

Казахский Экономический университет им.Т.Рыскулова

УДК 330.147

На правах рукописи

ДЖОНДЕЛЬБАЕВА АЙГУЛЬ СЕЙТЖАНОВНА

**Повышение инвестиционной привлекательности акционерного
общества: оценка и оптимизация капитала**

6D050900 – Финансы

Диссертация на соискание ученой степени
доктора философии (PhD)

Научные консультанты
д.э.н., профессор Джаксыбекова Г.Н.
д.э.н., профессор Дуброва Т.А.

Республика Казахстан
Алматы, 2014

СОДЕРЖАНИЕ

НОРМАТИВНЫЕ ССЫЛКИ.....	3
ОПРЕДЕЛЕНИЯ	5
ОБОЗНАЧЕНИЯ И СОКРАЩЕНИЯ	7
ВВЕДЕНИЕ.....	9
1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ.....	15
1.1 Инвестиционная привлекательность: понятие и определяющие факторы	15
1.2 Методические подходы к оценке инвестиционной привлекательности акционерного общества.....	25
1.3 Экономическое содержание капитала и его влияние на инвестиционную привлекательность компании	35
Выводы по первому разделу	47
2 ПРАКТИКА УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛОМ ДЛЯ ПОВЫШЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ СТРАХОВЫХ КОМПАНИЙ.....	49
2.1 Тенденции развития и оценка финансового состояния страхового сектора Республики Казахстан	49
2.2 Оценка стоимости и оптимизация структуры капитала акционерных обществ как инструмент повышения инвестиционной привлекательности ...	66
2.3 Анализ существующих моделей риск-менеджмента в отечественных страховых компаниях	76
Выводы по второму разделу	90
3 СТРАТЕГИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ И ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА СТРАХОВОЙ КОМПАНИИ ДЛЯ ПОВЫШЕНИЯ ЕЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ	92
3.1 Критерии оптимизации и пороговые значения собственного и заемного капиталов	92
3.2 Установление границ и пороговых значений собственного и заемного капиталов	97
3.3 Модель управления инвестиционной привлекательностью путем повышения рыночной стоимости акционерных обществ.....	107
Выводы по третьему разделу.....	119
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	121
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	126
ПРИЛОЖЕНИЯ	134

НОРМАТИВНЫЕ ССЫЛКИ

В настоящей диссертации использованы ссылки на следующие нормативно-правовые акты и стандарты:

Послание Президента Республики Казахстан - Лидера нации Нурсултана Назарбаева народу Казахстана «Стратегия «Казахстан-2050»: новый политический курс состоявшегося государства»

Закон Республики Казахстан от 8 января 2003 года № 373-ІІ «Об инвестициях» (с изменениями и дополнениями по состоянию на 12.06.2014 г.)

Постановлением Правительства Республики Казахстан от 13 апреля 2010 года № 301 Программа "Дорожная карта бизнеса 2020"

Закон Республики Казахстан «О бухгалтерском учете и финансовой отчетности» от 28.02.2007 года № 234-ІІІ ЗРК // <http://www.minfin.kz>

Концепция по переходу Республики Казахстан к «зеленой экономике» // www.strategy2050.kz

Указ Президента Республики Казахстан № 958 от 19 марта 2010 года «Об утверждении Государственной программы форсированного индустриально-инновационного развития на 2010-2014 годы»

Постановление Правительства Республики Казахстан № 254 от 14 марта 2011 года Об утверждении Программы "Производительность 2020"

Указ Президента Республики Казахстан № 579 от 4 июня 2013 года Об утверждении Концепции инновационного развития Республики Казахстан до 2020 года

Закон Республики Казахстан О страховой деятельности № 126 от 18 декабря 2000 года

«Об утверждении Требований к осуществлению страховой организацией страховой деятельности, в том числе по взаимоотношениям с участниками страхового рынка, и полномочия страхового агента на осуществление посреднической деятельности на страховом рынке»

Постановление Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций «Об утверждении Требований к осуществлению страховой организацией страховой деятельности, в том числе по взаимоотношениям с участниками страхового рынка, и полномочия страхового агента на осуществление посреднической деятельности на страховом рынке» № 25 от 1 марта 2010 года

Постановление Правления Национального Банка Республики Казахстан «Об утверждении Требований к системе управления рисками и внутреннего контроля страховой группы» № 99 от 24 февраля 2012 года.

Постановление Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций «Об утверждении Правил участия страхователя в инвестициях или прибыли страховой организации» № 134 от 3 сентября 2010 года

Постановление Правления Национального Банка Республики Казахстан «Об утверждении Правил применения мер раннего реагирования и методики определения факторов, влияющих на ухудшение финансового положения

страховой (перестраховочной) организации (страховой группы)» № 233 от 27 августа 2013 года

Постановление Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций «Об утверждении Инструкции о требованиях к порядку проведения внутреннего аудита в страховой (перестраховочной) организации» N 35 от 16 февраля 2004 года

Постановление Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций «Об утверждении Правил расчета коэффициентов, характеризующих убыточность страховой (перестраховочной) организации» № 83 от 25 марта 2006 года

Постановление Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций от «Об утверждении Инструкции об установлении пруденциальных нормативов и иных обязательных к соблюдению норм и лимитов для страховой (перестраховочной) организации и страховой группы, включая минимальные размеры уставного капитала, гарантийного фонда, маржи платежеспособности и сроков представления отчетов о выполнении пруденциальных нормативов» № 131 22 августа 2008 года

Постановление Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций «Об утверждении Правил выдачи разрешения на создание страховой (перестраховочной) организации, а также выдачи лицензии на право осуществления страховой (перестраховочной) деятельности и деятельности страхового брокера» № 122 от 30 апреля 2007 года

Приказ Министра финансов РК от 23 мая 2007 г. №184 «Об утверждении перечня и форм годовой финансовой отчетности для публикации организациями публичного интереса (кроме финансовых инструментов)» // <http://www.minfin.kz>

Международные стандарты финансовой отчетности по состоянию на 1 января 2013 года

Закон Республики Казахстан от 30 ноября 2000 года № 109-III «Об оценочной деятельности в Республике Казахстан» (с изменениями и дополнениями по состоянию на 13.01.2014 г.)

Приказ Министра юстиции РК от 9 декабря 2010 года № 325 «Об утверждении стандартов оценки»

Международные стандарты оценки (International Valuation Standards);

Американские стандарты по оценке бизнеса (Business Valuation Standards of the American Society of Appraisers)

ОПРЕДЕЛЕНИЯ

В настоящей диссертации применяют следующие термины с соответствующими определениями:

Инвестиционная привлекательность акционерного общества – это группа объективных свойств и характеристик акционерного общества, которые определяют вероятность получения приемлемого уровня доходности на вложенный капитал при минимальном риске или получение других выгод от инвестиций в данное общество

Капитал - это величина вложений собственников, изменяющаяся под воздействием фактов хозяйственной деятельности, проявляющаяся в виде разницы между стоимостью активов и обязательств организации, которые находятся в распоряжении организации без ограничения сроков.

Структура капитала – это соотношение источников финансирования деятельности акционерного общества в их общем объеме. Важно с позиции управления капиталом количественно очертить его границы.

Рыночная стоимость - расчетная денежная сумма, по которой данный объект может быть отчужден на основании сделки в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют, располагая всей доступной информацией об объекте оценки, а на цене сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана приобретать;

- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;

- цена сделки представляет собой эквивалент денежного вознаграждения за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было.

Перестрахование - деятельность и связанные с ней отношения, возникающие в связи с передачей перестрахователем всех или части страховых рисков в перестрахование, с одной стороны, и принятием этих рисков перестраховочной организацией, с другой стороны, в соответствии с заключенным между ними договором перестрахования;

Перестраховочная организация (перестраховщик) - юридическое лицо, осуществляющее деятельность по заключению и исполнению договоров перестрахования на основании соответствующей лицензии уполномоченного органа;

Перестрахователь (цедент) - страховая или перестраховочная организация, осуществляющая передачу принятых ею страховых рисков в перестрахование;

Страховые резервы - обязательства страховой (перестраховочной) организации по договорам страхования (перестрахования), оцениваемые на основе актуарных расчетов;

Страховая группа – группа юридических лиц, не являющаяся банковским конгломератом, состоящая из страхового холдинга, страховой

(перестраховочной) организации, а также дочерних организаций страхового холдинга и (или) дочерних организаций страховой (перестраховочной) организации, и (или) организаций, в которых страховой холдинг и (или) его дочерние организации, и (или) страховая (перестраховочная) организация имеют значительное участие в капитале;

Страховая организация – или страховая компания – юридическое лицо, осуществляющее деятельность по заключению и исполнению договоров страхования на основании соответствующей лицензии уполномоченного органа

Страхование – это комплекс отношений по защите законных имущественных интересов физического или юридического лица при наступлении страхового случая или иного события, определенного договором страхования, посредством страховой выплаты, осуществляемой страховой организацией за счет своих активов.

Страховая деятельность - деятельность страховой (перестраховочной) организации, связанная с заключением и исполнением договоров страхования (перестрахования), осуществляемая на основании лицензии уполномоченного органа в соответствии с требованиями законодательства Республики Казахстан, а также деятельность обществ взаимного страхования, связанная с заключением и исполнением договоров страхования, осуществляемая без лицензии в соответствии с законодательным актом Республики Казахстан о взаимном страховании.

Пруденциальные нормативы - нормативы, устанавливаемые уполномоченным органом и обязательные для соблюдения страховыми (перестраховочными) организациями;

ОБОЗНАЧЕНИЯ И СОКРАЩЕНИЯ

- .i - среднее квадратическое отклонение доходов;
- .i 2 – дисперсия доходов;
- .l - среднее квадратическое отклонение расходов.
- .l 2 – дисперсия расходов;
- A(t) - левэридж активов (активы разделенные на собственный капитал)
- C – сумма страховых выплат;
- CAPM - модель ценообразования долгосрочных активов (Capital Asset Pricing Model)
- CAR - уровень достаточности покрытия собственными средствами (Capital Adequacy Ratio)
- DCF – Дисконтированные денежные потоки (discounted cash flow)
- EAV – ожидаемая стоимость активов;
- EAV – ожидаемая стоимость активов;
- ELV – ожидаемая стоимость пассивов;
- ENW – ожидаемая чистая стоимость активов;
- ENWG – ожидаемый прирост чистой стоимости активов.
- f(t) – левэридж пассивов;
- I – доход от инвестиционной деятельности;
- II – убытки от инвестиционной деятельности;
- MT – Монтана (Штат Соединенных Штатов Америки)
- NW – собственный капитал;
- P – сумма страховых премий;
- Solvency II - международные стандарты платежеспособности страховых компаний
- USA – Соединенные Штаты Америки (United States of America)
- V – прирост стоимости инвестиционных активов;
- VI – убытки от потери стоимости инвестиционных активов;
- WACC - средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital)
- X(t) – левэридж пассивов (отношение пассивов к собственному капиталу)
- P1 – экономическая сторона инвестиционной привлекательности акционерного общества, в долях;
- Д – объем дохода за анализируемый период;
- И – объем основных капитальных инвестиций акционерного общества.
- S – показатель инвестиционной привлекательности;
- Н – размер потребительского заказа;
- Ф – ресурсы объекта инвестиций
- ВВП – Валовой внутренний продукт
- ВК – средний размер вознаграждения за кредит, уплачиваемый акционерным обществом, %;
- ДК – дочерняя компания
- ДО – дочернее общество
- ДСК – дочерняя страховая компания

ЗКВ – внешний заёмный капитал, в который включаются внешние заёмные средства и кредиты банков, авансы, привлеченные средства, доходы будущих периодов, кредитование, целевое финансирование, кредиторская задолженность по обязательствам перед страхователями и прочие пассивы

ЗКд – заемный капитал в денежной форме

ЗРК – закон Республики Казахстан

Ид – активы в денежной форме

К – средняя сумма капитала акционерного общества.

КазНТУ – Казахский Национальный Технический Университет

КазЭУ им.Т.Рыскулова – Казахский экономический университет им.Т.Рыскулова

Квфакт – коэффициент валовой рентабельности активов, рассчитываемый как соотношение валового дохода к средней стоимости активов), %;

Кд – собственный капитал в денежной форме

КК и ЗиМС - Казахская Корпорация Здравоохранения и Медицинского Страхования («Интертич»)

Кнд – собственный капитал в неденежной форме

КПН – корпоративный подоходный налог

КСЖ – компания по страхованию жизни

КЭА – Комплексный экономический анализ

НБ РК – Национальный банк Республики Казахстан

О – средняя сумма используемых акционерным обществом обязательств;

РЕПО - Сделка РЕПО (от англ. repurchase agreement, repo) сделка покупки (продажи) ценной бумаги с обязательством обратной продажи (покупки) через определенный срок по заранее определенной цене

СК – страховая компания

СтКПН – ставка корпоративного подоходного налога, в виде десятичной дроби;

ФРС США – Федеральная резервная система Соединенные Штаты Америки

ЭФР – эффект финансового рычага

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Привлечение инвестиций является необходимым условием роста экономики предприятий, страны и благосостояния населения.

В условиях глобализации экономики страховые организации являются крупнейшим источником инвестиционного капитала. Оказывая страховые услуги, страховые организации осуществляют «перелив» средств на рынке капитала, превращают пассивные денежные потоки в потоки активного капитала. В связи с тем, что объем резервов и сроки, на которые размещаются средства, превращают страховые организации в мощнейшие финансово - кредитные институты, то в странах с развитым рынком страхование признано стратегическим сектором экономики.

Обеспечение качественного и устойчивого экономического роста страны приобретает особую важность для отечественной экономики и ее решение не возможно без достаточного привлечения инвестиционных ресурсов в различные сферы экономической жизни и их страховой защиты.

Страховые организации со своим потенциалом, являются одним из важных звеньев финансовой системы любой страны и существенным источником внутренних инвестиций.

Доля страховых премий в ВВП в Казахстане (0,74% в 2013 году) по-прежнему остается в разы ниже не только показателя развитых стран (7 -10%), стран Центральной и Восточной Европы (порядка 3%), но и России и Украины. Страховые премии на душу населения в Казахстане в 2012 году превысили 12,5 тысяч тенге, а в 2013 году составили 14,9 тыс.тенге, что в десятки раз ниже среднего показателя развитых стран, где премии на душу населения измеряется в интервале 2000 - 4000 долларов.

Данные показатели свидетельствуют о том, что страховой рынок Казахстана еще далек от должного уровня развития и возможности страховых организаций остаются пока весьма ограниченными. Поэтому отечественным компаниям недоступны крупные проекты в страховании. Страховые компании не стали значимыми институциональными инвесторами, поскольку их совокупные активы все еще несопоставимы с размером активов банковской и пенсионной системы.

Актуальность исследования обусловлена необходимостью оптимизации и рациональной структуры капитала акционерных компаний на основе их инвестиционной привлекательности различными типами инвесторов.

В настоящее время (на 1.01.2014г.) в Республике Казахстан зарегистрированы 2 825 акционерных обществ, из них 1 199 действующие, в том числе крупные АО – 357, средние - 326, малые – 516. В числе действующих акционерных обществ преобладают АО финансовой и страховой деятельности (286).

Функционирование акционерных обществ в различных отраслях экономики с момента обретения независимости Казахстаном, в том числе и в финансовом секторе, вызвало появление активных денежных потоков между ними, также привело к активизации процесса инвестирования. Появление

нового класса инвесторов, потребовало нового подхода к оценке, прежде всего, инвестиционной привлекательности акционерных обществ. Возникла необходимость в оценке инвестиционной привлекательности в двух направлениях, во-первых, в обосновании важности выпуска долевых финансовых инструментов для формирования собственного капитала, во вторых, в оценке рисков инвесторов при вложении свободных средств в ценные бумаги акционерных обществ. Таким образом, возникла необходимость в качественном исследовании методики оценки инвестиционной привлекательности акционерных обществ. Разработка новых методов оценки инвестиционной привлекательности, отвечающих требованиям всех инвесторов и пользователей управленческой информации должна повысить качество управления и как следствие способствовать дальнейшему развитию экономики.

Президент Казахстана в своем послании народу Казахстана от 7 января 2014 года «Казахстанский путь 2050» поставил перед страной задачу к 2050 году войти в 30 развитых стран мира. Эта задача требует развития новых высокотехнологичных отраслей экономики, и как следствие требует активизации процесса инвестирования. Успех акционерных обществ в этой связи будет во многом зависеть от его способности привлекать и рационально размещать финансовые ресурсы [1].

В условиях неопределенности финансовой среды особо значимым становится вопрос формирования капитала акционерных обществ и оптимизации его структуры. Для того, что бы претворять в жизнь задачи поставленные Концепцией по переходу Республики Казахстан к «зеленой экономике» [2] перехода к экономике новой формации с минимальной нагрузкой на окружающую среду и минимальной деградацией природных ресурсов необходимо совершенствовать политику формирования капитала с учетом целей развития акционерного общества.

