
ПРОБЛЕМИ ПРИ ОЦЕНЯВАНЕ СТОЙНОСТТА НА ОБЩОЗАСТРАХОВАТЕЛНОТО ДРУЖЕСТВО

Ст. ас. д-р ЛЮДМИЛ Б. КРЪСТЕВ

Стопанска академия „Димитър А. Ценов”,
катедра „Финанси и кредит”

В условия на глобализация и финансови кризи, предприятията от финансовия сектор са изправени пред редица предизвикателства. Застрахователните дружества в България, като част от този сектор, не правят изключение. Проблемите, които възникват пред тях, изискват и нови, нестандартни концепции за решаването им.

Една такава концепция е свързана с преминаване от управление на общозастрахователното дружество, ориентирано към премийния приход - към управление, ориентирано към стойности. В контекста на тази концепция в настоящата статия е разгледан проблемът за оценка стойността на застрахователното дружество.¹

I.

Предизвикателствата пред застрахователните дружества възникват от причини, които могат да бъдат обособени в няколко направления – свиване на пазара на услуги; засилена конкуренция, водеща до намаляване на застрахователните премии; търсене на нови пласментни канали и създаването на нови застрахователни продукти (виж Фиг. 1.).

Нови конкуренти. Новите конкуренти навлизат в страната след присъединяването на България към Европейския съюз. Този факт води до отваряне на нашия застрахователен пазар и до превръщането му в част от европейския застрахователен пазар. Конкуренцията между застрахователите в България се трансформира от национална в международна. Отпаднаха текстовете в Кодекса за застраховането, които имаха протекционистично действие за българските застрахователни

¹ По-нататък под застрахователно дружество се разбира общозастрахователно дружество.

дружества. Присъствието на чужди застрахователи в България, включително по пътя на свободно предлагане на застрахователната услуга, изостри конкуренцията на българския застрахователен пазар.



Фиг.1. Нови предизвикателства пред застрахователното дружество

Европейски и национални регулации. Присъединяването на България към Европейския съюз има за следствие прилагане на регулации в сферата на застраховането, които засягат както организационните принципи и функционирането на застрахователните дружества, така и техните продукти. Целта на директивите, свързани със застраховането, е уеднаквяването на принципни положения в законодателните норми на държавите – членки, с оглед облекчаване свободното движение на хора, стоки, услуги и капитали между тях. В същото време чрез директивите се цели да се защитят интересите на потребителите на застрахователната услуга.

Залегналите в директивите принципи са задължителни за всички страни – членки. Тези принципи се намират в основата на надзора, който държавата упражнява върху дейността на застрахователните дружества.

Директивите за застраховането и строгите правила на възприетата система за застрахователен надзор в България предполагат пренастройване на застрахователния бизнес в съответствие с тях.

Свиване на пазара на услугите. В пирамидата на потребностите нуждата от сигурност, респективно от застрахователна услуга, в никакъв случай не е на върха. Преди нея има много други потребности, главно от битово естество. При слабо развитата икономика, респективно при криза в икономиката, застраховането изпитва трудности, тъй като доходите на населението не са достатъчни за посрещане на най-належащите потребности. Поради тази причина показателят “проникване на застрахователната услуга” (премиен приход към брутен вътрешен продукт) в България е три-четири пъти по-нисък от стойностите на същия показател в развитите европейски страни, а показателят “плътност на застраховането” (застрахователна вноска на глава от населението) – около десет пъти.

Клиенти с по-високи изисквания. Не са малко клиентите, които много добре познават рисковата си ситуация и могат да формулират точно своите изисквания към застрахователните дружества. Претенциите на тези клиенти са свързани главно със:

- а) създаване на нови продукти, съответстващи на нововъзникнали потребности;
- б) диференцирано предлагане на продукта по отношение на покритите рискове, покритите загуби, формите на застраховане;
- в) разработване на нови канали за продажба на застраховките;
- г) своевременно и коректно уреждане на застрахователните плащания.

Пазарна концентрация. Пазарният дял на четирите водещи застрахователни дружества (ЗПАД ДЗИ – Общо застраховане, ЗПАД Булстрад, ЗПАД Алианс България АД и ЗД Бул Инс АД), непрекъснато намалява. Ако през 2005 година този дял е бил 62,83 %, то през 2007 година той е намалял на 51,99 %.² Този факт показва, че концентрацията на застрахователния пазар намалява, което означава изостряне на конкуренцията между застрахователните дружества.

