

3.8. ОПТИМИЗАЦИЯ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ СТРАХОВОЙ ОРГАНИЗАЦИИ

Диденко В.Ю., аспирант, преподаватель кафедры «Финансы и кредит»

Всероссийская государственная налоговая академия Минфина РФ

В кризисных условиях на страховом рынке активизируются процессы слияния и поглощения, что приводит к концентрации капитала страховых компаний с целью создания более конкурентоспособных организаций с одновременным усложнением структуры капитала. В связи с данными процессами возникает необходимость применения методических подходов относительно оценки реальной стоимости приобретаемых активов к формированию финансовых ресурсов и оптимизации капитала.

Современный российский страховой рынок функционирует в сложных условиях. На протяжении последних лет и без того крайне незначительная доля страховых премий в валовом внутреннем продукте неуклонно снижалась (в период с 2004 по 2007 г. с 2,7% до 2,3%), что являлось индикатором неустойчивости и нежизнеспособности сложившейся в стране модели страховых отношений.

В существующих условиях трудности развития отечественного страхового рынка многократно усилены экономическим кризисом. При этом активизируются процессы слияния и поглощения, что приводит к концентрации капитала страховых компаний с целью создания более конкурентоспособных организаций с одновременным усложнением структуры капитала. В связи с данными процессами возникают проблемы относительно оценки реальной стоимости приобретаемых активов и необходимости изменения подходов к формированию финансовых ресурсов и оптимизации капитала.

Для страхового рынка решение указанных проблем является чрезвычайно актуальным. Поскольку, несмотря на постоянное обсуждение и активное изучение вопросов формирования и движения капитала, в исследованиях современных специалистов не уделяется достаточного внимания капиталу как субстанции, формирующей страховой бизнес в процессе приложения к капиталу труда и предпринимательской инициативы.

Оптимизация структуры капитала особенно важна для страховой компании, так как она должна отвечать, с одной стороны, требованиям нормативных актов, а с другой – отвечать критериям финансовой устойчивости, платежеспособности, увеличению рыночной стоимости организации.

Оптимальная структура капитала подразумевает сочетание собственного и привлеченного, заемного капитала, которое обеспечивает максимум рыночной оценки всего капитала. Поиск такого соотношения – это проблема, решаемая в данном направлении.

В современной финансовой теории капитал рассматривается, с одной стороны, как источник финансирования компании, а с другой – как совокупность финансовых активов. При этом исследование вопроса о влиянии структуры источников на увеличение рыночной стоимости страховой организации, реализуемое в рамках теории структуры капитала, рассматривается изолированно.

Очевидна потребность в формировании нового механизма управления финансовыми ресурсами страхового рынка на микроэкономическом уровне, ориентированного на рост и эффективное использование капитала страховых организаций при обеспечении их финансовой устойчивости и допустимого уровня финансовых рисков. Содержательный анализ имеющегося теоретического задела в названной предметной области свидетельствует об отсутствии адекватного концептуального и прикладного обеспечения процессов развития и эффективного использования финансового потенциала.

В этих условиях является актуальной разработка оптимальной структуры капитала страховой организации на основе непротиворечивого инструментария и с учетом факторов, ранее не рассматривавшихся в исследовательском арсенале. Страховые организации в силу специфики своей деятельности, направленной на принятие на страхование определенных видов рисков, аккумулируют огромные страховые ресурсы, которые могут инвестироваться в экономику страны.

Страховые организации являются юридическими лицами, осуществляющими страховую деятельность в соответствии с действующим законодательством. Они могут создаваться в форме как коммерческих, так и некоммерческих организаций. Данное исследование включает анализ деятельности коммерческих страховых организаций, занимающихся рисковыми видами страхования.

Отраслевыми факторами, влияющими на особенность организации финансов страховых организаций, является то, что основным источником финансовых ресурсов действующей страховой организации выступают привлеченные средства. При создании страховых организаций основным источником финансовых ресурсов является уставный капитал. В процессе функционирования страховой организации источниками выступают доходы от страховой, инвестиционной деятельности и прочие доходы.

К привлеченным средствам относится совокупная стоимость реализованных на рынке страховых продуктов – объем страховых премий по заключенным и действующим договорам страхования, который принимает форму страхового фонда. Наряду с этими источниками финансовых ресурсов также выступают:

- выручка от реализации вышедшего имущества;
- устойчивые пассивы;
- различные целевые поступления (рис. 1).

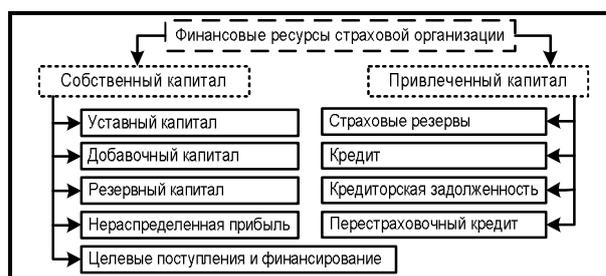


Рис. 1. Финансовые ресурсы страховой организации

Под финансовыми ресурсами страховой организации в данной работе понимается совокупность аккумулируемых ею собственных, привлеченных и заемных денежных средств и их эквивалентов в форме целевых денежных фондов, предназначенных для обеспечения страховой деятельности в предстоящем периоде.