Главной целью инвесторов при выборе объекта инвестирования является увеличение рыночной стоимости своих вложений. Таким образом, проблему повышения инвестиционной привлекательности акционерных обществ можно рассматривать с точки зрения современных теорий финансового менеджмента применяя стоимостной подход к управлению компанией, посредством выбора рыночной стоимости компании в качестве приоритетного критерия оценки эффективности результатов ее деятельности. В этом случае эффективность всех финансовых решений, в том числе по формированию финансовой структуры капитала, будет оцениваться именно с этих позиций. Вышесказанное определяет важность в системе управления стоимостью компании теоретической разработки и выработки методического инструментария для оптимизации финансовой структуры капитала.

Особенно ощущается необходимость в активном развитии стоимостного подхода к управлению акционерными обществами и во внедрении современных моделей оптимизации структуры капитала в связи с активностью происходящих в стране процессов рыночного переустройства. Тем не менее, невозможно просто применить формы и методы, апробированные в зарубежных странах, в управлении структурой капитала акционерных обществ Казахстана, они должны быть адаптированы как к особенностям национальной

экономики, так и к особенностям национальных финансовых рынков. Казахстанским компаниям при формировании структуры капитала очень важно принимать во внимание факторы внутренней и внешней среды, динамизм данных факторов, а также специфические условия деятельности. Проблемы оптимизации финансовой структуры капитала имеют высокую теоретическую и практическую значимость, большое внимание ученых также привлекают процессы поиска методик адекватных новым задачам.

Но, несмотря на это, в экономической литературе все еще есть потребность в концептуальных и прикладных разработках, в области формирования оптимальной финансовой структуры капитала акционерных обществ с позиции стоимостного подхода. Данные обстоятельства обуславливают необходимость углубления исследований в области теории и практики обоснования методических подходов, эффективных в обеспечении оптимальной финансовой структуры капитала и в системе управления стоимостью акционерных обществ для повышения его инвестиционной привлекательности.

Степень разработанности проблемы. Ученые и специалисты всегда обращали свое внимание, как на теорию, так и на практику формирования структуры капитала акционерных обществ, отвечающей критериям оптимальности. Фундаментальные труды таких ученых как Л. Вальрас, К. Маркс, С. Майерс, М. Миллер, Ф. Модильяни, Д. Риккардо, П. Самуэльсон, и др. описывают основные подходы к исследованию категории капитал, к его структуре, к проблеме его оптимизации [3, 4, 5, 6, 7, 8]. Такие экономисты как Когденко В.Г., Мельник М.В., Хикс Р. Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурин, М. Скотт и другие [9, 10, 11] обращались к анализу финансовых отношений в позиции стоимостного подхода. В Казахстане данные вопросы освещались в трудах Святова С.А., Арыстанбаевой С.С., Адамбековой А.А., Интыкбаевой С.Ж., Мельникова В.Д., Джаксыбековой Г.Н., Искаковой З.Г., Омаровой А.К. [12, 13, 14, 15, 16, 17, 18].

Проблеме изучения инвестиций и оценки инвестиционной привлекательности посвящено множество работ таких экономистов как Акинъшин В.М., Баймуратов У., Бейли Дж., Бирман Г., Бланк И.А., Власова В.М., Гитман Д.ДЖ., Казаков Н.А., Крылов Э.И., Латкин А.П., Леонтьев В.Е., Рахимбекова С.Т., Сейткадиева А.М., Шарп У., Челекбай А.Д. [19, 20, 21, 22]. Данные авторы по большей части подходят к оценке инвестиционной привлекательности с позиции финансового состояния акционерного общества. В литературе недостаточное внимание на наш взгляд получила точка зрения участников инвестиционного процесса на процесс оценки инвестиционной привлекательности, недостаточно исследована взаимосвязь инвестиционной привлекательности, структуры и стоимости капитала компании.

Именно эти факты определили цель данной диссертационной работы. **Целью** диссертационной работы является обоснование теории и практики оценки и оптимизации капитала для повышения инвестиционной привлекательности акционерных обществ. В рамках данной цели в диссертационной работе были поставлены следующие **задачи**:

- уточнить определение и обосновать экономическое содержание инвестиционной привлекательности акционерных обществ и факторов,

влияющих на нее;

- исследовать и систематизировать методологические подходы к оценке инвестиционной привлекательности компании по критерию «стоимость капитала»;

- исследовать возможность управления стоимостью акционерного общества и как следствие его инвестиционной привлекательностью посредством оптимизации капитала страховых компаний;

- проанализировать тенденции развития страхового сектора Республики Казахстан,

- обосновать необходимость оценки инвестиционной привлекательности страховых компаний для чего разработать кластерную модель ранжирования инвестиционной привлекательности компаний страхового сектора;

- выработать критерии оптимизации структуры капитала акционерного общества с целью повышения его рыночной стоимости;

- разработать и обосновать модель управления стоимостью страховой компании для повышения ее инвестиционной привлекательности.

Объектом исследования являются акционерные общества страхового сектора Республики Казахстан.

Предметом исследования являются экономические отношения, связанные с оценкой инвестиционной привлекательности и рыночной стоимости акционерных обществ посредством оптимизации их капитала.

В основу проведенного исследования легли теоретические и методологические научные труды отечественных и зарубежных ученых-экономистов по вопросам оценки инвестиционной привлекательности акционерных обществ, оценки и оптимизации капитала, законодательные и нормативные акты Республики Казахстан, Национального банка Республики Казахстан, Информационного Агентства финансовых рынков «ИРБИС», Агентства Республики Казахстан по статистике, международные стандарты финансовой отчетности, годовая и финансовая отчетность исследуемых страховых компаний.

Кроме того в работе были использованы материалы семинаров и научно-практических конференций, периодических изданий, интернет – сайтов, публикующих информацию о состоянии страхового рынка, инвестиционной привлекательности компаний.

Методы исследования. В работе были применены следующие методы исследования: диалектический метод познания действительности, научная абстракция, сравнение, анализ и синтез, экономической и математической статистики и моделирования, методы экономического и финансового анализа, методы оптимизации и средневзвешенной структуры капитала, финансового левериджа, методы оценки рыночной стоимости капитала компании. Инструментами проведения непосредственных расчетов послужили программы, предназначенные для работы с электронными таблицами, такие как Microsoft Excel 10.0 для SPSS Statistika 17.0.

Научная новизна исследования заключается в разработке предложений и рекомендаций по повышению инвестиционной привлекательности страховой компании, модели оценки ее стоимости доходным подходом, посредством

дисконтирования потоков денежных средств. Стоимость компании определена как один из важных факторов инвестиционной привлекательности компании, в свою очередь оптимизация и достижение рациональной структуры капитала позволят увеличить рыночную стоимость акционерного общества и сделает ее наиболее привлекательной для инвесторов.

- дана авторская трактовка инвестиционной привлекательности акционерных обществ и систематизированы факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность компании;

- исследованы и систематизированы методологические подходы к оценке инвестиционной привлекательности и стоимости капитала страховой компании;

- проанализированы тенденции развития страхового сектора РК;

- разработана модель кластерного анализа страховых компаний с целью дифференциации инвестиционной привлекательности страховых компаний по их финансовому состоянию;

- обоснована возможность управления стоимостью акционерного общества и как следствие его инвестиционной привлекательностью посредством оптимизации капитала компании;

- разработаны критерии оптимизации структуры капитала акционерного общества с целью повышения его рыночной стоимости;

- разработана и обоснована модель управления стоимостью акционерного общества для повышения инвестиционной привлекательности общества.

Основные положения, выносимые на защиту. В соответствии с научной новизной диссертации на защиту выносятся следующие положения:

- авторская формулировка понятия «инвестиционная привлекательность» и факторы, влияющие на нее;

- методологические подходы к оценке инвестиционной привлекательности и стоимости капитала страховой компании;

- модель кластерного анализа страховых компаний для ранжирования страхового рынка, определения состояния его развития и оценки потребности в повышении инвестиционной привлекательности страховых организаций;

- обоснование возможности управления инвестиционной привлекательности акционерного общества путем влияния на его стоимость оптимизации капитала;

- критерии оптимизации структуры капитала акционерного общества;

- модель управления стоимостью страховой компании для повышения ее инвестиционной привлекательности

Теоретическая и практическая значимость результатов исследования заключается в повышении инвестиционной привлекательности и обеспечении активизации инвестиционной деятельности страховых компаний.

Предлагаемые в работе выводы и рекомендации позволяют повысить достоверность и качество оценки инвестиционной привлекательности акционерных обществ страхового сектора, посредством повышения стоимости их капитала путем его оптимизации, выделить наиболее существенные по степени влияния факторы, что также будет способствовать укреплению их финансовой устойчивости. Некоторые положения данной диссертационной работы по повышению инвестиционной привлекательности, увеличению

стоимости и оптимизации капитала компании позволяют сделать более содержательными курсы «Управленческий анализ», «Финансовый анализ», «Корпоративные финансы», «Финансовый менеджмент», «Инвестиционная оценка» по подготовке будущих специалистов в высших учебных заведениях, так и в рамках повышения квалификации управленческого персонала, преподавателей.

Исследование выполнено в рамках фундаментального исследования, профинансированного МОН РК по приоритетным направлениям на тему «Методологические и методические аспекты риск-менеджмента и контроля в финансовых организациях Республики Казахстан». В научном отчете по фундаментальной теме были использованы исследования автора в области тенденций развития и оценки финансового состояния страхового рынка, кластерная модель анализа страховых организаций, анализа существующих моделей риск-менеджмента в страховых компаниях Республики Казахстан.

Выводы, рекомендации и предложения, сделанные в исследовании, также содействуют решению задач, поставленных в Стратегии «Казахстан- 2050» и в Концепции развития финансового сектора Республики Казахстан в посткризисный период, способствуя диверсификации и повышению конкурентоспособности национальной экономики. Развитие страховых организаций как финансовых институтов способствует формированию комплексной институциональной инновационной инфраструктуры, способствующей росту инновационной активности страны.

Основные положения и разработки проведенного исследования могут быть применены в поддержку Государственной программы форсированного индустриально-инновационного развития на 2010-2014 годы, Концепции инновационного развития Республики Казахстан до 2020 года, а также использованы акционерными обществами для повышения их возможности к привлечению дополнительных источников финансирования инновационного развития [23, 24, 25, 26].

Апробация результатов исследования. Апробация основных положений диссертации проводилась на международных научно-практических конференциях: «Устойчивое развитие экономики Казахстана: Императивы модернизации и бизнес-инжиниринг» (КазНТУ им.Сатпаева, 2012г., г. Алматы), «Современный менеджмент: проблемы и перспективы» (г.Санкт-Петербург 2012г.), «Science: Integrating Theory and Practice» (Bozeman, MT, USA, 2014), а также на научных круглых столах и заседании кафедры «Финансовые рынки и банковский бизнес» КазЭУ им.Т.Рыскулова.

Публикации. По теме диссертации опубликовано 7 работ, в том числе 1 научная статья в зарубежном издании, входящем в базу Scopus, 3 статьи в изданиях, рекомендованных Комитетом по контролю в сфере образования и науки, 3 статьи по итогам международных научно-практических конференций, 2 из которых - зарубежные.

Объем и структура работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников, включающей 118 наименований, 2 приложения. Диссертационная работа включает 20 таблицы, 26 рисунков.

1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ

1.1 Инвестиционная привлекательность: понятие и определяющие факторы

Стремительное развитие экономики и перестройка организационно-правовых форм субъектов рынка, послужили причиной повышения интереса к новым функциональным аспектам управления и развитию анализа и оценки важнейших показателей хозяйственной деятельности субъектов. Наверное, никто не может не согласиться со словами казахстанского ученого А.Д.Челекбая «Инвестиции играют существенную роль в активизации и оживлении экономики любой страны» [27, с.3].

Экономическая деятельность отдельных субъектов экономики и государства в целом в значительной мере характеризуется объемом и формами осуществления инвестиций [28]. Взаимное общение инвесторов и эмитентов происходит на рынке ценных бумаг, главными характеристиками рынка ценных бумаг являются спрос и предложение, а также цены, все продавцы и даже покупатели находятся в условиях конкуренции. В основе данной конкуренции лежит ограниченность ресурсов рынка капитала и необходимость поиска наиболее оптимального источника финансирования. Конкуренция между инвесторами же происходит из их желания финансировать, только надежные компании, уровень риска у которых меньше, а уровень доходности выше, то есть только те предприятия, которые имеют максимальный показатель инвестиционной привлекательности.

Таким образом, в наше время практически любое направление деятельности характеризуется высоким уровнем конкуренции. Что бы сохранить свои конкурентные позиции и достигнуть лидерства акционерные общества вынуждены постоянно расширять сферы своей деятельности и осваивать новые технологии. И в определенный момент руководство общества приходит к пониманию, что невозможно развиваться дальше не привлекая инвестиций. Привлечение инвестиций дает обществу дополнительные преимущества и является мощным средством роста [29].

В современной рыночной экономике сущность инвестиций содержится в сочетании двух аспектов инвестиционного процесса: затрат капитала и результатов, в основе теории инвестиций лежит соизмерение этих двух элементов [30, с.31]. У инвестиций есть одна особенность, произведенные инвестиции дают эффект только через определенный период, который называют инвестиционным временным лагом. Поэтому инвесторы всегда находятся в поиске способов, которые давали бы наилучший результат и сокращали бы временной лаг между вложением инвестиций и получением дохода [31].

Появление большого количества акционерных обществ в различных отраслях экономики с момента обретения независимости Казахстаном, в том числе и в промышленности, вызвало появление активных денежных потоков между ними, также привело к активизации процесса инвестирования.

Появление нового класса инвесторов, потребовало нового подхода к оценке, прежде всего, инвестиционной привлекательности акционерных обществ. Возникла необходимость в оценке инвестиционной привлекательности в двух направлениях, во-первых, в обосновании важности выпуска долевых финансовых инструментов для формирования собственного капитала, во вторых, в оценке рисков инвесторов при вложении свободных средств в ценные бумаги акционерных обществ. Таким образом, возникла необходимость в качественном исследовании методики оценки инвестиционной привлекательности акционерных обществ, особенный интерес представляют собой промышленные акционерные общества.

Разработка новых методов оценки инвестиционной привлекательности, отвечающих требованиям всех пользователей управленческой информации должна повысить качество управления и как следствие способствовать дальнейшему развитию экономики.

Нужно отметить, что современная экономическая наука расширила свой взгляд на применение показателей оценки привлекательности бизнеса.

Например, при разработке инвестиционной политики компании в первую очередь оценивается ее инвестиционная привлекательность и ее способность зарабатывать прибыль и генерировать потоки денежных средств. Так как для определения эффективности инвестиций в бизнес необходимо продемонстрировать определенную отдачу на вложенный капитал.

Поэтому инвестиционная привлекательность играет большое значение для принятия решения о дальнейших инвестициях в бизнес.

Традиционно методы анализа финансового состояния строились на расчетах финансовых коэффициентов, которые базировались на данных финансовой отчетности акционерных обществ. Однако данных внутренней отчетности явно недостаточно, так как на эффективность деятельности оказывают влияние также такие внешние условия работы, как ситуация в отрасли и в экономике.

Оценка инвестиционной привлекательности может проводиться не только для определения цены бизнеса в процессе его купли-продажи, но также ее результаты могут использоваться в процессе стратегического планирования, для выбора стратегии развития общества, для оценки будущих доходов, степени устойчивости, деловой репутации. Обществу для принятия решений часто необходимы данные о стоимости всего общества или отдельных его активов [32, с. 7].

Привлекательность же ценных бумаг занимает отдельное очень важное место в оценке инвестиционной привлекательности акционерных обществ, в частности оценка их стоимости, основанная на дисконтировании будущих денежных потоков. К сожалению в виду ограниченности диссертационного исследования не все аспекты инвестиционной привлекательности могут войти в работу, в частности не было уделено внимание анализу финансовых активов, как объекту инвестиционной привлекательности.

Каждый инвестор имеет альтернативу, в какую среду экономической деятельности он может сделать вложения. Он не может при принятии данного

решения опираться на результаты технического или фундаментального анализов, так как они не могут оценить инвестиционную привлекательность вложений в те или иные финансовые инструменты.

При выборе объектов инвестирования инвестор ставит перед собой различные задачи, самой важной из которых является выбор таких инвестиционных проектов у которых есть наилучшие перспективы развития и которые предлагают наиболее высокую отдачу. Для того что бы сделать выбор необходимо оценить и спрогнозировать инвестиционную привлекательность каждого отдельного объекта потенциального инвестирования.

Многие экономисты обращаются к определению инвестиционной привлекательности, например, определение инвестиционной привлекательности дается Л. Валинуровой и О. Казаковой. Под этим термином данные авторы понимают совокупность объективных признаков, свойств, средств и возможностей, обуславливающих потенциальный платежеспособный спрос на инвестиции. Данное определение позволяет учесть интересы всех участников инвестиционного процесса и как следствие расширяет представление об инвестиционной привлекательности [33].