Сътресения на капиталовия пазар. Застрахователите инвестират част от образуваните технически резерви в ценни книжа (акции), които

² Годишен отчет на КФН за 2007 година, с. 92.

се търгуват на капиталовия пазар. В условия на финансова криза техническите резерви на застрахователните дружества са изложени на риск, вследствие понижаване курса на закупените от тях ценни книжа.

Посочените по-горе проблеми трябва да бъдат решавани целенасочено от страна на мениджмънта на застрахователното дружество. Целите трябва да са съобразени с новите предизвикателства и да покажат посоката, която трябва да следват мениджърите при решаване на натрупаните проблеми пред застрахователното дружество. Във връзка с това ключов момент е целеполагането. Целите зависят до голяма степен и от определен кръг лица (известен още като Stakeholder), които имат определен интерес от дейността на застрахователното дружество. Този кръг от лица се състои от две групи: вътрешни и външни за застрахователното дружество лица. Вътрешният кръг включва собствениците, мениджърите и служителите в дружеството. Към външния кръг следва да бъдат причислени клиентите, кредиторите, регулативните органи и обществеността като цяло.

Ключови в застрахователното дружество цели са печалбата и сигурността. Под сигурност се разбира възможността на застрахователя, при настъпване на застрахователно събитие, да осигури застрахователна защита на купувача на застраховката. Печалбата дава възможност за изплащане на дивиденди на акционерите и осигурява средства за развитие на застрахователното дружество. Тук ще бъдат разгледани целите на дружеството в контекста на финансовия мениджмънт.

Основно предназначение на финансовия мениджмънт е изборът на рационални решения, които да увеличат стойността на акциите на дружеството.³ Именно поради тази причина нашето внимание по-нататък ще бъде фокусирано върху стойността на застрахователното дружество и величините, които определят тази стойност.

В условия на пазарна икономика всяко предприятие се стреми към растеж на своите приходи. Тази бизнес логика има своя специфика за застрахователното дружество. Причината е, че застрахователите продават един специфичен продукт – застрахователна защита при настъпване на предвидени в застрахователния договор събития. Това означава, че преследването на един непрекъснат растеж на премийния приход, без управление на риска, е необосновано. Казано по друг начин, пълният отказ от управление на риска в застрахователното дружество може да доведе до големи застрахователни плащания, респективно до нарастване на квотата на щетите, а следователно и до допълнително натоварване на крайния финансов резултат. По тази причина мениджмънтът следва да

³ Адамов, В. Финанси на фирмата. В. Търново, 2006, с. 30.

обърне по-голямо внимание върху концепцията управление по стойности и да даде приоритет на крайните резултати от развиваната от дружеството дейност пред премийния приход. Във връзка с това печалбата трябва да се третира като елемент от системата от показатели, които повишават стойността на застрахователното дружество. Разглежданият по-долу метод Shareholder Value е именно израз на концепцията за максимизиране на пазарната стойност на собствения капитал.⁴

II.

Съществуват различни методи за определяне стойността на акциите на застрахователното дружество.⁵ Фундаменталният подход използва дисконтови модели, оценяване на база пазарни множители, счетоводни и икономически модели за оценяване.⁶ Ние ще фокусираме вниманието си върху модела на дисконтираните парични потоци и по-специално върху дисконтиране на свободните парични потоци на фирмата (FCFF).⁷

За да може да бъде оценена стойността на застрахователното дружество, е необходимо да бъдат взети под внимание следните посъществени фактори:

- времевата стойност на парите и определяне на среднопретеглена цена на капитала;
- прогнозиране на паричните потоци за продължителен период;
- плащанията и постъпленията от страна на застрахователното дружество и определяне на свободния паричен поток;
- съобразяване с риска;
- оценяване на нуждата от финансиране на бъдещия растеж на дружеството.

При положение че посочените фактори не са взети под внимание или са оценени неправилно, то може да се стигне до погрешно определяне на стойността на дружеството и до вземане на ирационални решения от страна на мениджмънта. Особен момент при оценяване на стойността на застрахователното дружество е определяне величината на паричните плащания и постъпления, които са свързани с дейността му. В

⁴ **Rappaport, A.** Shareholder Value – Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2 Auflage, Stuttgart, 1999, S. 39-70.

⁵ За повече подробности вж. **Адамов, В., С. Проданов.** Инвестиции. В. Търново, 2007, с. 194.