Пополнение финансовых ресурсов страховой организации осуществляется за счет проведения страховых операций, то есть путем аккумулирования страховой премии, причем сбор взносов со всех участников страхового фонда сопровождается исполнением обязательств страховщика по страховым выплатам лишь некоторым из них.

К отраслевым факторам, влияющим на формирование финансовых ресурсов страховых организаций, относятся тарифная политика, включая методику расчета страховой премии; уровень и динамику страховых выплат.

Анализ динамики объемов страховой премии за период 2001-2007 гг., который показывает, что по отрасли объем собранной страховой премии увеличился более чем в три раза (табл. 1).

Таблица 1

КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РЫНКА СТРАХОВАНИЯ, 2001-2007 г.¹

Год	Страховые премии, млрд. руб.	Темп роста, %	Страховые выплаты, млрд. руб.	Темп роста, %	Коэффициент выплат
2001	276,6	-	171,8	-	62,1
2002	300,4	108,6	231,6	134,8	77,1
2003	432,5	143,9	284,5	122,8	65,8
2004	471,6	109,0	291,7	102,5	61,9
2005	494,7	104,9	277,8	95,2	56,1
2006	610,6	123,4	352,8	127,0	57,8
2007	763,6	125,1	473,8	134,3	62,0

Инвестиционная деятельность страховых организаций, второй после страховых операций источник доходов, пока не получила должного развития. Одним из каналов перераспределения финансовых ресурсов страховых организаций является перестраховочная защита.

Исследование капитала, его сущности и основных экономических категорий, находящихся с ним в системном взаимоотношении, должно опираться на базовое понятие капитала. К настоящему времени такое многогранное явление, как капитал, породило множество не противоречащих друг другу определений его, нацеленных на описание основных свойств и сущности капитала.

С позиций финансового менеджмента капитал предприятия характеризует общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование его активов.

Финансовые ресурсы являются не только важнейшим условием выхода на рынок страховщика, но и устойчивого и успешного продолжения его деятельности, что реально при условии нормального соотношения собственного, привлеченного и заемного капиталов.

В работе определено, что капитал является наиболее используемой в финансовом управлении экономической категорией. Учитывая, что капитал организации характеризуется многообразием видов, в работе проведена его систематизация по следующим категориям:

- по принадлежности организации выделяют собственный и заемный капитал;
- по формам инвестирования различают капитал в денежной, материальной и нематериальной формах, используемый для формирования уставного капитала организации;
- по объекту инвестирования выделяют основной и оборотный виды капитала организации;
- по организационно-правовым формам деятельности выделяют следующие виды капитала:
 - акционерный капитал (капитал организаций, созданных в форме акционерных обществ);

- паевой капитал (капитал партнерских организаций, обществ с ограниченной ответственностью, командитных и т.д.);
- индивидуальный капитал (капитал индивидуальных организаций, семейных и т.д.);
- по характеру использования собственником выделяют потребляемый и накапливаемый (реинвестируемый) виды капитала.

Приведенная классификация, отражая многообразие видов капитала, используемых в научной терминологии и практике финансового менеджмента, дает возможность условий проведения анализа основных принципов и методов формирования оптимальной структуры капитала страховой организации.

Основой кругооборота капитала организации выступает кругооборот ее финансовых ресурсов. При этом кругооборот финансовых ресурсов, в отличие от кругооборота капитала, включает не три стадии, а четыре.

На 1-й стадии кругооборота финансовые ресурсы превращаются в денежный капитал, т.е. происходит трансформация финансовых ресурсов в капитал через соответствующие источники финансирования.

На 2-й стадии кругооборота финансовых ресурсов происходит их распределение по двум направлениям:

- на возмещение израсходованных в предыдущем производственном цикле факторов производства;
- на расширение производства (накопление).

На 3-й стадии кругооборота финансовых ресурсов, которая по времени совпадает со второй стадией кругооборота капитала, они частично трансформируются в материально-производительную форму (в форму основных и оборотных фондов).

На 4-й стадии кругооборота финансовых ресурсов реализуется стоимостный эквивалент произведенной продукции (работ, услуг), когда организация получает внешний денежный поток в виде выручки от продаж (обмен) и происходит приращение финансовых ресурсов организации.

Кругооборот финансовых ресурсов организации может выходить за пределы кругооборота ее капитала, когда временно свободные денежные средства поступают на финансовый рынок или предоставляются в форме коммерческого кредита другим экономическим субъектам.

Кроме того, следует отметить, что если финансовые ресурсы промышленных предприятий принимают последовательно денежную и товарную форму, то финансовые ресурсы страховых организаций всегда имеют только денежную форму.

Оптимизация структуры капитала является одной из наиболее важных и сложных задач, решаемых в процессе финансового управления организацией.

Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости организации, т.е. максимизируется ее рыночная стоимость.

Процесс оптимизации структуры капитала организации осуществляется по следующим этапам.