Как известно различные экономисты придерживаются различных точек зрения, Л. Гиляровская, В.Власова и Э.Крылов под инвестиционной привлекательностью понимают оценку эффективности использования как собственного, так и заемного капитала, анализ платежеспособности и ликвидности [34, 35].

Все ученые, которые обращались в своих трудах к проблемам инвестиционной привлекательности, имели свое мнение относительно ее определения и оценки. Эти мнения отличаются, но взаимно дополняют друг друга.

Например, казахстанский ученый Рахимбекова С.Т. в своей работе дает такое определение инвестиционной привлекательности: «Инвестиционная привлекательность – это интегральная характеристика отдельных предприятий, отраслей, регионов, страны с позиций перспективности развития, доходности инвестиций и уровня инвестиционных рисков. Она определяется одновременным воздействием двух групп факторов, одна из которых формирует инвестиционный потенциал, вторая – инвестиционные риски. Инвестиционный потенциал учитывает макроэкономические характеристики, насыщенность территорий, отраслей и предприятий факторами производства, потребительский спрос населения и другие параметры. Величина инвестиционного риска показывает вероятность потери инвестиций и дохода от них. В конечном счете, инвестиционная активность зависит от уровня ее инвестиционной привлекательности» [19].

М.Н. Крейнина, в свою очередь, пишет, что инвестиционная привлекательность находится в зависимости от показателей финансового состояния, но при уточнении проблемы, инвесторы интересуются показателями доходности капитала, курсом акций и уровнем дивидендов [36].

И.С.Крадинов рассматривает инвестиционную привлекательность как систему экономических отношений между различными субъектами

хозяйствования по повышению конкурентоспособности и эффективности бизнеса на основе собственного капитала и обязательств [37].

И.В.Гончаренко считает, что инвестиционная активность является частью деловой активности, потому что ее цель не только получить капитал инвестора, но и получить от него прибыль, отсюда следствие инвестиции являются капиталом, который предназначен для производства основной деятельности [38].

Д.В. Веселов считает, что необходимо различать инвестиционную привлекательность в «широком» и «узком» значениях, то есть на уровне отрасли или страны и на уровне предприятия [39].

В.М. Тарасов, И.М.Волков и М.В.Грачев изучают понятие инвестиционная привлекательность отрасли и определяют ее как совокупность признаков или свойств определяющих поведение инвестора или платежный спрос на инвестиции отрасли [40, 41].

Такие экономисты как Глухов В.В. и Некрасова Т.П представляют новую точку зрения на инвестиционную привлекательность в разрезе современной экономики и определяют ее как функцию инновационного потенциала. [42]

Когденко В.Г. и Мельник М.В. под инвестиционной привлекательностью понимают совокупность характеристик, позволяющую инвестору определить, насколько тот или иной объект инвестирования привлекательнее других. К таким характеристикам, в частности, они относят показатели экономического анализа: рентабельность собственного и инвестированного капитала, коэффициенты ликвидности и платежеспособности, показатели эффективности использования материальных, трудовых и финансовых ресурсов, показатели динамики развития бизнеса, характеристики его конкурентной позиции на рынке. Оценка инвестиционной привлекательности компании включает оценку ее доходности и рискованности [9].

Но не на все виды рисков акционерное общество может оказывать влияние. Например, такие риски как страновые, региональные и отраслевые не поддаются регулированию на микро уровне, это же относится и к некоторым юридическим и инфраструктурным рискам. Некоторые риски предприятия стремятся минимизировать, даже если они не являются эмитентами ценных бумаг, так как они оказывают влияние на само существование компании. Но на некоторые риски эмитент все же может влиять, и должен уделять им существенное внимание, оказывая, таким образом, воздействие на инвестиционную привлекательность.

В результате исследования и систематизации подходов ученых-экономистов к определению и оценке инвестиционной привлекательности были выявлены наиболее обсуждаемые моменты:

Во-первых, ученые экономисты по разному подходят к определению того какую играет роль и какое занимает место в системе финансового менеджмента инвестиционная привлекательность. Одни экономисты считают, что она является функциональной, подчиненной прочим стратегическим направлениям развития, другие считают, что она является общекорпоративной стратегией для

акционерного общества, занимающегося разработкой и реализацией инвестиционных проектов.

Во-вторых, вопросы идентификации инвестиционной привлекательности по признаку обособленности механизмов ее формирования и реализации, в связи с особенностями внутренней организации и обеспечения ресурсами, по использованию научной и технологической базы, в виду многофакторности инвестиционной деятельности, в большой степени зависящей от субъективных факторов.

В-третьих, проблемы централизованного и государственного регулирования инвестиционного процесса, формирование основных институтов его развития.

В четвертых, приоритетность инвестиционной привлекательности акционерных обществ среди направлений социально-экономической системы и предложение заменена технократического и административного подхода к инвестиционной стратегии рационально-ориентированным.

Категория инвестиционной привлекательности имеет различные трактовки, например П. В. Масленников, интерпретирует ее как полезность инвестиций для каждого отдельного субъекта процесса инвестирования. Между тем традиционное представление о полезности как категории, которое произошло из неоклассической теории поведения потребителя, и представление о полезности инвестиций имеют большие различия [43].

Инвестиционная привлекательность предприятия оценивается с использованием нормативов различных институтов, соподчиненных друг другу, которые являются частью оценочной институциональной матрицы. Все оценочные институты можно разделить на две группы: информационные и аналитические, среди которых можно выделить наиболее важные (рисунок 1).

Институт национального права можно назвать институтом формальных институтов, своего рода метаинститут. Так как именно национальное право задает нормы и правила, которые составляют правовые рамки, которые регулируют функционирование формальных экономических институтов. Национальное право оказывает влияние формальные информационные институты и на официальные аналитические институты. Также институт национального права регулирует путем установления норм и правил ведение хозяйственной деятельности, в том числе инвестиционную деятельность акционерных обществ.

Следующий институт – это институт фондового рынка, который представляет собой систему регулирования торговли корпоративными ценными бумагами. Механизм организованной торговли финансовыми инструментами на фондовых биржах формирует равновесные цены на долевые инструменты эмитентов. Изменение цен на акции в значительной степени определяется результатами деятельности акционерных обществ эмитентов. Так высокий уровень результатов деятельности акционерного общества вызывает рост цен на акции, а низкий напротив снижение. Как следствие эмитенты воспринимают долгосрочный тренд колебания цен на акции как индикатор инвестиционной привлекательности инвестиций в долевые инструменты, тех или иных

акционерных обществ. Инвесторы могут также использовать конъюнктурные колебания цен в спекулятивных целях. Таким образом, котировки цен, определяемые институтами фондового рынка, на долевые инструменты могут быть использованы инвесторами в качестве показателей инвестиционной привлекательности акционерных обществ.



Рисунок 1 – Классификация институтов оценки инвестиционной привлекательности акционерного общества

Примечание – Составлено автором на основе данных изученной литературы [41,43]

Товарный рынок, как институт, является регулятором правил обмена товарами и услугами между акционерными обществами. В результате обмена формируются справедливые равновесные стоимости на отдельные виды благ. Динамика цен, направленность тренда их колебаний, уровень на определенный момент времени формируют настоящую и будущую рентабельность деятельности. И, как следствие, могут характеризовать потенциал развития акционерных обществ выпускающих аналогичные товары. Так же цены на промышленные товары, которые являются используются в качестве сырья в производственном процессе других предприятий, могут влиять на уровень издержек данных предприятий, и в результате могут служить индикатором динамики издержек в себестоимости готовой продукции. Поэтому информация об уровне цен на продукцию предприятия может также свидетельствовать о его потенциале развития и является еще одним индикатором его инвестиционной привлекательности.

Институт публикации финансовой отчетности регулирует представление о

финансовом состоянии акционерных обществ за определенный период времени заинтересованным пользователям. Согласно регулятивам института финансовой отчетности акционерным обществам вменяется в обязанность публиковать результаты своей деятельности и свое финансовое положение и изменения в нем через публикацию своей финансово отчетности. Для повышения достоверности информации финансовых отчетов проводятся аудиторские проверки. Информация финансовой отчетности, выдержавшая аудиторскую проверку, является основной базой для принятия инвестиционных решений. Данная информация, в силу своей открытости используется очень широким кругом пользователей, в особенности потенциальными инвесторами, различных категорий.

Институт бухгалтерского учета очень близок с институтом публикации финансовой отчетности, так как регулирует систему регистрации хозяйственных операций, и в последствие составление финансовой отчетности. Информация бухгалтерского учета более детализирована и более оперативны, но в большинстве случаев является объектом коммерческой тайны организации и не подлежит огласке. Однако в отдельных случаях заинтересованные инвесторы могут запрашивать данные бухгалтерской информации, и если инвестируемое предприятия также заинтересовано в данном инвесторе, оно может принять решение о предоставлении информации бухгалтерского учета.

Далее рассмотрим аналитические институты. Первым рассмотрим институт формального анализа инвестиционной привлекательности. Он представляет собой систему распространенных, обще употребляемых методик анализа, которые являются официальными или рекомендованными к применению государственными учреждениями. В отдельных случаях применение тех или иных методик может даже регламентироваться нормативно-правовыми актами.

Далее следует институт неформального анализа инвестиционной привлекательности. Он объединяет правила, нормы и порядок применения аналитических процедур, которые не имеют статуса официальных. Потенциальный инвестор может сам выбирать, какую методику он хочет применить, какая методика больше подходит к данной конкретной ситуации. Что позволяет учесть все особенности потенциального объекта инвестирования, подойти к анализу инвестиционной привлекательности индивидуально.

Обобщая вышесказанное можно сказать, что институциональная сущность категории инвестиционная привлекательность заключается в ее доступности к восприятию заинтересованных субъектов в определенных оценках, которые вырабатываются с применением специальных норм и правил. Внутренний смысл процедур оценки заключается в снижении уровня неопределенности о вероятности достижения целей, выдвинутых потенциальными инвесторами. Применение данных процедур ведет к снижению транзакционных издержек, возникающих при инвестировании и следовательно стимулирует инвестиции.

Достижение инвестиционной привлекательности является важным условием для достижения устойчивого развития акционерных обществ. Инвестиционная привлекательность приобретает особое значение в качестве

орудия упрочения позиций акционерного общества на рынке и предоставляет ему дополнительные конкурентные преимущества на рынке ресурсов, труда, капитала и др. Высокий уровень инвестиционной привлекательности облегчает доступ акционерного общества к финансовым и материальным ресурсам, а также обеспечивает защиту интересов акционерного общества во внешней среде, и оказывает влияние на принятие обоснованных решений в области менеджмента.

Среди различных толкований категории инвестиционная привлекательность часто встречается отождествление с категорией «инвестиционный климат», так как по сути оба понятия имеют близкие свойства и признаки. Так как в настоящее время все больше и больше внимания уделяется инновационному развитию промышленного производства, то в этой связи есть необходимость уточнить оба понятия, так как между ними есть как сходства, так и различия.

Сходство этих категорий состоит в том, что их содержание состоит из перечня сходных показателей, интерпретация которых совпадает, а количественная оценка некоторых из них затруднена или находится в зависимости от природы рассматриваемых явлений или процессов.

Причины различий лежат в особенном подходе к оценке как количественных, так и качественных признаков. Например, в тех случаях, когда нет необходимости в точной оценке инвестиционной привлекательности, можно использовать методы качественного подхода. Зачастую привлекательность можно представить как образ компании, не поддающийся количественной оценке, и в отношении которого можно только говорить об ухудшении или улучшении. В таком случае используется шкала измерений с фиксированными заранее градациями качественных оценок для измерения инвестиционной привлекательности качественными методами. В этом случае можно использовать шкалу изменений инвестиционной привлекательности в фиксированной заранее градации качественных оценок. Этот подход основан на некотором усреднении множества мнений экспертов или данных социологических опросов.

Из этого следует, что инвестиционная привлекательность представляет собой целостное мнение о компании как об объекте инвестиций, которое складывается из оценки результатов деятельности и восприятия последствий этой деятельности контактными группами (рисунок 2).

В оценку содержания инвестиционной привлекательности акционерного общества входят четыре составляющие:

- оценка экономического состояния или положения акционерного общества;
- стоимость компании как субъекта рыночных отношений;
- оценку инновационной восприимчивости акционерного общества;
- оценка экономических рисков.

Все эти элементы инвестиционной привлекательности отзываются различными реакциями внешней среды, эти реакции связаны с их отрицанием или принятием. Это вызвано тем, что различные группы в зависимости от их

интересов рассматривают разные измерители привлекательности. Для потенциальных и действительных партнеров, привлекательность - это добросовестность в соблюдений условий контрактов и этических норм бизнеса, деловая активность акционерного общества и др. Для потребителей привлекательность это репутация, которая состоит в качестве производимой продукции, цена и ценовая стратегия акционерного общества. Для кредиторов и инвесторов такие показатели как кредитная история, обеспечение определенного уровня нормы доходности являются основными критериями привлекательности.



Рисунок 2 - Оценка инвестиционной привлекательности компании со стороны контактных групп

Примечание – Составлено автором на основе данных изученной литературы [39-41]

Таким образом, оценка инвестиционной привлекательности компании представляет различную ценность в зависимости от круга интересов для разных групп стейкхолдеров. Следовательно, привлекательность носит адресный характер.

Для оценки инвестиционной привлекательности для различных групп имеет существенное значение различный набор факторов. И даже одни и те же факторы могут играть различную роль и могут быть интерпретированы по разному. Для западных компаний имеет важность экологический аспект, тогда как в Казахстане на этот фактор обращается меньше внимания, именно в этических нормах наблюдаются наибольшие различия между зарубежными и казахстанскими стейкхолдерами.

Все существующие определения инвестиционной привлекательности можно объединить в две группы.

Современные подходы к оценке инвестиционной привлекательности компании отличаются включением в такую оценку нефинансовых факторов, таких как скорость выхода на рынок, стратегические цели компании, опыт управленческой команды, прозрачность бизнеса, условия конкуренции. Кроме того, при оценке инвестиционной привлекательности необходимо

идентифицировать фазу жизненного цикла компании, учитывая при этом, что наиболее инвестиционно-привлекательными являются компании, находящиеся на первых двух стадиях жизненного цикла [9, с.287].

В результате изучения подходов к определению внутренней сути инвестиционной привлекательности организации были изучены различные трактовки и сгруппированы по четырем различным признакам (таблица 1).

Таблица 1 – Группировка определения сущности инвестиционной привлекательности

Признаки	Описание
1. По влиянию на развитие организации	В данной трактовке инвестиционная привлекательность организации рассматривается как такое состояние ее развития, когда инвесторы могут рассчитывать с высокой степенью вероятности на привлекательный уровень доходности или на другие положительные эффекты от инвестиций в данную организацию.
2. Необходимое условие инвестирования	Для инвестирования инвестиционная привлекательность рассматривается как группа объективных свойств и характеристик организации, которые формируют потенциальный спрос на инвестиции в основной капитал организации.
3. Как совокупность показателей	Инвестиционная привлекательность акционерного общества рассматривается как совокупность финансовых и экономических показателей, которые определяют его способность зарабатывать максимальных доход на капитал при минимальном риске.
4. Как показатель эффективности инвестиций	Инвестиционная привлекательность определяется эффективностью вложений, и таким образом определяет инвестиционную деятельность. То есть уровень инвестиционной привлекательности прямо пропорционален уровню эффективности вложений. Высокий уровень привлекательности стимулирует инвестиционную деятельность.
Примечание – Составлено автором на основе изученной литературы [44]	

Обобщая данную классификацию можно дать следующее определение: Инвестиционная привлекательность компании - это система экономических отношений, объективных свойств, характеристик и показателей акционерного общества, определяющая платежеспособный спрос на инвестиции, вероятность получения приемлемого уровня доходности на вложенный капитал при минимальном риске, позволяющая учесть интересы всех участников инвестиционного процесса с целью повышения конкурентоспособности, рыночной стоимости компании на основе эффективного использования капитала.

С позиции акционеров текущих и потенциальных инвестиционная привлекательность акционерного общества – это система количественных и качественных показателей, отражающих спрос общества на инвестиции. В свою очередь спрос на инвестиции формирует конъюктуру инвестиционного рынка.

Выбор инвестором таких обществ, которые имеют самые лучшие перспективы развития и обеспечивают максимальную отдачу на вложенный капитал, требует системного подхода к изучению рынка. Для решения данной проблемы необходимо изучить все показатели начиная от макроуровня – государственного инвестиционного климата, и до микроуровня – оценка инвестиционных проектов отдельного общества.

Государственный инвестиционный климат имеет большое значение, так как для привлечения стратегических инвесторов с их ценным опытом работы, знанием мирового рынка, опытом управления и передовыми технологиями необходимо обеспечение привлекательного имиджа или благоприятного инвестиционного климата.