⁶ За повече подробности вж. **Пътев, Пл., Н. Канарян.** Управление на портфейла. В. Търново, 2008, с. 328-412.

⁷ За повече подробности вж. **Адамов, В., А. Захариев и Д. Холст.** Финансов анализ. В. Търново, 2002, с. 351.

случая следва да се вземе под внимание и фактът, че принципно паричните потоци се определят на база отчетни (счетоводни) данни и документи, които са свързани с настоящето и с миналото на предприятието. Много по-трудно е да се определи величината на прогнозните плащания и постъпления по отделни дейности, т.е. да се прогнозира свободният паричен поток с цел определяне на стойността на застрахователното дружество.

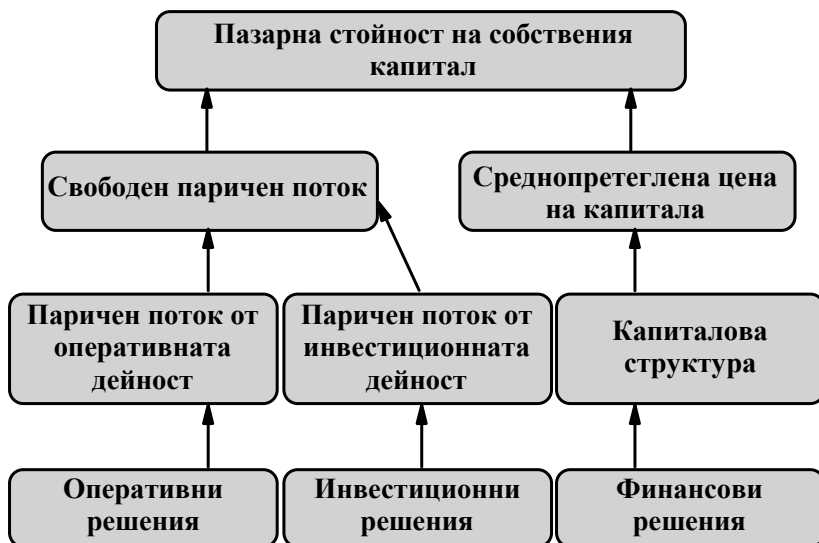
При определяне величината на свободния паричен поток внимание заслужава нетният поток от инвестиционната дейност и оперативният паричен поток от дейността след плащане на данъците. За да бъдат изчислени те, е необходимо да бъдат направени редица корекции спрямо печалбата на дружеството преди облагане с данъци. Тези корекции ще бъдат разгледани по-нататък. След определяне величината на свободните парични потоци по съответни години, те трябва да бъдат дисконтирани със среднопретеглената цена на капитала с цел намиране на тяхната настояща стойност. Именно тази настояща стойност изразява стойността на застрахователното дружество. Стойността на собствения капитал се намира като от стойността на дружеството се извади пазарната стойност на дълга. В крайна сметка стойността на собствения капитал е ключовият фактор при определяне на стойността на акциите на дружеството.⁸

$$\text{Стойност на собствения капитал} = \text{Стойността на компанията} - \text{Пазарна стойност на чуждия капитал (дълга)}$$

Възможно е да бъдат приложени два подхода при определяне на стойността на застрахователното дружество. Единият подход се окачествява като *top-down*, а другият - като *bottom-up*. При първия подход (*top-down*) се изхожда от равнището на цялото дружество, а при втория (*bottom-up*), се взимат под внимание отделните застрахователни договори при изчисляване стойността на дружеството. В нашия случай ще бъде разгледан първият подход, тъй като при дружествата, развиващи общозастрахователна дейност, е невъзможна да се оцени тяхната стойност като се ползват за база сключените договори. Причината за това са високите колебания на щетите и кратките (едногодишни и по-къси) срокове на договорите. При животозастрахователните компании договорите са дългосрочни, което позволява да се оценят паричните потоци от отделните договори и да бъде приложен вторият подход.

⁸ Пътев, Пл., Н. Канарян. Цит. съч., с. 352.

Определянето на стойността на собствения капитал е нелека задача, тъй като трябва да бъдат изследвани всички величини, които оказват влияние върху крайния резултат – пазарната стойност на собствения капитал на дружеството (виж Фиг. 2.). В настоящата статия вниманието ще бъде фокусирано главно върху свободния паричен поток. Чрез изследването на цялата информация, която се използва при изчисляването на свободния паричен поток, могат да бъдат разкрити потенциали за повишаване на стойността на застрахователното дружество.