- Этап 1. Анализ капитала страховой организации. Основной целью этого анализа является выявление тенденций динамики объема и состава капитала в предплановом периоде и их влияния на финансовую устойчивость и эффективность использования капитала.
 - На 1-й стадии данного этапа анализа рассматривается динамика общего объема и основных составных эле-

¹ По данным Федеральной службы страхового надзора.

ментов капитала в сопоставлении с динамикой объема производства и реализации продукции; определяется соотношение собственного и заемного капитала и его тенденции; в составе заемного капитала изучается соотношение долго- и краткосрочных финансовых обязательств; определяется размер просроченных финансовых обязательств и выясняются причины просрочки.

- На 2-й стадии анализа рассматривается система коэффициентов финансовой устойчивости предприятия, определяемая структурой его капитала. В процессе проведения такого анализа рассчитываются и изучаются в динамике следующие коэффициенты:
 - ◆ коэффициент автономии, позволяющий определить, в какой степени используемые предприятием активы сформированы за счет собственного капитала;
 - ◆ коэффициент финансового левериджа (коэффициент финансирования), устанавливающий, какая сумма заемных средств привлечена предприятием на единицу собственного капитала;
 - ◆ коэффициент долгосрочной финансовой независимости, позволяющий выявить финансовый потенциал предстоящего развития предприятия;
 - ◆ коэффициент соотношения долго- и краткосрочной задолженности, характеризующей политику финансирования активов предприятия за счет заемных средств.
- На 3-й стадии первого этапа анализа оценивается эффективность использования капитала в целом и отдельных его элементов. В процессе проведения такого анализа рассчитываются и рассматриваются в динамике следующие основные показатели:
 - ◆ период оборота капитала;
 - ◆ коэффициент рентабельности всего используемого капитала;
 - ◆ коэффициент рентабельности собственного капитала;
 - ◆ капиталоемкость реализации продукции.
- Этап 2 – оценка основных факторов, определяющих формирование структуры эффективного капитала. Практика показывает, что не существует единых рецептов соотношения собственного и заемного капитала не только для однотипных предприятий, но даже и для одного предприятия на разных стадиях его развития и при различной конъюнктуре товарного и финансового рынков.
- Этап 3 – оптимизация структуры капитала по критерию максимизации уровня финансовой рентабельности. Для проведения таких оптимизационных расчетов используется механизм финансового левериджа.
- Этап 4 – оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его стоимости, основанная на предварительной оценке стоимости собственного и заемного капитала при разных условиях его привлечения и осуществлении многовариантных расчетов средневзвешенной стоимости капитала.
- Этап 5 – формирование показателя целевой структуры капитала. Предельные границы максимально рентабельной и минимально рискованной структуры капитала позволяют определить поле выбора конкретных его значений на плановый период. В процессе этого выбора учитываются ранее рассмотренные факторы, характеризующие индивидуальные особенности деятельности данного предприятия. Окончательное решение, принимаемое по этому вопросу, позволяет сформировать на предстоящий период показатель целевой структуры капитала, в соответствии с которым будет осуществляться последующее его формирование на предприятии путем привлечения финансовых средств из соответствующих источников.

Особенности формирования капитала страховой организации не позволяют оптимизировать его структуру с помощью имеющегося инструментария. Это обусловлено следующими моментами:

- во-первых, в структуре капитала страховой организации преобладают страховые резервы, формирование и раз-

мещение страховых резервов регламентируется нормативными актами;

- во-вторых, требования к размеру и форме собственного капитала существенно отличаются от аналогичных требований хозяйствующего субъекта;
- в-третьих, у страховой компании зачастую отсутствует заемный капитал (банковские кредиты) или занимает небольшой удельный вес в валюте баланса;
- в-четвертых, в разделе «Обязательства» имеют место специфические для страхования статьи: депо премий по рискам, переданным в перестрахование, и кредиторская задолженность по операциям страхования, сострахования, перестрахования, которые требуют иных подходов к управлению.

Сказанное позволяет сделать вывод, что принципы формирования капитала хозяйствующего субъекта и его использования, изложенные в литературе по финансовому менеджменту, мало применимы к формированию капитала страховой организации.

По этим же причинам оптимизация структуры капитала страховой организации по критериям максимизации уровня финансовой рентабельности с помощью эффекта финансового левериджа, минимизации его стоимости и уровня финансовых рисков не может быть осуществлена.

Особенности управления активами страховой организации обусловлены тем, что и структура активов страховой организации принципиально отличается от аналогичной структуры активов хозяйствующего субъекта. В составе инвестиций, которые преобладают в активах страховой организации, имеются такие специфические для страхования статьи, как ссуды по страхованию жизни, депо премий по рискам, принятым в перестрахование, доля перестраховщиков в страховых резервах. Кроме того, правилами размещения страховых резервов [3] предусмотрены такие дополнительные требования к активам страховых организаций:

- активы, принимаемые в покрытие страховых резервов, не могут служить предметом залога или источником уплаты кредиторам денежных сумм по обязательствам гаранта (поручителя);
- в покрытие страховых резервов принимаются вклады (депозиты) тех банков, которые имеют лицензию (разрешение) на осуществление банковских операций, выданную соответствующим уполномоченным органом;
- в покрытие страховых резервов не принимаются акции, вклады и доли в складочном или уставном капитале страховщиков, а также активы, приобретенные страховщиком за счет средств, полученных по договорам займа и кредитным договорам, и т.д.