На уровне же акционерного общества инвестиционный климат является ключевым макроэкономическим фактором, предопределяющим его инвестиционную активность. Инвестиционный климат – это комплексная характеристика совокупности понятий социального, экономического, организационного, правового, политического, социокультурного факторов, предполагающих привлекательность инвестиций в ту или иную экономическую систему (отрасль, регион, страну). Бывает тяжело разделить понятия инвестиционного климата и инвестиционной привлекательности. Но разделение между этими понятиями заключается в следующем: инвестиционный климат понятие более широкое, нежели инвестиционная привлекательность. Кроме инвестиционной привлекательности, то есть инвестиционного потенциала и инвестиционных рисков, в него входит инвестиционная активность, это реальное развитие инвестиционных процессов, то есть интенсивность привлечения инвестиций и инвестирования [44, с.423].

Таким образом, при оценке инвестиционной привлекательности акционерного общества, принимаются во внимание все факторы, как принадлежность предприятия к определенной отрасли, его географическое расположение и другие факторы. Что вызывает необходимость проведения количественной оценки уровня инвестиционной привлекательности общества, при этом показатель должен иметь экономический смысл, должен быть сопоставим с другими показателями.

1.2 Методические подходы к оценке инвестиционной привлекательности акционерного общества

Методических подходов к оценке инвестиционной привлекательности акционерных обществ, которые сложились в текущих условиях, несколько. Первым можно выделить подход, который основан на оценке показателей финансово-хозяйственной деятельности акционерных обществ и их конкурентоспособности. В другом подходе используются такие понятия, как инвестиционный потенциал, методы оценки инвестиционных проектов и

инвестиционный риск. Основой третьего подхода является оценка стоимости акционерного общества. У каждого метода и у каждого подхода имеются свои недостатки и достоинства, свои ограничения к применению. При этом, как известно, чем больше методов будет применено для оценки, тем объективнее будет итоговая величина отражать инвестиционную привлекательность акционерного общества.

Эффективная методика анализа инвестиционной привлекательности должна отвечать трем основным требованиям:

- Учитывать факторы внешней среды
- Отражать доходность вложенного капитала
- Должна быть сопоставима с ценой капитала

Только если методика будет соответствовать всем трем требованиям, она сможет обеспечить инвесторам обоснованный выбор объекта инвестиций.

Основным результатом проведенного анализа инвестиционной привлекательности, если он проводится в интересах инвесторов и собственников является изменение стоимости общества. Если в результате принятых мероприятий стоимость общества выросла, то оно имеет высокую инвестиционную привлекательность. Такой результат возможен только при эффективной работе общества, когда общество имеет положительное соотношение показателей рентабельности вложенного капитала и его средневзвешенной стоимости, что демонстрирует способность общества наращивать свой капитал.

Применение первого подхода на основе показателей финансово-хозяйственной деятельности и конкурентоспособности акционерного общества имеет свои недостатки. Так как для определения потенциальных возможностей создавать стоимость, оценка инвестиционной привлекательности компании не может проводиться на основе показателей финансового анализа, так как в данном анализ опирается на данные прошлых периодов и не рассматривает будущие перспективы и будущие неопределенности. Для устранения данного недостатка его необходимо осуществлять с использованием методов и показателей инвестиционного анализа.

То есть с применением второго подхода, для этого акционерное общество необходимо рассматривать как реализованный инвестиционный проект, у которого есть инвестиционные затраты – это капитал акционерного общества, в качестве денежных потоков рассматривается чистая операционная прибыль компании и амортизация, ставка дисконта определяется как средневзвешенная стоимость капитала, оборотный капитал и часть внеоборотных активов принимается в качестве ликвидационной стоимости, расчет делается на срок полезного использования амортизируемого имущества.

Показатели инвестиционного анализа адаптируются под оценку инвестиционной привлекательности. Можно применить следующие методы:

- учетная норма прибыли – позволяет рассчитать среднюю норму прибыли на вложенные инвестиции;
- период окупаемости – это число лет, которое требуется компании, что бы восстановить инвестиции за счет полученных чистых свободных средств;

– метод чистой приведенной стоимости, для определения возможного прироста стоимости акционерного общества в результате инвестирования в него капитала;

– внутренняя норма доходности – данный показатель позволяет определить минимальную доходность на инвестированный в организацию капитал;

– дисконтированный срок окупаемости инвестиционного проекта - применим для расчета периода в течение которого инвестированный капитал будет возвращен инвестору, с требуемой доходностью;

– индекс прибыльности – с помощью данного метода можно рассчитать отдачу на один тенге вложенного капитала;

– денежная рентабельность инвестиций - данный показатель позволяет рассчитать внутреннюю норму доходности активов, через денежные потоки за средний период жизни активов;

– модифицированная внутренняя норма прибыли – коэффициент дисконтирования, уравнивающий сумарную приведенную стоимость оттоков и терминальную стоимость (наращенную стоимость денежных притоков).

Проведение анализа инвестиционной привлекательности акционерных обществ возможно двумя способами.

В первом случае инвестиции рассматриваются как инвестированный капитал, во втором как инвестируемый капитал и накопленная амортизация. При применении второго способа расчетов соответственно ликвидационная стоимость существенно меньше инвестированного капитала на начало расчетного периода. В первом случае анализ проводится на основе показателя внутренней нормы доходности, во втором на основе расчета денежной рентабельности инвестиций [9, с.289].

Однако применение методов оценки инвестиционных проектов для оценки инвестиционной привлекательности акционерных обществ может применяться не для всех инвестиций. Можно выделить несколько возможных основных направлений инвестиций: поддержание деятельности и ее расширение; модернизация производства с сохранением вида деятельности; смена вида деятельности; расширение бизнеса путем начала нового вида деятельности; приобретение дочерних и зависимых обществ.

Кроме того необходимо принимать во внимание такие факторы инвестиционной привлекательности как инвестиционные риски, такие как риск упущенной выгоды (недополучение прибыли), снижения доходности (уменьшение процентов и дивидендов по инвестициям), прямых финансовых потерь. Каждый из этих факторов может быть оценен различными показателями, некоторые из которых имеют одинаковую экономическую природу.

С точки зрения отдельного инвестора инвестиционная привлекательность определяется большим количеством различных факторов, выбор которых определяется природой и особенностями объектов инвестирования. Однако инвестиции, прежде всего, вкладываются в надежные фирмы. В основе надежности акционерного общества ведущую роль играет не только наличие

современного оборудования и технологий, но надежная и производительная система корпоративного управления.

Современная международная практика показывает, что большой успех имеет внедрение современных подходов и методов менеджмента качества, применение международных стандартов, на основе которых формируются системы менеджмента. Так как в этих стандартах обобщен мировой опыт в области совершенствования систем управления.

Н.Д.Гуськова в своей работе инвестиционный менеджмент приводит в качестве примера опрос, проведенный фирмой McKinsey (Лондон), когда были опрошены более 200 менеджеров организаций – институциональных инвесторов. Более трех четвертей из них сказали, что при принятии решений об инвестициях методы работы совета директоров имеют практически такой же вес, как и финансовые показатели [44, с. 446].

В современном мировом бизнесе нет готовых инвестиционных решений. Каждое решение должно тщательно взвешиваться. Так как любой бизнес-проект сопряжен с затратами, то от компетенции менеджера зависит успех и процветание компании [32, с. 17].

В своей работе Н.А. Казакова высказывает интересную точку зрения, она рассматривает цель экономического анализа в оценке бизнеса, как установление обоснованной цены бизнеса как товара. Основная цель вложения средств в бизнес это возможность получать доход собственника в будущем. При этом бизнес, так как он является системой может продаваться частями, формируя новую систему. Следовательно оценка бизнеса требует инвестиционного анализа.

Востребованность любого бизнеса определяется, прежде всего, совокупностью внутренних показателей, таких как финансовое состояние, обеспеченность ресурсами, сбалансированность финансовых потоков и т.д., а также макроэкономическими характеристиками: социально-политической и экономической стабильностью, уровнем государственного регулирования, институциональной стабильностью, для оценки обоснованной стоимости бизнеса требуется проанализировать всю возможную информацию [32, с.32].

На следующем рисунке (рисунок 3) приводится схема анализа для целей оценки инвестиционной привлекательности бизнеса, в том числе этап создания и подготовки информационной базы анализа.

Основой третьего подхода к оценке инвестиционной привлекательности является предположение, что наличие необходимого капитала или можно сказать инвестиционного ресурса является одним из определяющих факторов инвестиционной привлекательности акционерного общества. При этом цена капитала определяется его структурой, но при этом структура не является необходимым или достаточным условием для эффективного функционирования акционерного общества.

Согласно данному способу оценки капитала, чем ниже его цена, тем привлекательнее акционерное общество. Так как стоимость капитала показывает норму рентабельности или норму прибыльности, которую должно обеспечить акционерное общество для поддержания своей рыночной

СТОИМОСТИ.



Рисунок 3 – Порядок проведения оценки инвестиционной привлекательности акционерного общества

Примечание – Разработано автором на основе данных изученной литературы [32,с.32]

Рентабельность средств вложенных в инвестиции определяется как соотношение прибыли или дохода и вложенных средств (формула 1).

Таким образом:

$$P1 = Д / И, \quad (1)$$

где P1 – экономическая сторона инвестиционной привлекательности акционерного общества, в долях;

Д – объем дохода за анализируемый период;
И – объем основных капитальных инвестиций акционерного общества.

На уровне отдельного предприятия вместо показателя дохода можно использовать чистую прибыль, которая остается в распоряжении акционерного общества.

Когда информация о размере основных капитальных инвестиций отсутствует, можно использовать в качестве экономической составляющей показатель рентабельности основного капитала, который отражает результаты использования средств, ранее вложенных в основной капитал.

Для объекта инвестиций показатель инвестиционной привлекательности может быть рассчитан по формуле 2:

$$S = H / \Phi \quad (2)$$

где S – показатель инвестиционной привлекательности;

H – размер потребительского заказа;

Φ – ресурсы объекта инвестиций.

В данной формуле ключевая роль отводится такому параметру как потребительский заказ. От корректности его формирования будет зависеть достоверность показателя, полученного в результате расчета [45, с. 177].

В рамках отдельного акционерного общества дополнительные ресурсы: материальные, технологические или финансовые необходимо только для осуществления конкретной операции, например для внедрения зарубежной или отечественной новой передовой технологии, для получения лицензии или приобретения ноу-хау, для обновления оборудования, привлечения передового зарубежного или отечественного опыта управления качеством продукции, расширения ассортимента, для производства продукции, стратегически важной как для Казахстана, так и для мирового хозяйства.

Следующие условия характерны для инвестирования в казахстанские акционерные общества: низкий уровень конкуренции между акционерными обществами реципиентами инвестиций; большая информационная асимметрия, использование информации внутреннего характера не доступной большинству инвесторов (инсайдерской); низким уровнем прозрачности акционерных обществ; конфликтностью инвесторов с менеджментом акционерных обществ; незащищенностью интересов инвесторов от возможного недобросовестного поведения менеджеров акционерных обществ.

В следующей таблице (таблица 2) приводится результат сравнения методик, которые используются как в отечественной, так и в мировой практике [45, с. 234]. Из приведенного сравнения можно видеть, что главным фактором оценки и прогнозирования инвестиционной привлекательности во многих методиках выступает оценка системы управления акционерных обществ. Этот факт подтверждается результатами теоретических исследований, в которых увязывается состояние организации с уровнем эффективности ее системы контроля со стороны акционеров и менеджмента за принятием управленческих

решений.

Таблица 2 – Оценка инвестиционной привлекательности акционерного общества: сравнительный анализ методик.

Методика	Количественные показатели	Качественные показатели	Цель анализа
1	2	3	4
Комплексный экономический анализ (МГУ им. М.В. Ломоносова)	Анализ эффективности использования производственных основных средств; Анализ эффективности использования материальных ресурсов; Анализ эффективности использования труда и его оплаты; Анализ структуры и величины авансированного капитала; Анализ себестоимости производимой продукции; Анализ оборачиваемости производственных основных средств; Анализ качества, структуры и объема продукции; Анализ рентабельности и прибыли продукции; Анализ рентабельности деятельности акционерного общества; анализ платежеспособности и финансового состояния	Анализ природных, социальных и внешнеэкономических условий производства, а также его организационно-технического уровня,	Оценить эффективность деятельности акционерного общества
Методика Английского Банка	Оценка рыночного риска; Уровень прибыли; Размер пассивов	Качественная оценка рыночного риска; Бизнес; Внутренний контроль; Организация управления; Качество менеджмента	Оценить надежность коммерческих банков
Методика Немецкого федерального банка	Оценка окупаемости и рентабельности; Оценка уровня ликвидности	-	Оценка надежности заемщика
Методика центрального Банка Франции	Оценка эффективности деятельности; Оценка кредитного риска; Оценка платежеспособности	Оценка менеджмента	Оценка надежности заемщика

Продолжение таблицы 2

1	2	3	4
Методика Федеральной резервной системы США	Ликвидность, платежеспособность, рентабельность, капитал, активы	Менеджмент	Оценка надежности и платежеспособности коммерческого банка
Примечание – Составлено автором на основе данных изученной литературы [45, с. 234, 46]			

Среди всех приведенных методик нет такой, которая рассматривала бы все оказывающие на инвестиционную привлекательность факторы.

Например, методика комплексного экономического анализа имеет такие сильные стороны, как наличие полных и детальных рекомендаций по анализу финансового состояния, который проводится на основе данных финансовой отчетности акционерного общества. В данной методике есть наиболее полный набор финансовых показателей, которые ориентированы на оценку эффективности бизнеса и его финансового состояния.

Так как в процессе оценки инвестиционной привлекательности производится оценка эффективности инвестиций. А посредством системы методов, отражающих соотношения затрат и результатов, связанных с инвестициями, рассчитывается эффективность инвестиций. Данные методы позволяют определять экономические преимущества одного проекта перед другим и как следствие делать выводы об инвестиционной привлекательности предприятий или проектов.

По субъектам методы можно классифицировать на:

- те которые отражают экономическую эффективность с позиции интересов экономики в целом, то есть на уровне республики, или на уровне регионов, отрасли, отдельного предприятия;

- методы изучающие коммерческую эффективность проектов, которая определяется как соотношение затрат на финансирование и результатов проекта, как для проектов в целом, так для отдельных участников с учетом вкладов каждого;

- исследующие бюджетную эффективность, что отражает как влияет проект на соответствующий бюджет: республиканский или местный, на его доходы и расходы.

Акционерные общества со средним уровнем инвестиционной привлекательности, обычно отличаются желанием повысить эффективность использования имеющегося у общества потенциала посредством активной маркетинговой политики. Причем более успешны в позиционировании на рынке те акционерные общества, чья система управления ориентирована на повышение их стоимости, те же акционерные общества, что не обращают на стоимость внимание менее успешны, и теряют свои конкурентные преимущества. Те акционерные общества, инвестиционная привлекательность которых ниже среднего зачастую имеют низкие возможности приращения

капитала. Это связано с низкой эффективностью использования рыночных возможностей и имеющегося производственного потенциала.

Непривлекательные общества, то есть акционерные общества с низким уровнем инвестиционной привлекательности, у которых вложенный капитал лишь является временным источником поддержания жизнеспособности и не прирастает, не определяет их экономического роста. Единственной возможностью повысить инвестиционную привлекательность является качественное изменение в системе производства и управления. Необходимо переориентировать производственный процесс на удовлетворение потребностей рынка, направить усилия на повышение имиджа общества на рынке, на развитие существующих и создание новых конкурентных преимуществ.

Потенциальных партнеров, будь то инвесторы или кредиторы, и непосредственно руководство акционерных обществ интересует как динамика инвестиционной привлекательности за текущий и прошлые периоды, так и прогноз ее изменений в будущем. Знание тенденции динамики данного показателя поможет в случае положительного тренда воспользоваться моментом роста для привлечения новых инвесторов, своевременно ввести новое оборудование или усовершенствовать устаревшие технологии, расширить производство и найти новые рынки сбыта, для улучшения эффективности их работы, а в случае отрицательного изменения принять меры для стабилизации производства и быть готовым к предстоящим трудностям.

Одним из основных факторов оценки текущего и прогнозирования будущего состояния акционерного общества во многих методиках оценки инвестиционной привлекательности выступает оценка системы управления, но среди перечисленных методик нет ни одной, которая покрывала бы все факторы, оказывающие влияние на инвестиционную привлекательность, определенные на основании теоретической модели общества, выбранной для целей данного исследования.

Процесс построения системы эффективного мониторинга контролируемых показателей инвестиционной привлекательности можно разделить на следующие этапы [47, с. 298]:

1. Система отчетных показателей, обладающих необходимым уровнем информативности, должна основываться на данных бухгалтерского учета, как финансового и управленческого.