Фиг.2. Система от показатели, които оказват влияние върху пазарната стойност на собствения капитал на застрахователното дружество

За целите на настоящата работа, при определянето на свободния паричен поток на застрахователното дружество, е използвана официална информация – финансовите отчети на застрахователното дружество и по-специално отчетът за доходите и отчетът за паричните потоци. Връзката между двата отчета е от особена важност, тъй като печалбата преди облагане с данъци се взема предвид при изчисляването на паричния поток от оперативната дейност на дружеството. Следователно разкриването на потенциали за повишаване на величината на печалбата на застрахователното дружество ще рефлектира и върху величината на оперативния паричен поток. В този смисъл трябва да се обърне по-голямо внимание върху начина на изчисляване на печалбата на застрахователното дружество (Табл.1.).

Първо по големина разходно перо на застрахователното дружество (над 50% от величината на всички разходи) представляват застрахователните плащания, свързани с настъпили щети. Мениджърите на компанията трудно могат да влияят върху величината на тези разходи. Възможно е да бъдат приложени нови методи за управление на риска в застрахователното дружество, с цел намаляване големината на застрахователните плащания, свързани с настъпили щети.

Второ по големина разходно перо е общата сума на административните и аквизиционните разходи. Това са разходи, свързани с управлението на дружеството и пласмента на застрахователни продукти. Както е видно от таблицата, техният размер превишава 40% от величината на всички разходи.

Таблица 1.

Технология за изчисляване на печалбата на застрахователното дружество

Приходи и разходи в хил.лв.	2007	2006
Нетни спечелени премии	100 150	105 035
Приходи от такси и комисиони	7 001	6 829
Нетни финансови приходи	10 961	3 792
Други нетни оперативни приходи	2 614	605
Настъпили щети (нетни) от презастраховане	(57 340)	(57 432)
Аквизиционни разходи	(28 354)	(29 516)
Административни разходи	(14 173)	(13 347)
Разходи за обезценка	(3 376)	(3 093)
Нетна печалба преди данъчно облагане	17 483	12 873

Източник: Финансови отчети на ЗПАД „Алианц България“ към 31.12.2007 г.

Една от причините за високия размер на аквизиционните разходи е стремежът на застрахователните дружества да привличат нови агенти, предлагайки им по-високи комисионни възнаграждения спрямо другите компании или намалявайки им вноските чрез агентските комисиони. Мениджърите имат обаче добри възможности да влияят върху величината на тези разходи.

Посочените разходи се покриват от приходите на дружеството. Нарастването на разходите предполага необходимост от нарастване и на приходите на дружеството. Увеличаването на премийния приход на дружеството може да стане чрез разкриване на нови пласментни канали и предлагането на нови застрахователни продукти. Съществено приходно перо представляват и финансовите приходи на дружеството. Те в

голяма степен зависят от начина, по който дружеството инвестира своите средства и състоянието на капиталовите пазари.

Таблица 2.

**Модел за определяне на свободен паричен поток на
застрахователно дружество**

Парични потоци в хил. лв.	2007	2006
Печалба преди данъци	17 483	12 873
Корекции за:		
(Намаление)/увеличение в пренос-премиен резерв и резерв за неизтекли рискове	8 345	(3 874)
Увеличение в резерв за висящи плащания	6 393	10 851
(Намаление) на разходите за провизии за задължения	-	(80)
Увеличение на начислените разходи за обезценка на вземания	3 376	3 093
Преценка на инвестиции и инвестиционни имоти	(6 055)	(596)
Амортизация за периода	1 457	1 412
Загуба/(печалба) от продажба на инвестиции	(37)	34
(Печалба) от продажба на дълготрайни активи	(15)	(414)
Нетен приход от лихви	(5 298)	(3 991)
<i>Нетен паричен поток от основната дейност, преди изменения в активите и пасивите от основната дейност</i>	25 649	19 308
Увеличение на вземания	(7 312)	(7 547)
Намаление на задължения	2 253	8 255
<i>Нетен паричен поток от дейността</i>	20 590	20 016
<i>Платени данъци</i>	(3 113)	(5 048)
Нетни парични потоци от оперативната дейност	17 477	14 968
Нетно увеличение на депозити в банки	(16 921)	(5 199)
Нетно намаление/(увеличение) на ценни книжа	2 898	(3 768)
Придобиване на инвестиционни имоти, нетно	(1 568)	(1 295)
(Придобиване)/продажба на ДМА, нетно	(422)	174
Получени лихви	4 125	4 173
Нетни парични потоци от инвестиционната дейност	(11 888)	(5 915)
Свободен паричен поток	5 589	9 053

Източник: Финансови отчети на ЗПАД "Алианц България" към 31.12.2007 г.