Следовательно, разработанный инструментарий управления активами для хозяйствующего субъекта в полной мере не может быть использован страховой организацией.

При этом имеют место и особенности в управлении инвестиционной деятельностью страховой организации. Финансовые ресурсы страховой компании постоянно находятся в движении и во временном аспекте представляют собой денежные потоки страховой организации.

Кругооборот денежных средств страховой компании представляет собой взаимодействие нескольких относительно самостоятельных денежных потоков:

- аккумулирование страховых премий и последующее их распределение среди страхователей в форме страховых выплат;
- формирование и использование собственного капитала в качестве инвестиционного источника и источника финансирования текущей деятельности;
- инвестирование временно свободных средств страховых резервов и получение инвестиционного дохода.

Аккумуляция значительного объема денежных средств в страховом бизнесе и возможность их использования для получения дохода являются предпосылками того, что страховые организации являются важнейшим инвестиционным институтом. Значимость инвестиционной деятельности страховых организаций обуславливает необходимость регулирования и управления вложений страховых организаций как на макроуровне, так и внутри организаций. Поэтому для формирования сбалансированного страхового портфеля страховой организации недостаточно руководствоваться общими положениями осуществления инвестиционной деятельности, необходимо строго соблюдать принципы и рекомендуемые структурные соотношения активов и обязательств, установленные законодательством.

В результате можно сделать выводы о том, что проблемы управления финансами страховых организаций предопределены следующими посылками:

- отсутствием единообразия при формировании теоретических основ функционирования финансов страховых организаций, а именно, понятийного аппарата и методического инструментария;
- отсутствием системного подхода при рассмотрении вопросов, связанных с методическим обоснованием способов управления финансами страховых организаций;
- сложностью адаптации существующего инструментария финансового управления к управлению финансами страховой организации, что обусловлено их спецификой;
- необходимостью разработки новых подходов к организации и совершенствованию системы управления финансами страховых компаний;
- повышением требований к конкурентоспособности страховых организаций, обусловленных реалиями современного страхового рынка.

Обычно теоретические расчеты подразумевают идеальный страховой портфель, в котором все риски имеют одинаковую вероятность, на практике формировать такой портфель не всегда возможно. С учетом этого органы страхового надзора в рамках регулирования финансовой устойчивости страховой организации устанавливают требования к соотношению величины собственных и привлеченных средств. Данное соотношение устанавливается на основе страхового и финансового леверидж.

Существует точка зрения, что финансовый леверидж – отношение заемного капитала к собственному капиталу [4]. Автором [11] под финансовым левериджем понимается потенциальная способность влиять на прибыль предприятия путем изменения объема и структуры долгосрочных пассивов. К долгосрочным пассивам страховщиков относятся все составляющие собственного капитала, долгосрочные кредиты и займы. На наш взгляд, страховые резервы не могут рассматриваться как долгосрочные пассивы в силу неопределенности в отношении временного периода, на который они формируются. Использование долгосрочных кредитов и займов крайне нетипично для страхования в силу высокой неопределенности по поводу величины финансового результата страховщиков и более низкой по сравнению с другими отраслями рентабельности страховой деятельности. С учетом наличия только одного источника долгосрочных пассивов понятие «финансовый леверидж» применительно к страхованию должно обладать определенными отличиями от вышеприведенных определений.

Особенности страхования как отрасли экономики в свою очередь предопределяют специфику в организации финансов страховых организаций:

- как и у любых организаций отраслей нематериального производства, у страховых компаний в процессе кругооборота финансовых ресурсов отсутствует стадия производства, а финансовые ресурсы на протяжении всего кругооборота имеют только денежную форму;
- основным источником финансовых ресурсов страховых компаний являются страховой фонд, уставный капитал, а также доходы от инвестиций и средства, полученные в результате реализации права на суброгацию;
- страховой взнос играет роль цены страхового продукта;
- основными направлениями использования финансовых ресурсов являются выплата страхового возмещения страхователям в связи с наступлением страховых случаев и инвестиции;
- страхование выступает также как «одна из форм финансового посредничества, в процессе которого средства, полученные от держателей страховых полисов, инвестируются в финансовые или другие активы» [9];
- инвестиционная деятельность страховых компаний основана на принципах диверсификации, возвратности, прибыльности и ликвидности [1];
- для обеспечения своей платежеспособности страховые компании обязаны соблюдать определенные соотношения между находящимися в их распоряжении активами и взятыми на себя обязательствами, что обуславливает существование механизма перестрахования;
- финансовый контроль над деятельностью страховых компаний и управление финансами в сфере страхования на макроуровне осуществляется Министерством финансов РФ [2].

Основной проблемой, возникающей при определении оптимальной структуры капитала, является необходимость учета большого числа факторов, которые могут воздействовать на оптимальность такой структуры.