2. Далее в соответствии с системой финансовых показателей, разрабатывается система аналитических обобщающих показателей, которые отражают достигнутые количественные фактические результаты, в соответствии с предусмотренными стандартами контроля.

3. Для формирования системы носителей контрольной информации необходимо далее определить структуры и показатели форм контрольных отчетов исполнителей.

4. Четвертый этап заключается в определении контрольных периодов для каждого вида и для каждой группы контрольных показателей. Расчет контрольного периода для групп показателей основан на срочности

реагирования, которая необходима для эффективного управления и повышения инвестиционной привлекательности акционерного общества.

5. Оценить относительные и абсолютные отклонения фактического результата от установленных стандартных показателей. По относительным показателям можно классифицировать все отклонения на три группы:

- положительные;
- отрицательное – допустимое;
- отрицательное – недопустимое.

6. Определение основных причин вычисленных на предыдущем этапе отклонений, как по акционерному обществу в целом, так и по отдельным подразделениям - «центрам ответственности».

Система мониторинга внедряется не только для повышения инвестиционной привлекательности, но и для повышения общей эффективности акционерных обществ.

Главное при формировании системы мониторинга это разработать такую систему показателей, которые позволили бы выявить появление и уровень сложности проблемы. Система показателей направлена на анализ признаков, которые характеризуют связь между управлением инвестиционной привлекательностью и внутренней и внешней средой, на оценку качества признаков и их прогнозирование. Все показатели мониторинга можно разбить на группы [46, с. 314].

Первая группа – это показатели внешней среды. Для внешней среды акционерных обществ, работающих в условиях рынка, характерно, во-первых, то, что все факторы необходимо учитывать одновременно, так же необходимо учесть многоаспектность управления, в третьих, агрессивность ценовой политики, в четвертых, такую динамику развития рынка, при которой позиции конкурентов и расстановка сил меняются с увеличивающейся скоростью.

Вторая группа - показатели, которые характеризуют проявление социальной эффективности акционерных на уровне общества. Социальная эффективность особенный показатель, так как он отражает воздействие экономических мер, на удовлетворение потребностей общества.

Третья группа – показатели уровня профессиональной подготовленности персонала, такие показатели характеризуют уровень организации труда, а также отражает социально-психологические характеристики персонала.

Четвертая группа – показатели эффективности развития процессов инвестирования в акционерных обществах. Эта группа показателей вызывает наибольший интерес в рамках оценки инвестиционной привлекательности, так как она отражает насколько акционерное общество эффективно управляет непосредственно инвестиционными процессами.

Все факторы, оказывающие влияние на инвестиционную привлекательность можно сгруппировать в одну схему (Приложение А). В соответствии с вышеизложенным, можно сделать следующие выводы, что при создании системы мониторинга оценки инвестиционной привлекательности следует в первую очередь учитывать факторы формирования стоимости, во вторую очередь потенциал предприятия в формировании инвестиционных

ресурсов, производственный, кадровый, технический, способность привлечения внешних ресурсов. В третью очередь необходимо оценить эффективность развития процессов инвестирования, которая определяет экономический рост акционерного общества.

Таким образом, осуществляемый мониторинг позволит не только оценить инвестиционную привлекательность, но и определить проблемные участки в создании условий повышения активности процессов инвестирования в акционерном обществе, но и определить вероятные изменения в экономическом потенциале акционерного общества и уменьшить вероятность снижения стоимости компании.

1.3 Экономическое содержание капитала и его влияние на инвестиционную привлекательность компании

В Республике Казахстан в условиях современного разнообразия форм собственности увеличивается актуальность исследования процессов привлечения, функционирования и воспроизводства капитала. Полностью реализовать возможности становления и развития предпринимательской деятельности возможно только при условии грамотного управления капиталом. Грамотное управление возможно реализовать только на базе хорошо организованного учетно-аналитического обеспечения. Однако до текущего времени наука не сформировала единого мнения о сущности и определении капитала, различные экономисты по разному понимают его сущность и содержание. Такие ученые как Э.С. Хендриксен и М.Ф. Ван Бреда также указывают на наличие данной проблемы, они высказывают мнение, что «капитал может быть определен и в терминах текущей денежной единицы или денежной единицы постоянной стоимости, и в материальном воплощении, и как способность производить товары и услуги (мощность, потенциал), и с точки зрения будущих предположений о предстоящих поступлениях акционерам» [48, с. 186].

Современная научная и учебная литература предлагает множество определений капитала, которые описывают его различные виды, специфические свойства и особенности функционирования. Так капитал с макроэкономической точки зрения это все материально-вещественные составляющие богатства общества, используемые им для создания общественного продукта и получения дохода [49, с.129].

С точки зрения микроэкономики капитал это совокупность ресурсов, которая используется в предпринимательской деятельности, в бизнесе [49, с. 150]. Очень часто авторами выделяются отдельные виды капитала, такие как потребительский [49, с.188], общественный [50, с.201], основной и вспомогательный, оборотный, предпринимательский, постоянный и переменный, авансированный [50, с.205], акционерный, активный [51, с. 450], амортизационный [52, с.67], производительный, денежный, товарный, венчурный, промышленный и др.

Различные трактовки даваемые капиталу различными экономическими школами можно разделить на два основных направления [53, с.331]:

натуралистическая (вещественная) и монетаристская (денежная) концепции. В рамках вещественной концепции под капиталом понимаются средства производства, а также готовые товары, которые предназначены для продажи. Классическая политическая экономия, до сих пор являющаяся источником вдохновения для множества мыслителей, имеет в своей основе именно вещественную концепцию.

Вторая – монетаристская концепция появилась в работах нескольких экономистов и начала приобретать популярность в начале двадцатого века, прокатилась по странам Европы и по США. Она имеет ряд серьезных недостатков, но это не мешает ей иметь множество почитателей и последователей.

В ходе изучения стало ясно, что экономисты различных школ, по разному представляли себе капитал и связанные с ним понятия: часть богатства, которая участвует в процессе производства [54, 55]; стоимость, которая приносит прибавочную стоимость [3, 5, 56, 57]; денежная стоимость, которая отражена на бухгалтерских счетах организаций [58, с.291]; накопленное богатство [54, с.127]; «фонд покупательной силы», который обеспечивает технический, технологический и общественный прогресс во времени [59, с.59]; совокупность акционерного и капитала в частных предприятиях [60, с.80-81] и т.п.

Большинство же ученых сходятся во мнении с Ю.Н. Ланчионовым «В капитале как самовозрастающей стоимости заключено единство противоположностей «живой труд (энергия человека) - производственные ресурсы (средства производства)». Если расчленив все элементы, составляющие капитал, то ни один из них не способен создать какую-либо ценность, стоимость. Соединить же все элементы в едином процессе способен капитал - как организующая сила, как поле, направленное на интересы собственников, ... и через эти интересы привлечь ресурсы и труд к производству новых стоимостей» [61, с. 52]. Таким образом, капитал рассматривается как некоторая совокупность ресурсов труда и производства, которая способна к производству товар и генерирует доход его собственнику в процессе активного производственного действия.

Ученые придают особое значение «генетической» глубинной структуре капитала, которую они изучают на основе подходов, которые предлагаются классической экономической теорией.

Ученые экономисты, специализирующиеся на учете и представлении отчетности имеют представление о капитале, связанное с элементами финансовой отчетности, например профессор Кеулимжаев К. К. и его соавторы определяют капитал как собственный и считают, что «это активы после вычета обязательств» [62, с. 282]. Таким образом, в рамках финансового учета под капиталом понимается используемых в бизнесе и предпринимательской деятельности ресурсов. Часто экономисты-бухгалтера разделяют капитал на следующие виды: акционерный, эмиссионный, резервы и резервный капитал, нераспределенный доход. Аналогичная точка зрения и у другого казахстанского автора Толпакова Ж.С., он кроме в дополнении к аналогичному определению определяет цель учета капитала – это «контроль за сохранностью и правильным

использованием ресурсов» [63, с. 787].

По представлению Назаровой В. В. и Нурсеитова Э. О. необходимо обособленно выделить уставный капитал, так как основной источник формирования средств компании, уставный капитал они представляют как совокупность первоначально вносимых в организацию вкладов [51, с.453, 65, с.2].

Проведенные исследования позволяют выделить такие компоненты капитала как капитал-функция и капитал-собственность. Капитал-функция проявляется в создании прибавочных стоимостей, в форме увеличения размера прибыли. Капитал-собственность представляет собой капитальные активы, находящиеся в собственности компании, которые дают возможность производить новые стоимости. Данные компоненты взаимно перетекают друг в друга, что позволяет определить капитал как категорию, которая существует только в движении. Выделяют два основных вида движения: инвестирование и авансирование капитала и преобразование его в процессе кругооборота.

Направления движения категории капитал, могут проявляться в трех стадиях процесса функционирования капитала, которым соответствует свой определенный вид (производительный, товарный и денежный) капитала. Первая стадия, на которой с помощью инвестированного или авансированного капитала приобретаются средства производства, предметы труда и рабочая сила. Эти операции производятся в сфере обращения в денежной форме. В финансовой отчетности организации появляются долгосрочные активы, текущие расходы на производство готовой продукции, выполнение работ и услуг. Вторая стадия – это стадия, на которой производится товар из компонентов первой стадии, при этом стоимость (цена) произведенного товара превышает стоимость компонентов его составляющих, так как к авансированному капиталу прибавляется прибавочная стоимость. Движение денег в кругообороте на первой и на второй стадиях можно выразить в форме капитальных и текущих расходов, и отражением в отчетности готовой продукции. Третья стадия – это стадия реализации готовой продукции и получения доходов, отражаемых в финансовой отчетности, и определения финансового результата. Прибавочная стоимость, которая возникла в процессе производства, может быть выражена в отчетности организации в форме приносимого капиталом дохода. Данный процесс определяется как наслаивание в процессе кругооборота операционной прибыли на авансированный капитал.

Капитал в контексте экономической теории рассматривается как прибавочная стоимость, накопленная, капитализированная в процессе простого воспроизводства. В свою очередь, то что предприятие не потребляет добавочную стоимость, а накапливает ее как дополнительный капитал создает источник для расширенного воспроизводства капитала. Таким образом, капитал реализует свою основную с точки зрения классической экономической науки функцию. Данная функция реализуется через появление прибавочной стоимости у авансированного капитала в процессе производства. Далее прибавочная стоимость обретает денежное выражение, когда произведенная готовая продукция реализуется потребителю, в денежном выражении

предприятие может использовать ее для сбережения или вложить снова в производство, в первом случае произойдет концентрация капитала, а во втором централизация.

В конце 18 и в начале 19 века в мире произошли коренные изменения в промышленном производстве, произошло радикальное изменение условий труда, рост производительности, как в промышленности в ее традиционных отраслях, так и в международной торговле, появились ценные бумаги. Этот экономический, производственный и промышленный прогресс повлек за собой рост экономических фактов, что дало экономистом возможность для массовых наблюдений и стимулировало развитие финансовой науки и учета.

Значение капитала и его учета как важной части политической экономии были отмечены различными учеными – экономистами в первой половине 20 века, которые признавали его главенствующую роль в жизни любого хозяйствующего субъекта. Примером такого мнения служит высказывание Ш.Пангло французского мыслителя, который писал, что «бухгалтерский учет - это прикладная политическая экономия. И как последняя имеет своим предметом капитал, точно так же все понятия бухгалтерского учета (двойная запись, природа счетов и т.д.) должны быть выведены из понятия капитала» [65, с.157]. Изучению природы, сущности капитала и описанию механизмов его формирования и функционирования посвящены работы С. С. Сатубалдина, К.Н. Нарыбаева и др. известных казахстанских экономистов [66-69].

Главные вопросы которые стояли перед экономистами того времени это: что является главным фактором хозяйственной деятельности организации, на чем должны фокусироваться исследования деятельности отдельных частных хозяйств. Сущность капитала имеет внутреннее философское противоречие. Капитал является имуществом с одной стороны и в то же время является отношением по поводу данного имущества с другой. Данное противоречие послужило причиной возникновения противоположных друг другу научных направлений: юридического и экономического.

По мнению, высказанному В.Д. Новодворским, основу юридического подхода составляет концепция персонализации, которая понимает все счета как центры ответственности отдельных лиц [70, с. 13]. В юридическом направлении собственник становится главным объектом внимания, и именно от его имени совершаются все факты хозяйственной жизни, счет капитала (собственника) выступает основой всей системы учета, и любое экономическое событие изменяет его.

Главной заслугой юридического направления явилось осознание обособленности хозяйства от собственника, так как ранее эти понятия отождествлялись, приоритет в данном направлении отдавался субъекту, то есть хозяйству, а счет капитал являлся связующей нитью между ними. Воля собственника в юридическом направлении являлась для хозяйства основой, организующим началом, все хозяйственные операции рассматривались как перетекание одного вида прав и обязательств в другой, учет стоял на страже интересов собственника. Капитал это с точки зрения юридического направления сумма ценностей, абстрактное понятие – право собственника

распоряжаться активами.

В основе экономического направления лежат экономические процессы. Представители данного направления сделали вывод о наибольшей значимости для хозяйства определения его финансового результата, не как конечного результата, а как результат всех этапов его возникновения и его регистрации на счете прибылей и убытков [65, с.15]. Основная цель учета – это исследование результатов деятельности хозяйствующих субъектов, которые возникли в результате изменение состава и объема имущества, и объектом учета согласно данного подхода, как следствие, выступают не права и обязательства, а стоимости ценностей субъекта. И учет отражает движение стоимостей ценностей, принадлежащих хозяйствующему субъекту, по различным формам их вещественного представления. Совершившаяся хозяйственная операция рассматривается как изменение из одной в другую формы стоимости. Из чего следует, что факты хозяйственной деятельности, которые не вызывают изменения стоимости, на счетах бухгалтерского учета не отражаются [65, с.83]. В экономическом направлении динамика обязательств, которая играла важную роль в юридическом направлении, стала второстепенной, приобрела характер следствия хозяйственного процесса. Счет капитала является результирующим счетом, на котором отражается прибыль или убыток, как результат деятельности хозяйствующего субъекта. То есть с точки зрения экономического направления капитал - это осязаемые части собственности, которые реально изменяют стоимость с течением времени.

На категории капитал была основана балансовая теория учета И.Ф. Шерра, швейцарского ученого, который является основоположником статической балансовой теории. Он был первым, кто определил капитал, имеется в виду собственный авансированный капитал, как остаточный капитал, как разность между активами и обязательствами, то есть как «чистое имущество». Это балансовое уравнение называется капитальное уравнение Шерра. В статической концепции капитал рассматривается как гарантия интересов кредиторов, как возможный источник погашения обязательств. Статический баланс, таким образом, тяготеет к юридическому направлению в понимании сути капитала.

Динамическая же теория, развитая Э.Шмаленбахом, немецким ученым, в противоположность статической теории, в своей основе имела не отражение статических объектов, таких как имущество и обязательства, а динамических, таких как доходы и расходы. Капитал является фундаментальной основой динамической теории, а если точнее, то движение капитала, изменение стоимости его с течением времени. Экономисты с позиции динамической теории понимают капитал как определенный вид денег. Термин капитал противопоставляется такому термину как «доход». Капитал рассматривается как денежные средства, инвестированные в деятельность хозяйствующего субъекта, для того, чтобы путем приобретения долгосрочных и краткосрочных активов зарабатывать прибыль, доходы же денежные средства, заработанные в процессе деятельности [71, с. 8-12]. Капитал порождает прибыль, а также через нее определяется добавленная стоимость, заработанная капиталом. Весь учет на

предприятию рассматривается последователями динамического подхода как «зеркало капитала», а фазы его кругооборота отражаются активами и пассивами баланса [65]. Путем отражения хозяйственных операций в финансовой отчетности осуществляется движение и трансформация капитала. Экономическому направлению в большей степени соответствует динамическая концепция баланса. Капитал в динамической концепции можно сказать выступает измерителем эффективности деятельности хозяйствующего субъекта.

Фриц Шмидт пытался объединить цели динамической и статической балансовых теорий, в результате явился основоположником органического учета. В его теории в первые было проведено различие между прибылью и финансовым результатом. Прибыль рассматривалась как статическая величина, финансовый результат как динамическая. Органическая теория в своей основе содержит разделение капитала предприятия на два слоя: «наличие реальных учитываемых ценностей (капитал в натуральном измерителе) и наличие абстрактных учитываемых ценностей (капитал в денежном измерителе)» [65, с. 149].

Основным измерителем капитала считается натуральный. И балансовое уравнение приобретает вид равенства капитала и активов хозяйствующего субъекта. Органическая теория баланса выдвигает в качестве основной причины получения организацией положительного финансового результата способность организации накапливать и сохранять экономический потенциал, таким образом, она имеет общеэкономический характер. Идея, которая лежит в центре органической теории баланса состоит в том, что повышение стоимости активов, находящихся в собственности хозяйствующего субъекта, требует, чтобы часть прибыли, полученной им, шло на поддержания его потенциала на одном уровне. Если не будет учтено данное повышение стоимостей, то частично прибыль будет состоять из фиктивно прибыли, обусловленной инфляцией [72, с.331]. Именно органическая теория баланса лежит в основе концепций поддержания капитала и поддержания величины капитала, которые изложены в концептуальных основах представления финансовой отчетности, и которые очень популярны в наше время [73].

