недостатки применения методов доходного подхода, табл. 3.

Таблица 3

Характеристика доходного подхода

Доходный подход		
Методы	Преимущества	Недостатки
Расчет стоимости		
Метод прямой капитализации	Простота расчета. Отражает рыночную конъюнктуру	В расчете учитывается периодический доход. Нежелателен к применению в условиях нестабильного рынка
Метод дисконтированных денежных потоков	Учитывает прогнозы при расчете, дает более точные результаты. Учитывает риск, так как ставка дисконтирования может быть скорректирована с учетом риска	Трудоемкий. Требует построения модели будущего денежного потока и определения текущей стоимости этого потока с учетом дисконтирования

Учитывая вышесказанное, по мнению автора, в рамках доходного подхода для оценки страхового бизнеса рекомендуется применять метод дисконтированного чистого денежного потока.

Так, доходы по годам неравномерны, что объясняется рядом факторов: структурой страхового портфеля, развитием агентских сетей, вероятностным характером наступления страхового случая, андеррайтинговой политикой страховых компаний.

На основе анализа характеристик можно предположить, что каждый из существующих подходов оценки бизнеса (затратный, доходный, сравнительный) имеет ряд недостатков и преимуществ по отношению друг к другу. Выбор подхода и метода оценки зависит от нескольких факторов, имеющих отношение к оцениваемой компании или бизнесу. Подход, используемый для оценки конкретного бизнеса, будет зависеть от того, насколько ликвидны его активы, создаст ли он денежные потоки, насколько уникальна его деятельность, территориальное местонахождение бизнеса.

Методы прямой капитализации, рынка капитала и отраслевых коэффициентов ориентиро-

ваны на оценку предприятия, как действующего и которое будет и дальше функционировать. Однако страховая компания относится к сфере предоставления услуг, где действует жесткая конкуренция, в связи с чем нельзя с точной уверенностью сказать, что услуга будет востребована в будущем.

Метод капитализации разумен для применения к тем компаниям, которые успели накопить активы в результате капитализации их в предыдущие периоды. Этот метод наиболее адекватен в оценке крупных компаний, занимающих лидирующую позицию на страховом рынке. Методы рынка капитала, сделок и отраслевых коэффициентов пригодны при условии строгого выбора компании-аналога, которая должна относиться к тому же типу, что и оцениваемая.

Таким образом, следует отметить, что проблема оценки стоимости заключается не в отсутствии достаточного числа методов оценки, а в том, что их слишком много. Выбор правильного метода для оценки бизнеса важен как для получения корректной оценки стоимости бизнеса, так и для понимания того, как пользоваться методом. Учитывая специфику страхового биз-

неса, отметим, что временная схема денежных потоков в страховании противоположна большинству производственных предприятий. Так, страховые компании по средствам страховых взносов имеют чистый денежный приток сразу, а предприятия вкладывают деньги для получения притока денежных средств позже, что, безусловно, будет оказывать влияние на выбор подхода и методов оценки стоимости страхового бизнеса.

Литература

1. Федеральные стандарты оценки № 1 «Общие понятия к проведению оценки (ФСО № 1)» Приказ Минэкономразвития России от 20 июля 2007 года № 256 // http://www.labrate.ru/laws/20070720_prikaz_mert_256
2. Есипов В.Е. Оценка бизнеса: полное практическое руководство: основные принципы, подходы и методы, прикладные аспекты / В.Е. Есипов. – М. : Эксмо, 2008. – 345 с.
3. Домодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов /

Асват Домодаран; пер. с англ. – 6-е изд. – М. : Альпина Паблишерз, 2010. – 1338 с.

4. Патрушева Е.Г. Управление стоимостью промышленных предприятий: теория, методика, практика / Е.Г. Патрушева, Д.Ю. Брюханов, Д.А. Белкин. – Ярославль : Ярославский гос. ун-т, 2007. – 296 с.

5. Румянцева Е.Е. Оценка собственности : учебное пособие / Е.Е. Румянцева. – М. : ИНФРА-М, 2005. – 111 с.

6. Есипов В.Е. Оценка бизнеса / В.Е. Есипов. – СПб. : Питер, 2003. – 416 с.

7. Грегори А. Стратегическая оценка компаний / А. Грегори. – М. : Квинто-консалтинг, 2003. – С. 7.

8. Криворотов В.В., Мезенцева О.В. Управление стоимостью : оценочные технологии в управлении предприятием / В.В. Криворотов, О.В. Мезенцева. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2005. – 111 с.

9. Симионова Н.Е. Оценка бизнеса : теория и практика / Н.Е. Симионова, Р.Ю. Симионов. – 2-е изд., перераб. и доп. – Ростов н/Д. : Феникс, 2010. – 572 с.