В условиях функционирования российского финансового рынка наиболее приемлемой является компромиссная концепция структуры капитала. Согласно компромиссной концепции управления структурой капитала, возрастание доли заемных средств, являющихся более дешевыми по сравнению с собственными, в общем объеме капитала организации способствует достижению более высокой рентабельности собственного капитала. В то же время более высокая рентабельность «компенсируется» потерей организацией финансовой устойчивости, так как с увеличением доли заемных средств в структуре пассивов платежеспособность организации существенно снижается и возникает проблема погашения долгов перед кредитными организациями и контрагентами. Высокий финансовый рычаг оказывает двоякое влияние на финансовое состояние организации – увеличивает рентабельность собственного капитала и снижает финансовую устойчивость.

Если фирме требуется внешнее финансирование, то фирме следует выбирать источники финансирования, обладающие наименьшей стоимостью, и которым присущ наименьший риск. При этом выбор способа финансирования необходимо осуществлять на основании усовершенствованной модели ММ, т.е. выбирать способ максимизирующий стоимость компании.

Следовательно, существует экономическая граница привлечения заемного капитала, при достижении которой его цена возрастает до такой степени, что поглощает эффект, достигаемый налоговым преимуществом его использования. Цена заемного капитала организации и его средневзвешенная цена становится равной цене собственного капитала. Превысив этот уровень цены заемного капитала, организация теряет экономические стимулы к его привлечению.

Поскольку стоимость компании зависит от ставки совокупных затрат на капитал **WACC**, задача страховой

компании – построить политику финансирования долгосрочного развития компании так, чтобы вывести соотношение заемного и собственного капитала в зону оптимальности. Это предполагает, что:

- во-первых, следует определить данную зону;
- во-вторых, подбирая финансовые инструменты, удерживать пропорцию источников финансирования в границах оптимального коридора, учитывая влияние меняющейся среды.

Таким образом, анализ финансового рычага с позиций финансовых измерений может привести к выводу, что далеко не при всех его значениях достигается цель роста стоимости компании. Задача управления компанией, нацеленного на рост ее стоимости, применительно к политике финансирования становится задачей выведения компании в зону оптимальных значений структуры капитала [7].

Установление границ и пороговых значений собственного и привлеченного капитала страховой организации, предложенный в данной работе, включает правила анализа структуры капитала, отличающие финансовый подход к соотношению заемного и собственного капиталов, от бухгалтерского подхода (рис. 2).

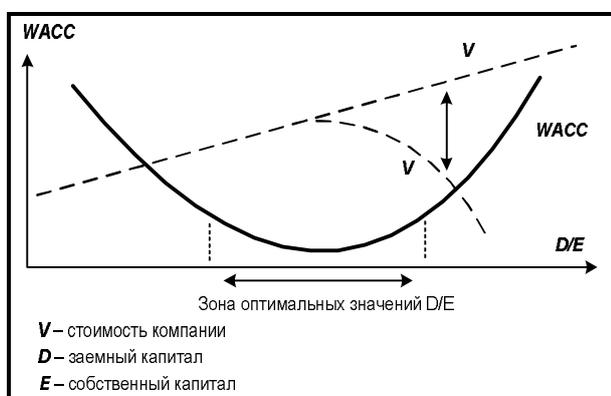


Рис. 2. Оптимальная структура капитала

Для рационального выстраивания политики финансирования определены не только границы, в которых осуществляется количественная характеристика структуры капитала, но и выявлена зона оптимальных значений структуры капитала конкретной компании. Поиск такой зоны связан с двумя разными, но применяемыми одновременно подходами: качественным и количественным анализом оптимальной структуры капитала. Качественная оценка структуры капитала конкретной компании включает анализ и выделение макро- и микрофакторов, которые учитываются при выработке политики финансирования. Этот вид анализа в исследовании дополнен количественными оценками – финансовыми моделями, позволяющими установить расчетное оптимальное соотношение заемного и собственного капиталов для страховой компании.

Финансовая модель влияния структуры капитала на оценку стоимости страховых компаний включает количественный анализ не только баланса всего собственного капитала $СК$, но и баланса его составных частей в денежной $СК_{дф}$ и неденежной $СК_{ндф}$ формах:

$$СК = СК_{дф} + СК_{ндф}$$

С другой стороны в составе всех денежных средств $И_{дф}$ можно выделить ту часть, которая является собственностью организации $СК_{дф}$, и ту часть, которая ей не принадлежит $ЗК_{дф}$:

$$И_{дф} = СК_{дф} + ЗК_{дф}$$

Отсюда следует двойственная природа собственных денежных средств $СК_{дф}$ – принадлежать одновременно и к активам в денежной форме $И_{дф}$, и к собственно-му капиталу $СК$.

Величина капитала, или всех денежных средств, может быть установлена из бухгалтерского баланса:

$$СК_{дф} < И_{дф} - ЗКВ_{дф};$$

$$СК_{ндф} < И_{ндф} - ЗКВ_{ндф},$$

где $ЗКВ$ – заемный внешний капитал, включающий заемные внешние средства и кредиты банков, привлеченные средства, авансы, доходы будущих периодов, целевое финансирование, кредитование, кредиторскую задолженность, но только в части обязательств перед страхователями и прочие пассивы.