Согласно органической теории баланс является основным источником информационного обеспечения анализа фаз кругооборота капитала, который позволяет выявить размер фиктивной прибыли, полученной в результате инфляции, а не вследствие осуществления хозяйственной деятельности [72, с.348]. Органический баланс, таким образом, имеет своей целью устранение влияния процесса инфляции на размер прибыли, то есть увеличение устойчивости денежного измерителя, для определения объективной величины прибыли, и как следствие, капитала, с одной стороны и определение восстановительной (репродуктивной) стоимости активов – с другой стороны.

Таким образом, посредством объединения статического и динамического учетов, появилась эволюционно-адаптивная бухгалтерия. В соответствии с которой могут составляться как динамические, так и статические балансы. В развитии эволюционно-адаптивной теории наше внимание привлекла

направление развития, в соответствии с которым на основе балансового метода можно смоделировать деятельность предприятия в перспективе, с целью определения его (предприятия) стоимости. И, в данном случае, основным стоимостным показателем данного измерения выступает капитал. Дальнейшее развитие юридического направления (статической теории баланса) и экономического (динамическая теория) повлекло за собой возникновение компромиссных теорий бухгалтерского учета. И в рамках каждого такого направления ученые пытались трактовать капитал по своему. Взаимодействие теорий, а также многогранность категории капитал стали причиной формирования различных концепций капитала. Так Э.С.Хендриксенем и М.Ф.Ван Бредой выделяются пять теорий капитала: теория хозяйствующей единицы, теория собственности, теория остаточного капитала, теория фонда и теория предприятия [48, с.301]. М.И.Кутер также классифицирует теории капитала на три: теории приоритета предприятия, теории приоритета собственника и теории выделенных фондов [50, с.118]. В.Д. Новодворский высказывает мнение, что можно сказать, что высказанная М.И.Кутером теория приоритета предприятия объединяет в себе как теорию хозяйствующей единицы, так и теорию предприятия и теорию остаточного капитала, что подтверждает уместность тройственного деления капитала [50, с. 122-124].

Все эти определения капитала имеют одну общую черту, это остаточная природа капитала. Остаточный подход к определению капитала проистекает из приоритетного права кредиторов перед собственниками на удовлетворение претензий по обязательствам. То есть все эти формулировки основываются на правовом содержании капитала и не отражают его экономическую сущность, которая заключается в том, что он способен менять свою стоимость во времени под влиянием фактов хозяйственной жизни, таким образом они игнорируют способность капитала приносить доход. Авторы, которые стремятся рассмотреть капитал с позиции его экономической природы, рассматривают его как инвестиции в организацию или как потоки денежных средств, которые меняют ценность с течением времени.

Можно найти различные классификации форм проявления капитала в научной литературе по вопросам финансового менеджмента, но единая общепринятая классификация отсутствует. Э.С. Хендриксен и М.Ф. Ван Бреда, Й.Бетге, И.А.Бланк и другие экономисты выделали отдельные признаки классификации [48, 72, 74]. Но в выделении самих признаков и в подходах к классификации прослеживается отсутствие системности, что позволило выработать основные формы проявления капитала, в их основе лежит способность самостоятельного формирования информации организацией в соответствии с ее целями и назначением (рисунок 4).

В качестве комплексной экономической категории капитал определяет основы различных взаимоотношений (социальных, экономических и правовых) действующих в рамках любого предприятия партнерских групп. А также капитал может выступать в качестве критерия оценки оптимальности управленческих решений и являться основой при реализации социальной миссии предприятия.



Рисунок 4 – Комплексная система классификации капитала

Примечание – Составлено автором на основе данных изученной литературы [48, 50, 72, 74]

Капитал можно рассматривать как основной внутренний источник формирования ресурсов организации, а также как защитный буфер от угрозы банкротства, таким образом по нему можно определять уровень системы внутреннего контроля организации, ее эффективность, рентабельность ее деятельности. Таким образом, капитал можно рассматривать как характеристику инвестиционной привлекательности предприятия.

С.А. Святлов, А.Е. Ломейко, В.М. Ютиш в составленном ими словаре финансово-экономических терминов трактуют капитал предприятия как «совокупность средств предприятия, сформированных за счет вкладов участников и спонсоров предприятия, а также за счет прибыли полученной предприятием в ходе его функционирования. Для акционерных обществ собственным акционерным капиталом, в состав капитала, входят уставный капитал, добавочный капитал, резервный капитал, фонды, сформированные за счет спонсорских и аналогичных взносов, нераспределенная прибыль» [75, с.240].

В законе Республики Казахстан «О бухгалтерском учете и финансовой отчетности», капитал определен как доля в активах индивидуального предпринимателя или организации, остающаяся после вычета всех обязательств [76]. Из этого определения можно сделать вывод, что капитал - это его составляющих, таких как уставный, резервный капитал, эмиссионный доход, нераспределенная прибыль, являющаяся собственным источником средств организации для формирования ее активов.

Киргизский ученый А. Арзыбаев отмечает в своей научной работе, что «разность активов и обязательств организации далеко не всегда составляет его собственный капитал» [77, с.39].

Вопросы целесообразности изучения структуры капитала с точки зрения управления им сегодня рассматриваются с позиции двух основных подходов. Первый подход, классическая теория Модильяни-Миллера, согласно которой структура капитала не влияет на стоимость предприятия, и соответственно не имеет никакого особенного значения в его деятельности [4, с.179].

Второй подход – традиционный, который еще называют теорией оптимальной структуры капитала. С точки зрения данного подхода структура непосредственно влияет на результаты финансовой и хозяйственной деятельности предприятия. В.В. Ковалев считает, что соотношение отдельных составляющих капитала субъекта отражает риск вложения финансовых ресурсов в предприятие, иллюстрирует рентабельность капитала, и следовательно рентабельность и как следствие стоимость организации в целом.

Сведения о динамике и перспективах прав различных групп пользователей финансовой отчетности, представление о движении капитала и его частей, непосредственное представление обо всем этом дает нам структура капитала [48, с. 488].

Можно выделить составляющие капитала, разделив их по различным признакам, которые выделяются в зависимости от целей. Например, В.Ф. Палий для целей учета составляющих капитала описывает разделение его на активный и пассивный. Активный – это имущество предприятия, пассивный

отражает источники, из которых данное имущество образовалось. Пассивный капитал может быть разделен на заемный и собственный [78, с.115].

По мнению Л.А.Бернштейна, с которым трудно не согласиться, различные группы стейкхолдеров, и прежде всего акционеры компании, заинтересованы в информации о структуре капитала, она имеет для них первостепенное значение, в частности информация о гарантиях, которые влияют на остаточные права обыкновенных акций, таких как опционы, варранты, права конвертации, права на участие в дивидендах и другие сложные ценные бумаги. Так как данные права способны приводить к разводнению капитала [79].

Отсутствие точной общеупотребляемой трактовки капитала как категории дает возможность ученым модифицировать структуру капитала. Ряд ученых считает, что отсутствие постоянного источника структурирования капитала лежит в основе данной проблемы. Э.С. Хендриксен и М.Ф. Ван Бреда высказывают мнение, что основная трудность в определении структуры капитала заключается в его остаточности, то есть его оценка всегда связана с оценкой активов и обязательств [48, с. 492]. Они выделяют источники образования капитала собственников как: суммы вложенные акционерами, нераспределенную прибыль, как превышение чистой прибыли над выплаченными дивидендами, поступления от безвозмездной передачи активов от иных от акционеров лиц. К элементам капитала они относят эмиссионный доход, как оплаченный акционерами сверх номинала, капитал, образованный вследствие переоценок и нераспределенную прибыль [48, с. 489].

По мнению некоторых ученых понятия элементы капитала и источники капитала тождественны. Например, Л. Т. Гиляровская выделяет следующие элементы капитала как источники: уставный капитал, неоплаченный капитал, нераспределенную прибыль, также добавляет в структуру амортизационный капитал [52, с.75].

Дополнительно к уставному, добавочному капиталам и нераспределенной прибыли Йорг Бетге включает резервные фонды, обязательные и добровольные, резервы на собственные акции и прочие резервы созданные за счет прибыли в структуру капитала [72, с.229].

Тогда как В.Я. Кожин, а также В. Д. Новодворский, придерживаются официальной трактовки приведенной в нормативных документах [70, 80].

И.Н. Богатая добавляет в состав структуры капитала статью «Собственные акции» [81, с.186].

В вопросах состава, структуры капитала, ученые сходятся в том, что очевидно, что структура капитала и финансовый результат деятельности, оценка активов и обязательств находятся во взаимной зависимости и влияют друг на друга.

Капитал и его составляющие выполняют массу важных для предприятия функций. Анализ исследований различных ученых позволил выделить следующие основные функции:

- управление организацией;
- участие в прибылях;
- регламентация выплаты дивидендов;

- функция ответственности;
- рабочая функция;
- функция непрерывности;
- функция возмещения убытков;
- ограничение распределения прибыли;
- функция эффективности;
- финансирование расширенного воспроизводства.

Качественное выполнение данных функций, стоящих перед составными частями капитала, по нашему мнению, требует от предприятия организации из качественного и эффективного аналитического учета.

Из теоретического исследования экономической категории «капитал» можно сделать определенные выводы. «Капитал» в современной экономике используется в широком смысле и определяется как источник формирования активов. Но также имеет и другие смысловые значения, например, может определяться как вложения собственников и, накопленная за время деятельности предприятия, прибыль. Анализ его состава и структуры позволяет выделить такие его составляющие как акционерный капитал, эмиссионный доход, капитал, образовавшийся в следствие переоценки статей активов, нераспределенная прибыль и резервный капитал.

Тот факт, что представители малого, среднего и крупного бизнеса нацелены на привлечение инвестиционных ресурсов, является причиной повышенного интереса к капиталу предприятий, со стороны как фактических, так и потенциальных кредиторов и инвесторов.

Капитал можно разделить на отдельные статьи, несмотря на то, что он определяется как остаточные претензии собственников. Классификации в различной литературе приводятся разные, они часто связаны с нормативно-правовым регулированием. Например, в российских источниках капитал разделяется на уставный, добавочный, резервный и нераспределенную прибыль [82, с.212]. Анализируя казахстанские нормативно-правовые акты, регламентирующие представление финансовой отчетности можно выделить следующие составляющие капитала: акционерный капитал, эмиссионный доход, резервы и резервный капитал и нераспределенную прибыль [83]. Согласно международных стандартов финансовой отчетности, каждая компания решает вопрос о структуре своих источников финансирования и представления их в финансовой отчетности самостоятельно [84].

Капитал как уже было сказано можно разделить на собственный и заемный. Собственный капитал в свою очередь можно разделить на внутренний и внешний. Внешний капитал – это средства акционерного капитала и эмиссионного дохода, они были внесены в предприятия собственниками. Внутренний капитал возник внутри предприятия, прежде всего это нераспределенная прибыль, а также резервы и резервный капитал. Собственные выкупленные акции уменьшают акционерный капитал. Резервы представляют собой балансирующие статьи капитала, а резервный капитал является по сути частью прибыли, зарезервированной с определенными целями.

Структуру капитала акционерного общества с позиции представления в

финансовой отчетности в общем виде можно представить в виде следующего рисунка (рисунок 5).



Рисунок 5 – Структура капитала акционерного общества с позиции представления в финансовой отчетности

Примечание – Составлен автором на основе данных изученной литературы [83, 84]

С позиции изменчивости капитал можно выделить постоянный собственный капитал и переменный. Можно сказать, что акционерный капитал является постоянным, так как он остается неизменным до следующей эмиссии, либо до тех пор пока общее собрание акционеров не примет решение об его изменении.

Тогда как временные счета капитала акционерного общества изменяются ежегодно. К переменным или временным элементам капитала можно отнести резервы и резервные фонды, и нераспределенную прибыль акционерного общества.

В более общем смысле капитал, как источник финансирования разделяется на собственный и заемный.

Заемный капитал или обязательства могут быть представлены не только займами и кредитами банков, но и выпущенными облигациями к оплате. Банковские займы наиболее простой и распространенный формат привлечения капитала. Выпуск облигаций альтернативный способ привлечения заемных средств, с фиксированным уровнем доходности. Отдача на капитал у кредиторов, предоставляющих акционерному обществу заемный капитал носит фиксированный характер и выражается в процентах на капитал и в возврате

основной суммы долга по окончании срока займа, тогда как держатели долевых инструментов получают отдачу в виде дивидендов, также они могут реализовать акции до завершения проекта.

С позиции удовлетворения требований держателей различных финансовых инструментов, капитал находится на самой низкой позиции, можно сказать, что требования акционеров будут удовлетворены в последнюю очередь. Тогда как обязательства стоят в рейтинге на вершине шкалы (рисунок 6). Однако граница между капиталом и обязательствами не всегда четкая. Можно выделить третью форму капитала промежуточного капитала. В состав промежуточного капитала можно выделить такие виды капитала как субординированный долг, из-за очень пролонгированных сроков его погашения, конвертируемые ценные бумаги, привилегированные акции.

Заемный капитал	Обязательства	Промежуточный капитал
	Субординированный долг	
Конвертируемый капитал	Конвертируемые ценные бумаги	
Собственный капитал	Привилегированный акции	
	Простые акции	

Рисунок 6 – Классификация капитала по приоритету удовлетворения требований

Примечание – Составлено автором на основе данных изученной литературы

Субординированный долг имеет более низкий уровень приоритетности, нежели другие обязательства, и поэтому обычно имеет более высокий уровень процента, для покрытия данного риска. Конвертируемые ценные бумаги представляют собой гибридные финансовые инструменты, такие как конвертируемые облигации и другие обязательства со встроенным правом обмена на долевые инструменты. Привилегированные акции имеют фиксированный уровень доходности и более высокий приоритет по удовлетворению требований в случае ликвидации или банкротства нежели простые акции.

Промежуточный капитал позволяет привлечь частных инвесторов, потому что он может быть более привлекательным для инвестирования, так как позволяет снизить риск вложений в капитал в условиях неопределенности, дает возможность инвестору конвертировать свои финансовые инструменты в простые акции.

Выводы по первому разделу

На основе анализа, систематизации и обобщения трудов отечественных и

зарубежных ученых экономистов были выявлены особенности и сформулировано авторское определение инвестиционной привлекательности компании.

Инвестиционная привлекательность компании - это система экономических отношений, объективных свойств, характеристик и показателей акционерного общества, определяющая платежеспособный спрос на инвестиции, вероятность получения приемлемого уровня доходности на вложенный капитал при минимальном риске, позволяющая учесть интересы всех участников инвестиционного процесса с целью повышения конкурентоспособности, рыночной стоимости компании на основе эффективного использования капитала.

Далее были рассмотрены основные подходы к оценке инвестиционной привлекательности. Был сделан вывод, что для того, чтобы объективно отражать уровень инвестиционной привлекательности методика должна соответствовать определенным требованиям. Для того чтобы инвесторы могли сделать обоснованный выбор необходимо, чтобы методика учитывала факторы внешней среды, отражала доходность вложенного капитала и была сопоставима со стоимостью капитала.

Методы оценки инвестиционной привлекательности были систематизированы в три подхода:

- основанный на анализе показателей финансово-хозяйственной деятельности и конкурентоспособности акционерных обществ;
- основанный на оценке инвестиционного риска и инвестиционного потенциала, с применением методов оценки инвестиционных проектов;
- основанный на оценке рыночной стоимости акционерного общества.

Наличие необходимого капитала (инвестиционного ресурса) является одним из определяющих показателей инвестиционной привлекательности акционерного общества. При этом стоимость капитала определяется его структурой.

2 ПРАКТИКА УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛОМ ДЛЯ ПОВЫШЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ СТРАХОВЫХ КОМПАНИЙ

2.1 Тенденции развития и оценка финансового состояния страхового сектора Республики Казахстан

Страхование является динамично развивающейся сферой казахстанского бизнеса. Объемы страховых операций на финансовом рынке ежегодно увеличиваются. Анализ данных Комитета по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций Национального банка Республики Казахстан (КФК РК) показывает, что в течение последних трех лет количество страховых компаний уменьшается, но совокупные активы и капитал страхового сектора растут (рисунок 7).