В крайна сметка величината на печалбата следва да се разглежда в контекста на ориентираното по стойности управление на застрахователното дружество. Трябва да бъде направен пълен анализ на приходите

и разходите и да бъдат търсени нови възможности за повишаване величината на печалбата на дружеството.

Интерес представлява механизмът на изчисляване на свободния паричен поток на застрахователното дружество. В Таблица 2. е представен един модел за определяне на величината на свободен паричен поток на застрахователно дружество като е използвана информация от отчета за паричните потоци на ЗПАД „Алианц България”. От таблицата е видно, че свободният паричен поток представя сумарно величината на нетните парични потоци от оперативната и инвестиционната дейност (тъй като последните имат отрицателна стойност, свободният паричен поток представлява разликата между тях). Свободният паричен поток в случая изразява генерираните от дружеството парични средства за годината, след притока на пари от оперативната дейност (положителен нетен поток) и изтичането на пари от инвестиционната дейност (отрицателен нетен поток). Свободният паричен поток е база за определяне на стойността на дружеството.

Както е видно от Табл. 2, върху величината на свободния паричен поток оказват влияние редица други величини: печалбата на дружеството, корекциите във величината на печалбата, изменението във величината на вземанията и задълженията, платените данъци, инвестиционната активност на дружеството.

Трябва да се отбележи, че отрицателен свободен паричен поток не е сигнал за непременно влошено финансово състояние на дружеството. Всичко зависи от инвестиционната политика на мениджърите (виж Фиг. 2.). Възможно е, в резултат от високата инвестиционна активност на дружеството, да бъдат генерирани перманентно отрицателни нетни парични потоци от инвестиционната дейност, които да не бъдат покрити от нетните парични потоци от оперативната дейност. Погледнато в дългосрочен аспект обаче, дружеството ще осигури определена възвръщаемост от своите инвестиции, което ще доведе до парични постъпления. Следователно свободният паричен поток на застрахователното дружество може да се колебае в широки граници и да заема положителни или отрицателни стойности, в зависимост от инвестиционната активност на дружеството. Това създава редица трудности както при прогнозирането на свободния паричен поток, така и при оценяване стойността на компанията.

III.

Съществуват и други модели за оценка на стойността на застрахователното дружество. Един от тях е моделът използван за определяне на икономически добавената стойност (EVA).

Счетоводният подход определя икономически добавената стойност като разлика между величината на оперативната печалба след данъци и цената на капитала, изразена в парични единици:⁹

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC,$$

където:

- EVA – икономически добавена стойност;
- NOPAT - нетна оперативна печалба след данъци;
- WACC – среднопретеглена цена на капитала;
- IC – инвестиран капитал.

При прилагането на модела в застрахователната практика, освен величината на нетната оперативна печалба след данъци, внимание заслужава и величината на оперативния паричен поток. Оперативният паричен поток притежава съществени предимства. Той отразява способността на дружеството да генерира пари от оперативната дейност. Оперативният паричен поток не се влияе от инвестиционната активност на дружеството, за разлика от свободния паричен поток, и може да бъде използван като база за оценяване на реалния растеж на дружеството. Както вече бе споменато, свободният паричен поток може да се колебае в широки граници, в зависимост от инвестиционната активност на компанията, и трудно може да бъде използван за оценяване на нейния реален растеж.

* * *

В контекста на финансовия мениджмънт правилните управленски решения водят до повишаване на пазарната стойност на собствения капитал. Това са управленски решения, свързани с оперативната, инвестиционната и финансовата дейност на предприятието. Тези решения влияят върху паричните потоци и в крайна сметка върху - стойността на застрахователното дружество.

Оценяването на стойността на застрахователното дружество е от полза в следните няколко направления:

- разкриване на потенциали за повишаване на пазарната стойност на собствения капитал;
- определяне на реалния растеж на застрахователното дружество и обвързване на този растеж с възнагражденията на мениджърите;
- оценяване на стойността на акциите на дружеството от гледна точка на нуждите на портфейлния мениджмънт.

⁹ Пътев, Пл., Н. Канарян. Цит. съч., с. 391.