На основании приведенных неравенств определяют границы для каждой из составных частей капитала:

$$СК - И_{ндф} + ЗКВ_{ндф} < СК_{дф} < И_{дф} - ЗКЗ_{дф} + И_{ндф} - ЗКВ_{ндф} > СК_{ндф} > СК - И_{дф} + ЗКВ_{дф}$$

После установления границ, согласно финансовой модели, выявлены причины изменения составных частей капитала и проведен расчет средневзвешенной стоимости капитала при различной его структуре.

В настоящей работе расчет стоимости страховой организации выполнен на основе доходного подхода с использованием метода дисконтирования наличного потока.

Основным показателем в доходном подходе является чистый денежный поток, который рассчитывается как разница между притоком и оттоком денежных средств за определенное время.

На первом этапе определены следующие виды денежных потоков от:

- основной деятельности;
- инвестиционной деятельности;
- финансовой деятельности.

Затем на основе полученных показателей определен совокупный денежный поток. Для расчетов используются показатели отчета о прибылях и убытках и бухгалтерского баланса (табл. 2).

Совокупный денежный поток анализируемой страховой организации, рассчитанный по предлагаемой методике, в отчетном периоде составил отрицательную величину (4 725 648 тыс. руб.). Подобный результат не является исключением как для российских финансовых институтов, так и для страховых организаций. В таком случае строить прогнозы и оценивать страховую организацию только на основе анализа бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках довольно затруднительно.

На базе рассчитанных данных по дисконтированному денежному потоку за прогнозный период получена величина текущей стоимости денежных потоков, равная -12 579 583 тыс. руб.

Процесс оптимизации структуры капитала по критерию максимизации его стоимости основан на предварительной оценке стоимости собственного и заемного капитала при разных условиях его привлечения и осуществления многовариантных расчетов средневзвешенной стоимости капитала.

Для осуществления страховой деятельности на первоначальном этапе страховой компании необходимо сформировать активы (а соответственно, привлечь необходимый капитал) в сумме 60 млн. руб. и удовлетворять требованиям, при которых уставный капитал превышает законодательно установленный минимум. Расчеты средневзвешенной стоимости капитала при различных значениях структуры капитала приведены в табл. 3.

Таблица 2

ОПРЕДЕЛЕНИЕ СОВОКУПНОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

Тыс. руб.

Математические действия	Составляющая денежного потока	2007 г.
+	Премии по рискам, принятым в страховании и перестрахование	595 190
+	Комиссионные вознаграждения полученные	-
+	Возмещение доли убытков перестраховщиками	-
+	Доходы от инвестиций, включая доходы от переоценки	42 353
+	Прочие доходы (стр. 184 +212 + 230)	74 220
-	Премии по рискам, переданным в перестрахование (стр. 082)	4 116 697
-	Выплаты страховых возмещений (стр 030 + 110)	995 033
-	Комиссионные и агентские вознаграждения уплаченные (стр. 160)	102 184
-	Расходы по инвестициям, включая расходы от переоценки (стр. 060 + 190)	2 091
-	Операционные расходы, включая фонд оплаты труда (ФОТ), налоги на ФОТ, обязательные отчисления во внебюджетные фонды, арендные платежи, расходы на рекламу и т.п. (стр. 200 + 220 + 240)	164 181
-	Налог на прибыль и другие обязательные платежи (кроме налогов на ФОТ и обязательных отчислений во внебюджетные фонды) (стр. 260)	60 526
-	Прочие расходы (стр. 192 + 222)	6 715
+(-)	Уменьшение (прирост) долгосрочной задолженности	181
+(-)	Уменьшение (прирост) собственного оборотного капитала Δ(стр. 210 + 220)	-13 051
+(-)	Уменьшение (прирост) инвестиций в основные средства (стр. 370, разность на начало и конец года)	-6 752
=	Денежный поток	-4 725 648

Таблица 3

РАСЧЕТ СРЕДНЕВЗВЕШЕННОЙ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА ПРИ РАЗЛИЧНОЙ ЕГО СТРУКТУРЕ

Млн. руб.

Показатель	Варианты расчетов							
	1	2	3	4	5	6	7	8
1. Общая потребность в капитале	60	60	60	60	60	60	60	60
2. Варианты структуры капитала, %:	25	30	40	50	60	70	80	100
а) собственный (акционерный) капитал;	75	70	60	50	40	30	20	-
б) заемный капитал (кредит)								
3. Уровень предполагаемых дивидендных выплат, %	7,0	7,2	7,5	8,0	8,5	9,0	9,5	10,0
4. Уровень ставки процента за кредит с учетом премии за риск, %	12	11,5	11,0	10,5	10,0	9,5	9,0	-
5. Ставка налога на прибыль, в десятичной дроби	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24

Показатель	Варианты расчетов							
	1	2	3	4	5	6	7	8
6. Налоговый корректор (1 – гр. 5)	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
7. Уровень ставки процента за кредит с учетом налогового корректора (гр. 4 * гр. 6)	9,12	8,74	8,36	7,98	7,6	7,22	6,84	-
8. Стоимость составных частей капитала, %:	1,8	2,2	3,0	4,0	5,1	6,3	7,6	10,0
а) собственная часть капитала (гр. 2а * гр. 3 / 100);	6,84	6,12	5,02	3,99	3,04	2,17	1,37	-
б) заемная часть капитала (гр. 2б * гр. 7 / 100)								
9. Средневзвешенная стоимость капитала, % (гр. 8а + гр. 8б)	8,64	8,32	8,02	7,99	8,14	8,47	8,97	10,0

Таблица 4

РАСЧЕТ ГУДВИЛЛА СТРАХОВОЙ ОРГАНИЗАЦИИ ООО «&&&»

Тыс. руб.