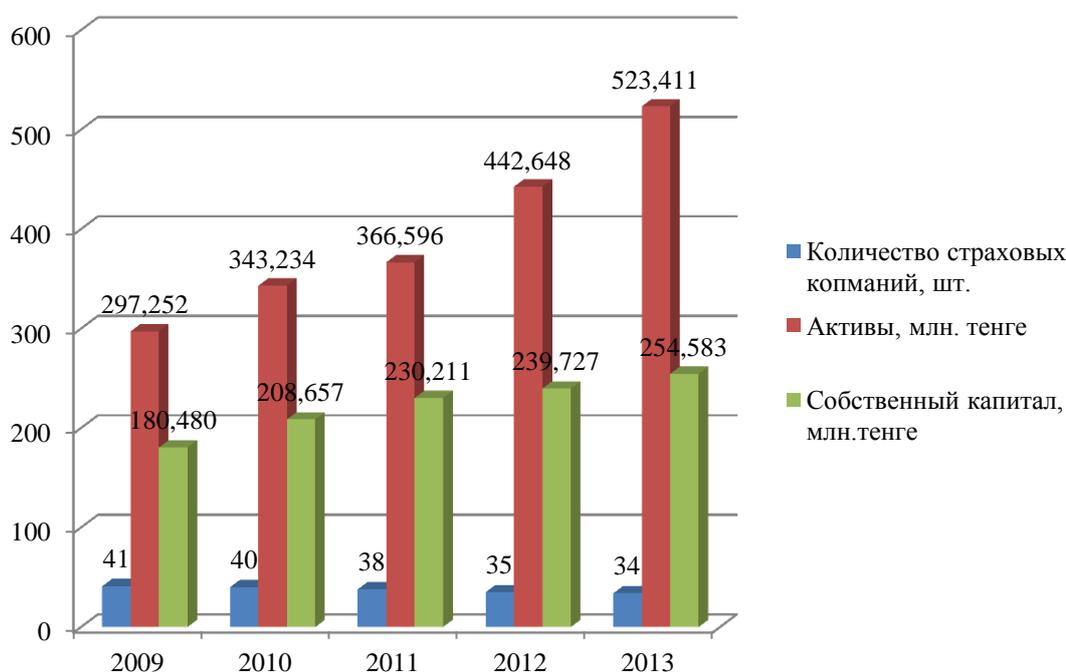


Рисунок 7 – Динамика страхового сектора Республики Казахстан

Примечание – Разработано автором на основе данных НБ РК

Структура страхового сектора Республики Казахстан выглядела следующим образом (таблица 3). На 1 января 2014 года количество страховых организаций составило 34, в том числе 7 – по страхованию жизни.

Согласно отчета о финансовой стабильности за 2012, подготовленного Национальным банком РК в страховом секторе в 2012 году наблюдалась концентрация рисков в отрасли страхования жизни.

Таблица 3 - Структура страхового рынка Республики Казахстан
Институциональная структура страхового сектора

Показатель	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
Количество страховых организаций	41	40	38	35	34
в том числе по страхованию жизни	7	7	7	7	7
Количество страховых брокеров	13	13	13	13	14
Количество актуариев	63	70	85	82	72
Количество страховых (перестраховочных) организаций являются участниками АО "Фонд гарантирования страховых выплат"	32	27	33	31	30
Примечание – Составлено автором на основе данных НБ РК					

Кроме того, принятые регуляторные меры не позволили качественно улучшить сферу перестрахования [85, 86]. При этом инвестиционная деятельность страховых организаций была в основном подвержена влиянию рисков, присущих отечественному фондовому рынку, активность которого оставалась низкой и затрудняла осуществление адекватной оценки стоимости ценных бумаг страховыми организациями.

Совокупный объем активов страховых (перестраховочных) организаций на 1 января 2014 года составил 523 410,8 млн. тенге, что почти в два раза больше аналогичного показателя на 1 января 2010 года, в том числе (таблица 4):

Таблица 4- Структура совокупных активов страхового сектора РК, млн.тенге

Активы	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
Деньги	10 517,90	27 431,40	24 357,90	11 909,30	19 578,80
Вклады размещенные	75 986,50	70 699,70	92 002,00	105 220,60	128 279,40
Ценные бумаги	123 268,30	151 171,80	182 267,60	229 640,60	269 002,90
Операция "обратное РЕПО"	8 779,80	9 589,20	9 692,50	3 097,10	10 902,30
Страховые премии к получению от страхователей и посредников	14 886,90	16 166,60	20 697,70	21 570,20	18 313,00
Основные средства	4 537,80	6 656,10	8 255,10	8 442,40	9 179,10
Активы перестрахования	41 647,20	44 662,90	32 827,60	43 834,70	46 845,80
Прочая дебиторская задолженность	13 224,00	11 953,00	10 884,20	10 541,80	12 476,90
Другие активы	4 403,80	4 903,70	6 687,30	8 473,40	8 832,60
Итого активы	297 252,20	343 234,40	387 672,00	442 730,20	523 410,80
Примечание – Составлено автором на основе данных НБ РК					

В целом активы страховых компаний выросли почти в два раза, стабильный прирост наблюдается по всем видам активов, только в незначительных по удельному весу статьях, таких как денежные средства,

операции «Обратное РЕПО», можно наблюдать колебания, но в долгосрочной (пятилетней) перспективе и по этим статьям наблюдается увеличение. Наибольший абсолютный прирост наблюдается по ценным бумагам на 118% (или 145 734,6 млн.тенге) и вкладам размещенным (на 69% или 52 292,9 млн.тенге).

Совокупные обязательства страхового сектора также выросли за последние пять лет с 2010 по 2013 год в два раза (таблица 5).

Таблица 5 - Структура совокупных обязательств страхового сектора Республики Казахстан, млн. тенге

Обязательства	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	Изменения к 2010 году
Резервы	114 919,20	127 858,40	174 275,80	240 283,70	125 364,50
Займы полученные	0,00	6 000,00	4 501,60	676,1	676,10
Расчеты с перестраховщиками	10 136,40	11 484,10	12 145,90	13 314,70	3 178,30
Расчеты с посредниками по страховой (перестраховочной) деятельности	714,50	884,20	1 679,00	1 379,50	665,00
Счета к уплате по договорам страхования (перестрахования)	796,40	787,60	917,9	1 065,70	269,30
Прочая кредиторская задолженность	2 310,50	2 678,20	3 477,30	3 515,30	1 204,80
Прочие обязательства	5 699,80	6 817,00	5 991,60	8 592,80	2 893,00
Итого обязательства	134 576,80	156 509,50	202 989,20	268 827,80	134 251,00
Примечание – Составлено автором на основе данных НБ РК					

По состоянию на 1 января 2014 года сумма обязательств страховых (перестраховочных) организаций составила 268 827,8 млн. тенге, что на 100% больше аналогичного показателя на 1 января 2011 года. Рост наблюдается практически по всем видам обязательств. Но так как в общем объеме обязательств резервы занимают наибольший удельный вес, то именно их рост оказал наибольшее влияние на рост обязательств.

На отчетную дату объем страховых резервов, сформированных страховыми (перестраховочными) организациями для обеспечения исполнения принятых обязательств по действующим договорам страхования и перестрахования, составил 240 283,7 млн. тенге, что на 109% больше объема сформированных резервов на 1 января 2011 года.

В целом динамику активов, обязательств и капитала страховых компаний Республики Казахстан за 5 лет с 2010 по 2013 годы можно увидеть на рисунке 8.



Рисунок 8 - Динамика активов, собственного капитала и страховых резервов (млрд. тенге)

Примечание – Составлено автором на основе данных НБ РК

Объем страховых премий, принятых по договорам прямого страхования, по состоянию на 1 января 2014 года составил 240 млрд. тенге, что на 138 % больше аналогичного показателя на 1 января 2010 года (таблица 6).

Таблица 6 - Поступление страховых премий (сумма указана за вычетом страховых премий, принятых по договорам перестрахования)

Поступление страховых премий	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
1	2	3	4	5
Всего, в том числе по:	139 963,90	175 528,70	211 671,30	253 072,60
Обязательному страхованию, в том числе:	35 437,00	45 465,40	48 791,10	53 118,60
гражданско-правовая ответственность владельцев транспортных средств	20 881,90	25 575,10	27 915,30	31 035,50
страхование работника от несчастных случаев при исполнении им трудовых (служебных) обязанностей	11 299,70	16 736,70	17 610,10	18 376,70
гражданско-правовая ответственность перевозчика перед пассажирами	892,7	1 123,40	1 294,30	1 525,50
экологическое страхование			903,3	1 001,80
гражданско-правовая ответственность владельцев объектов, деятельность которых связана с опасностью причинения вреда третьим лицам			514,5	535,9
страхование в растениеводстве			411,8	479,4
прочие классы обязательного страхования	2 362,80	2 030,20	141,9	163,8

Продолжение таблицы 6

1	2	3	4	5
Добровольному личному страхованию, в том числе:	35 144,90	53 521,80	85 156,60	92 111,90
страхование жизни	1 655,30	6 473,40	15 020,70	28 755,80
аннуитетное страхование	16 990,50	24 005,50	37 417,20	27 820,00
страхование от несчастных случаев	6 755,00	11 074,60	17 089,90	17 009,60
страхование на случай болезни	9 744,10	11 968,30	15 628,80	18 526,60
Добровольное имущественное страхование, в том числе:	69 382,00	76 541,60	77 723,60	107 842,10
страхование имущества, за исключением пунктов 3.1-3.5	32 733,90	37 075,60	35 304,60	33 997,10
страхование гражданско-правовой ответственности, за исключением классов, указанных в пунктах 3.7-3.9	16 583,10	13 890,60	11 009,70	14 003,10
страхование от прочих финансовых убытков	6 282,30	10 648,20	14 152,50	31 778,90
страхование автомобильного транспорта	3 206,00	3 982,70	6 426,10	11 980,90
страхование грузов			4 347,20	7 164,00
прочие классы добровольного имущественного страхования	10 576,70	10 944,50	6 483,40	8 918,00
Примечание – Составлено по данным НБ РК				

Основную долю страховых премий занимает добровольное имущественное страхование (107 842,1 млн. тенге или 42,6% от общего объема страховых премий). В течение текущего года продолжается тенденция увеличения добровольного имущественного страхования (рисунок 9).



Рисунок 9 - Динамика структуры страховых премий (млн. тенге)

Примечание – Составлено по данным НБ РК

По добровольному личному страхованию собрано 92 111,9 млн. тенге, или

36,4% совокупного объема страховых премий, по обязательному страхованию - 53 118,6 млн. тенге, или 21,0%. В целом изменения структуры динамики говорит о снижении доли добровольного имущественного и обязательного страхования за счет увеличения доли добровольного личного страхования. Так как в абсолютном значении суммы полученных страховых премий растут по всем трем видам страхования, то данный факт говорит о том, что добровольное личное страхование увеличивается более быстрыми темпами.

Таблица 7 - Поступление страховых премий по отраслям страхования

Отрасли	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
	млн.тенге	млн.тенге	млн.тенге	млн.тенге	млн. тенге
Всего по отраслям страхования	113 289,70	139 963,90	175 528,70	211 671,30	253 072,60
Страхование жизни	9 331,30	18 645,80	30 478,80	52 437,90	56 575,80
Общее страхование	103 958,40	121 318,10	145 049,90	159 233,50	196 496,80

Примечание – Источник сайт КФК РК

Отрасль "страхование жизни". По состоянию на 1 января 2014 года объем страховых премий, собранных по отрасли "страхование жизни", составил 56 575,8 млн. тенге, что на 7,9% больше, чем на аналогичную дату прошлого года. Доля страховых премий, собранных по отрасли «страхование жизни» в совокупных премиях, на отчетную дату составила 22,4%, против 24,8% на 1 января 2013 года (рисунок 10).

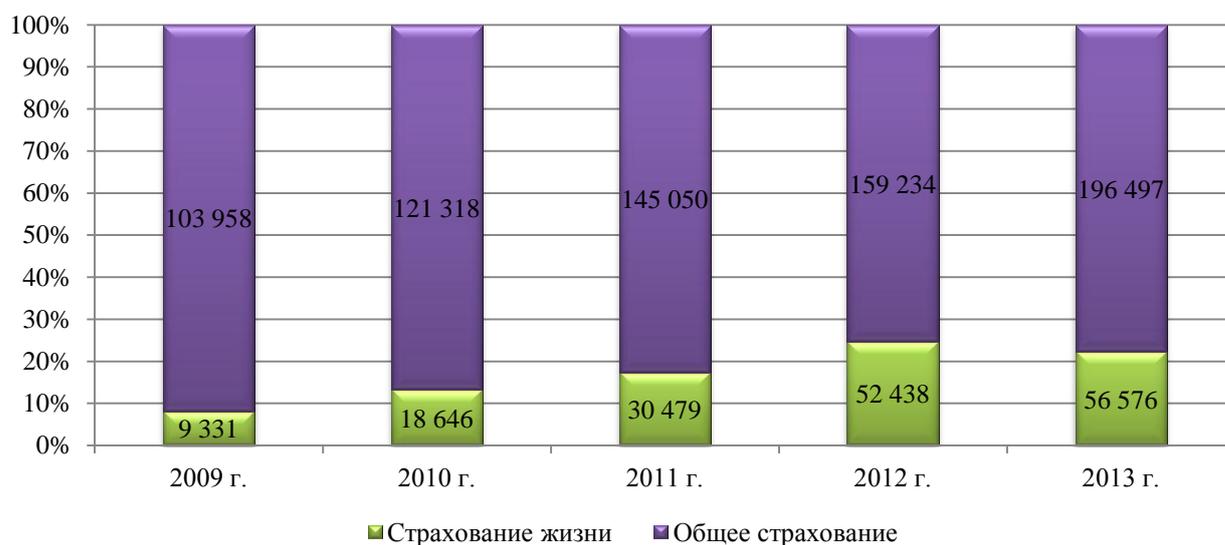


Рисунок 10 - Динамика страховых премий по отраслям страхования (млн. тенге)

Примечание – Составлено по данным НБ РК

По обеим отраслям страхования наблюдается рост поступлений страховых

премий. Отрасль Общее страхование превалирует над страхованием жизни, однако страхование жизни показывает более быстрые темпы роста. Объем страховых премий, собранных за 2013 года по отрасли "общее страхование", составил 196 496,8 млн. тенге, что на 98 % больше, чем за 2009 год. Тогда как прирост премий по страхованию жизни составил 506%.

Объем страховых премий, переданных на перестрахование, составил 75 086,0 млн. тенге или 29,7% от совокупного объема страховых премий по договорам прямого страхования (рисунок 11). При этом на перестрахование нерезидентам Республики Казахстан, передано 24,0% от совокупного объема страховых премий по договорам прямого страхования.

Общая сумма страховых премий, принятых страховыми (перестраховочными) организациями по договорам перестрахования составляет 26 130,8 млн. тенге. При этом сумма страховых премий, принятых в перестрахование от нерезидентов Республики Казахстан, составляет 12 959,1 млн. тенге.

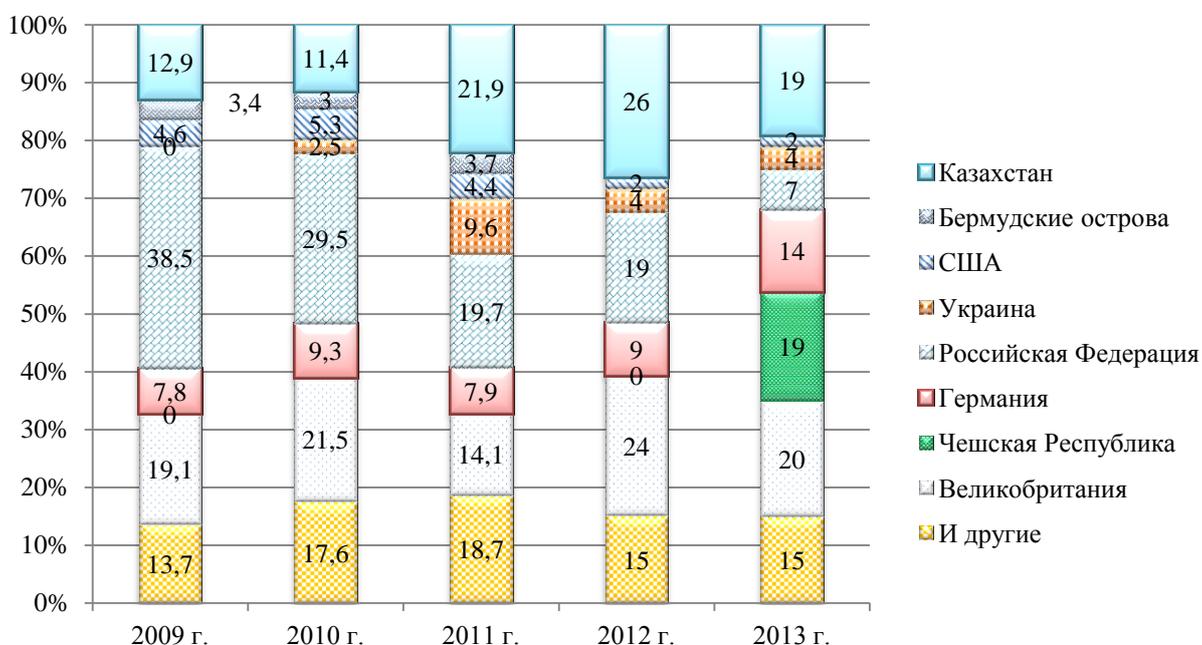


Рисунок 11 - Структура страховых премий, переданных на перестрахование по странам, %

Примечание – Составлено по данным НБ РК

Можно сказать, что в структуре перестрахования преобладает перестрахование в зарубежных компаниях, что вызывает большой отток перестраховочных премий и небольшим объемом возмещений в виде перестраховочных премий от организаций – нерезидентов. Чрезмерный отток ресурсов через каналы перестрахования ограничивает рост капитализации и сдерживает его полноценное развитие.