Показатели	Отчетный период – 2005 г.
1. Стоимость чистых активов	971 114
2. Прибыль (фактическая)	122 529
3. Рентабельность чистых активов, % (по аналогам)	4,0
4. Прибыль (прогнозируемая) (п. 1 * п. 3 / 100)	38 844,56
5. Избыточная прибыль (п. 2 – п. 4)	83 684,44
6. Ставка капитализации избыточной прибыли, %	30,0
7. Стоимость избыточной прибыли (гудвилл) (п.5 / п.6 * 100)	278 948,13

Таблица 5

ПРОГНОЗ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА ООО «&&&»

Тыс. руб.

Показатели	Отчетный	Прогнозные периоды				
	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
1. Денежный поток	4725648	4489365	4264897	-4051652	-3849070	-3656616
2. Ставка дисконта	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
3. Коэффициент дисконта	0,797	0,635	0,506	0,403	0,321	0,256
4. Дисконтированный денежный поток (п. 1 * п. 3)	-3766341	-2850746	-2155037	-1632815	-1235551	-936093
5. Текущая стоимость денежных потоков (Σстр. 4)	-	-	-	-	-	-12579583
6. Остаточная стоимость бизнеса	-	-	-	-	-	-1008135
7. Гудвилл	-	-	-	-	-	278948,13
8. Стоимость бизнеса (п. 5 + п. 6 + п. 7)	-	-	-	-	-	-13308770

Как видно из приведенных данных, минимально средневзвешенная стоимость капитала достигается при соотношении собственного и заемного капитала в пропорции 40% / 60%. Такая структура капитала позволяет максимизировать рыночную стоимость страховой компании при прочих равных условиях.

Расчет стоимости страховой компании в соответствии с моделью Гордона проводится по формуле:

$$V(\text{term}) = CF(t + 1) / (K - g),$$

где

$V(\text{term})$ – стоимость в постпрогнозный период;

$CF(t + 1)$ – денежный поток доходов за первый год постпрогнозного (остаточного) периода;

K – ставка дисконта;

g – долгосрочный темпы роста денежного потока.

В данном исследовании этот расчет принимает следующую вид: **(-656 616 тыс. руб. * 5,511%) / (25,5% – 5,511%)**. Таким образом, стоимость страховой организации – ООО «&&&» составляет -1 008 135 тыс. руб. Расчет размера гудвилла для данной страховой организации приведен в табл. 4 и составляет 278 948,13 тыс. руб. Стоимость страхового бизнеса анализируемой организации, определенного методом дисконтированного денежного потока, – -13 308 770 тыс. руб. (см. табл. 5).

Таким образом, в работе предложено рассматривать рыночную стоимость страховой организации с двух взаимосвязанных позиций:

- соблюдения оптимальной структуры капитала организации;
- минимизации финансовых рисков при заданной структуре капитала.

Литература

1. Об организации страхового дела в РФ [Электронный ресурс] : закон РФ от 27 нояб. 1992 г. №4015-1 : с изм. и доп. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. Положение о Министерстве финансов РФ [Электронный ресурс] : утв. постановлением Правительства РФ от 6 марта 1998 г. №273 : с изм. и доп. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
3. Об утверждении правил размещения страховщиками средств страховых взносов [Электронный ресурс] : приказ М-ва финансов РФ от 8 авг. 2005 г. №100н. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
4. Большой экономический словарь [Текст] / под ред. А.Н. Азрилияна. – 4-е изд. – М. : Ин-т новой экономики, 1999., с. 299.
5. Бригхэм Е.Ф., Эрхард М.С. Финансовый менеджмент [Текст] / Е.Ф. Бригхэм, М.С. Эрхард. – 10-е изд. – СПб. : Питер, 2005. – 960 с.
6. Дыбаль С.В. Финансовый анализ. Теория и практика [Текст] / С.В. Дыбаль. – СПб. : Бизнес-пресс, 2005.
7. Ивашковская И.В., Солнцева М.С. Структура капитала российских компаний: тестирование концепций компромисса и порядка источников финансирования [Текст] / И.В. Ивашковская, М.С. Солнцева // Корпоративные финансы. – 2007. – №2. – С. 17-31.
8. Коупленд Т. Стоимость компаний [Текст] / Т. Коупленд, Т. Колер, Д. Мулин. – М. : Олимп-бизнес, 2004.
9. Симонова М. Макроэкономический подход к страховой деятельности [Текст] / М. Симонова // Страховое дело. – 2001. – №5. – С. 10-11.
10. Томпсон А.А., Стрикленд А.Дж. Стратегический менеджмент. Искусство разработки и реализации стратегии [Текст] / А.А. Томпсон, А. Дж. Стрикленд ; пер. с англ. ; под ред. Зайцева Л.Г., Соколовой М.М. – М. : ЮНИТИ, 1998. – 576 с.
11. Финансово-кредитный энциклопедический словарь [Текст] / под общ. ред. проф. А.Г. Грязновой. – М. : Финансы и статистика, 2004. – С. 1116.
12. Хэмптон Д.Д. Финансовое управление в страховых компаниях [Текст] / Д.Д. Хэмптон. – М. : Анкил, 1995.
13. Шахов В.В., Ахвледиани Ю.Т. Страхование [Текст] : учеб. для вузов / В.В. Шахов, Ю.Т. Ахвледиани. – 3-е изд. – М. : ЮНИТИ, 2009. – 511 с.

Ключевые слова

Финансовый менеджмент; страхование; деятельность страховой компании; оптимизация структуры капитала; оценка бизнеса.

Диденко Валентина Юрьевна

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность вопросов, рассмотренных в статье, подтверждается тем несомненным фактом, что рыночная система хозяйствования базируется на экономических отношениях, связанных с рисками, которые могут взять на себя финансово обеспеченные страховые организации. Эта работа является весьма своевременной в рамках финансового кризиса в мировых экономических отношениях.

Автор в логической последовательности излагает вопросы, характеризующие сущность капитала страховой организации, многообразие видов, его структуру, факторы, влияющие на формирование структуры капитала. Далее автор удачно переходит к рассмотрению финансовых проблем формирования оптимальной структуры капитала страховой организации. Оптимизация структуры капитала особенно важна для страховой компании, так как она должна отвечать, с одной стороны, требованиям нормативных актов, а с другой – отвечать критериям финансовой устойчивости, платежеспособности, увеличению рыночной стоимости организации.

Аргументировано, что принципы формирования капитала хозяйствующего субъекта и его использования, изложенные в литературе по финансовому менеджменту, мало применимы к формированию капитала страховой организации. По этим же причинам оптимизация структуры капитала страховой организации по критериям максимизации уровня экономической рентабельности с помощью эффекта финансового левириджа, минимизации его стоимости и уровня финансовых рисков не может быть осуществлена.

Подробно рассматриваются особенности страхования как отрасли экономики, которые в свою очередь определяют специфику в организации финансов страховых организаций.

В работе системно рассмотрена компромиссная концепция структуры капитала, суть которой состоит в том, что структура капитала формируется под воздействием ряда условий, определяющих соотношение уровня доходности и риска использования капитала организации.

Автор удачно акцентировал внимание на том, что высокий финансовый рычаг оказывает двойное влияние на финансовое состояние организации - увеличивает рентабельность собственного капитала и одновременно снижает финансовую устойчивость.

Наряду с отмеченными положительными сторонами работы следует обратить внимание на недостаточное освещение в работе факторов, влияющих на формирование финансовых ресурсов страховой организации. Однако данное замечание не снижает теоретико-методологической и практической ценности положений, приведенных в рассматриваемой работе.

Нельзя не согласиться с представленными в работе положениями, характеризующими условия оптимизации структуры капитала и ее влияния на рыночную стоимость страховой организации в условиях рискованной ситуации. В настоящее время отсутствуют работы по рассмотренному направлению в целом в том изложении, которое приводит автор.

Статья Диденко В.Ю. на тему «Оптимизация структуры капитала и ее влияние на рыночную стоимость страховой организации» рекомендуется к открытой печати.

Давтян М.А., д.э.н., профессор факультета «Финансы и страхование» образовательного учреждения профсоюзов Академии труда и социальных отношений

3.8. CAPITAL STRUCTURE OPTIMIZATION AND ITS INFLUENCE THE MARKET PRICE OF INSURANCE COMPANY

V.U. Didenko, Post-graduate Student, the Teacher of
Chair «Finance and the Credit»

*All-Russia State Tax Academy of the Ministry of
Finance of the Russian Federation*

In crisis' frames there are the processes of merges and acquisition on insurance market which brings to capital concentration of insurance companies and creating of the competitive reference. Therefore necessity of methodical approaches application is appeared. Those methodical approaches are dedicated to estimate real price of acquired assets and to search financial resources and capital optimization.

Lterature

1. E.F. Brigham, M.S. Ehrhardt. Financial management. 10th edition. SPb.: «Piter», 2005. – 960 p.
2. S.V. Dybal. Financial analysis. Theory and Practice. SPb.: «Business-press», 2005. – 210 p.
3. T. Koller, J. Murrin, T. Copeland. Value of companies. – M.: «Olimp-Business», 2004.
4. A.A. Thompson, A.J. Strickland Strategical management. Concepts & cases. M.: «UNITI» 1998.-576 p.
5. D.D. Hampton. Financial management in insurance companies. M.: «Ankil» 1995. –198 p.
6. V.V. Shahov, U.T. Ahvlediany. Insurance. M.: «UNITI», 2009. – 511 p.

Keywords

Financial management; insurance; insurance company's activity; capital structure optimization; business estimation.