Существует объективная необходимость передачи рисков на

перестрахование международным перестраховщикам, имеющим высокий рейтинг, в целях диверсификации страхового портфеля, обеспечения финансовой устойчивости и защиты от крупных катастрофических убытков [85].

Страховые выплаты в целом по страховому рынку растут, так же как и общие объемы операций. Объем страховых выплат (за вычетом страховых выплат, осуществленных по договорам, принятым в перестрахование), произведенных за 2013 года, составил 51 990,1 млн. тенге, что на 23,6% меньше, чем на аналогичную дату прошлого года, но почти в два раза больше аналогичных выплат 2009 года (таблица 8).

Таблица 8 - Структура страховых выплат

Страховые выплаты	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
1	2	3	4	5	6
Всего, в том числе по:	29 830	25 251	43 139	68 060	51 990
Обязательному страхованию, в том числе:	8 790	9 334	11 737	16 164	19 990
гражданско-правовая ответственность владельцев транспортных средств	3 375	4 349	6 655	8 513	11 263
страхование работника от несчастных случаев при исполнении им трудовых (служебных) обязанностей	4 591	4 088	4 792	6 483	8 182
страхование в растениеводстве	767			942	309
прочие классы	57	898	291	226	236
Добровольное личное страхование, в том числе:	8 965	13 008	22 886	39 990	22 828
страхование жизни	197	164	245	451	545
аннуитетное страхование, в том числе	1 887	5 918	13 797	28 992	8 783
страхование от несчастных случаев	641	516	404	323	327
страхование на случай болезни	6 240	6 410	8 441	10 224	13 174
Добровольное имущественное страхование, в том числе:	12 075	2 908	8 516	11 906	9 172
страхование имущества, за исключением автомобильного, воздушного, железнодорожного, водного транспорта и страхование грузов	8 350	616	1 223	7 691	3 885
страхование автомобильного транспорта	1 573	1 213	1 311	1 598	2 621
страхование гражданско-правовой ответственности, за исключением гражданско-правовой ответственности	244	71	493	1 832	783

Продолжение таблицы 8

1	2	3	4	5	6
владельцев автомобильного, воздушного и водного транспорта					
страхование от прочих финансовых убытков	1 071	173	4 298	50	483
страхование грузов	170			483	1 065
прочие классы	667	836	1 191	252	336
Примечание – Составлено по данным НБ РК					

Из общей суммы страховых выплат, произведенных за 2013 года наибольшую долю занимают страховые выплаты по добровольному личному страхованию - 43,9%, по обязательному страхованию - 38,4% и по добровольному имущественному страхованию - 17,6%.

Структура страховых выплат за последние 5 лет в период с 2009 по 2013 годы менялась, но с 2010 года лидирующие позиции занимает добровольное личное страхование, пик выплат пришелся на 2012 год когда было выплачено почти 40 млрд. тенге по данной области страхования. На втором месте находится обязательное страхование и на третьем добровольное имущественное страхование. В 2009 году по добровольному имущественному страхованию было произведено больше выплат, чем по двум другим видам страхования, затем выплаты пошли на убыль, наименьшее значение в 2 908 млн.тенге было зафиксировано в 2010 году, затем выплаты начали стабильно увеличиваться и в 2012 достигли суммы 11 904 млн.тенге. В 2013 сумма опять снизилась до 9 172 (рисунок 12).



Рисунок 12 - Динамика страховых выплат (млн. тенге)

Примечание – Составлено автором на основе данных НБ РК

Эффективность деятельности страховых (перестраховочных) организаций,
роль в экономике Республики Казахстан

Таблица 9 - Доходы и расходы страховых перестраховочных организаций

Прибыль / Убыток	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
Доходы от страховой деятельности	79696	91522	125661	166700	193572
Доходы от инвестиционной деятельности	18797	20800	18220	25963	26270
Прочие доходы	481	411	595	993	803
Итого доходов	98973	112734	144476	193656	220645
Чистые расходы по осуществлению страховых выплат	16106	24238	35020	61332	46262
Прочие расходы	52555	49051	69786	95499	134584
Итого расходов	68661	73289	104806	156831	180846
Чистая прибыль (убыток) до уплаты корпоративного подоходного налога	30313	39445	39669	36825	39799
Корпоративный подоходный налог	3709	3764	5169	4601	10205
Итого чистая прибыль (убыток) после уплаты налогов	26604	35681	34500	32224	29594
Примечание – Составлено на основе данных НБ РК					

Чистая прибыль страхового сектора на отчетную дату составил 29 594,4 млн. тенге, что на 8,2% меньше, чем на аналогичную дату прошлого года. Доходы от страховой деятельности составили 193 572,0 млн. тенге и увеличились на 16,1% по сравнению с аналогичной датой прошлого года. При этом, расходы также увеличились на 15,3% по сравнению с аналогичной датой прошлого года.

Кроме того следует отметить, что если доходы страхового сектора выросли почти в 2,5 раза, по сравнению с 2009 годом, то прибыль выросла только на 11%. То есть рентабельность продаж и как следствие эффективность страховых компаний снизилась.

Анализ макроэкономических показателей страхового сектора выявил, что рост ВВП в два раза за пятилетний период с 2009 по 2013 год привел к аналогичному росту отношения страховых премий на душу населения (Таблица 12). Отношение же собственного капитала и активов к ВВП стабильно снижается. Так отношение собственного капитала к ВВП в 2009 году составляло 1,04%, тогда как в 2013 оно составила 0,74%. Это говорит о том, что рост собственного капитала происходит меньшими темпами нежели рост страховых премий.

Таблица 10 - Макроэкономические показатели страхового сектора

Основные показатели страхового сектора	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
ВВП, в млрд. тенге	17 411,90	19 303,60	26 310,20	31 442,70	34 291,00
Отношение страховых премий к ВВП, в %	0,65	0,73	0,67	0,67	0,74
Отношение собственного капитала к ВВП, в %	1,04	1,08	0,88	0,76	0,74
Отношение активов к ВВП, в %	1,71	1,78	1,47	1,41	1,53
Отношение страховых премий на душу населения, в тенге	7171,5	8 645,30	10 537,40	12 517,90	14 877,40
Примечание – Составлено на основе данных НБ РК					

Однако в деятельности страховых организаций в 2013 году сохраняется зависимость от состояния банковского сектора. Банковский сектор выполняет роль главного драйвера страхового рынка, так как он генерирует основную долю страховых премий (рисунок 13).

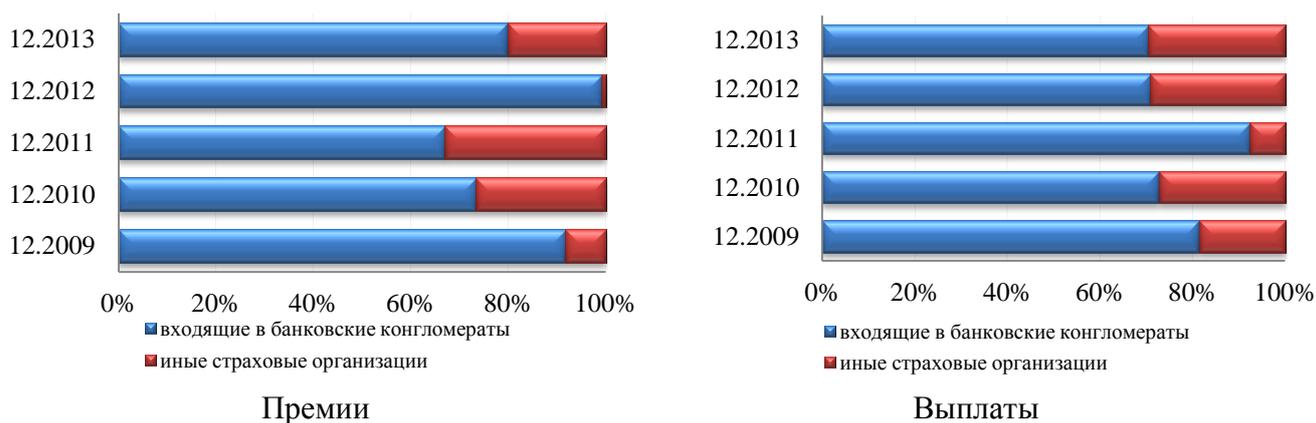


Рисунок 13 - Доля страховых премий и выплат, полученных и выплаченных банковскому страхованию, в %

Примечание – Составлено на основе данных НБ РК

В период с 01.01.2009г. по 01.01.2014г. на страховом рынке наблюдается увеличение уровня концентрации по страховым премиям и страховым выплатам (Таблица 11).

Таблица 11 - Концентрация страхового сектора, %

Доля от совокупных показателей страхового рынка, %	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
1	2	3	4	5	6
Страховые премии пяти крупных страховых компаний	43,5	37,5	31,8	32,5	37,6

Продолжение таблицы 11

1	2	3	4	5	6
Страховые премии десяти крупных страховых компаний	65	54	50,5	52,1	56,6
Страховые выплаты пяти крупных страховых компаний	52,8	33	22,4	24,6	35
Страховые выплаты десяти крупных страховых компаний	72,2	47,1	41,4	50,5	56,2
Активы пяти крупных страховых компаний	51,3	51,6	52,6	49,5	49,1
Собственный капитал пяти крупных страховых компаний	60,6	62,8	63,3	60,8	62,8
Примечание – Составлено на основе данных НБ РК					

На долю 5 крупнейших страховых компаний приходится 37,6% совокупных страховых премий и 35,0% страховых выплат. Доля пяти крупнейших страховых компаний в совокупных активах страхового рынка составила 49,1%.

Объем страховых премий, принятых по договорам прямого страхования, по состоянию на 1 января 2014 года составил 253 072,6 млн. тенге, что на 19,6% больше аналогичного показателя на 1 января 2013 года.

Основную долю страховых премий занимает добровольное имущественное страхование (107 842,1 млн. тенге или 42,6% от общего объема страховых премий). В течение текущего года продолжается тенденция увеличения добровольного имущественного страхования.

По добровольному личному страхованию собрано 92 111,9 млн. тенге, или 36,4% совокупного объема страховых премий, по обязательному страхованию – 53 118,6 млн. тенге, или 21,0%.

Для дальнейшего анализа было решено проанализировать страховые компании по финансовому положению. Для анализа финансового положения компаний были взяты 5 показателей из основных финансовых показателей страховых и перестраховочных организаций.

x_1 – сумма активов страховой организации, тыс.тенге;

x_2 – страховые резервы страховой организации, тыс. тенге;

x_3 – собственный капитал, тыс. тенге;

x_4 – нераспределенный доход (непокрытый убыток) отчетного периода, тыс. тенге;

x_5 – чистая сумма страховых премий полученных страховой организацией за год, тыс. тенге.

Данные взятые для анализа представлены в таблице 12.

Для исследования совокупности страховых компаний республики был применен кластерный анализ с целью разделения страховых компаний на группы, которые имеют общие закономерности. Были применены агломеративные иерархические процедуры кластерного анализа и метод х-средних. Для более содержательного были применены метод Варда, с

использованием евклидовой метрики.

Таблица 12 – Основные финансовые показатели страховых (перестраховочных) организаций Республики Казахстан по состоянию на 01.01.2014 года [61]

Наименование страховой (перестраховочной) организации	Активы (x_1)	Страховые резервы (x_2)	Собственный капитал (x_3)	Нераспределенный доход (непокрытый убыток) отчетного периода (x_4)	Чистая сумма страховых премий (x_5)
1	2	3	4	5	6
АО "СК "Евразия"	83 670 879	26 336 795	53 125 078	4 015 668	24 498 141
АО "СК "Виктория"	51 929 658	3 992 874	47 550 762	1 208 790	2 511 754
АО "ДСК Народного банка Казахстана "Халык - Казахстанстрах"	37 660 064	13 778 242	20 579 769	2 925 315	11 707 774
АО "ДК БТА Банка "БТА Страхование"	30 557 202	5 282 983	23 998 494	1 864 705	4 452 062
АО "СК "Казкоммерц-Полис" (ДО АО "Казкоммерцбанк")	17 607 506	6 719 814	9 191 004	149 398	3 270 275
АО "Экспортно-кредитная страховая корпорация "КазЭкспортГарант"	12 442 182	402 504	11 203 554	777 127	612 329
АО "ДК по страхованию жизни БТА Банка "БТА Жизнь"	23 567 840	17 648 819	4 915 334	358 960	5 080 228
АО "КСЖ Государственная аннуитетная компания"	22 414 573	19 808 422	2 243 549	-70 862	5 276 938
АО "Kaspi Страхование"	52 996 277	37 560 295	14 731 345	11 738 005	43 579 440
АО "ДО АО "БТА Банк" СК "Лондон-Алматы"	12 197 709	3 449 191	7 573 203	810 184	2 810 781
АО "СК "НОМАД Иншуранс"	17 656 988	9 243 907	4 950 383	322 652	4 896 733
АО "Нефтяная страховая компания"	10 762 806	6 687 387	3 524 490	202 929	8 847 527
АО "СК "Альянс-Полис"	8 843 448	4 113 655	3 998 721	-2 767 251	2 584 133
АО "ДК Народн.Банка Каз-на по страхованию жизни "Халык-Life"	16 807 271	13 226 143	2 906 564	161 028	7 707 776
АО "СК Amanat insurance"	6 202 604	3 147 462	2 309 690	20 259	2 806 683
АО "КСЖ "Казкоммерц -Life" (ДО АО "Казкоммерцбанк")	11 195 574	8 935 156	2 021 853	400 031	11 631 527
АО "СК "Сентрас Иншуранс"	5 770 776	2 845 916	2 243 325	-183 504	3 133 312

Продолжение таблицы 12

1	2	3	4	5	6
АО "СК "Коммеск-Омір"	5 267 004	2 436 543	2 356 168	70 665	2 081 445
АО "СК "Alliance - Страхование Жизни"	8 617 229	7 215 992	1 319 258	-410 614	2 879 012
АО "СК "Казахмыс"	9 859 882	5 837 116	2 801 267	657 135	731 617
АО "Чартис Казахстан Страховая Компания"	2 760 329	592 013	1 952 231	54 292	433 577
АО "СК "ТрансОйл"	3 590 596	559 277	2 959 547	60 664	1 024 492
АО "Зерновая страховая компания"	3 969 752	1 120 594	2 728 234	417 544	1 293 966
АО "СК "Алатау"	2 508 510	1 175 156	989 983	-396 422	1 776 125
"АО "ДО АО "Цеснабанк" СК "Цесна-Гарант"	12 016 443	6 453 809	4 506 803	-1 622 956	6 516 957
АО "СК "АСКО"	2 537 109	949 920	1 504 063	165 667	1 747 994
АО "ДО АО "Нурбанк" СК "Нурполис"	1 670 882	296 409	1 332 753	-88 139	520 053
АО "КК ЗиМС "ИНТЕРТИЧ"	2 936 321	776 871	1 970 727	270 348	3 183 009
АО " СК "Trust Insurance"	1 227 347	228 323	992 023	39 029	180 821
АО "Медицинская страховая компания "Архимедес - Казахстан"	1 037 332	340 233	665 790	59 581	910 300
АО "КСЖ "PPF Insurance"	9 353 741	4 997 847	3 900 442	1 402 618	18 635 727
АО "СК "Kompetenz"	4 400 077	1 684 496	2 158 176	-187 111	510 841
АО "СК "Standard"	6 433 800	3 882 912	2 330 800	-82 689	2 384 160
АО "КСЖ "НОМАД LIFE"	22 941 100	18 556 661	3 047 629	71 418	13 899 894
Итого по республике	523 410 811	240 283 737	254 583 012	22 414 464	204 117 403
Примечание – Составлено на основе данных НБ РК					

Группировка коэффициентов основывается на функции Евклидова расстояния. Далее с помощью программного обеспечения SPSS Statistika была проведена процедура кластеризации. В результате был получена дендрограмма (рисунок 14).

По данной дендрограмме было принято решение разбить страховые компании Республики Казахстан на три группы. Наблюдения 1, 2, 3, 4 и 9 были объединены в один кластер (приложение Б).

В первом кластере представлены 5 компаний, во втором 9, третий кластер самый многочисленный представлен 20 компаниями.

Dendrogram using Ward Method

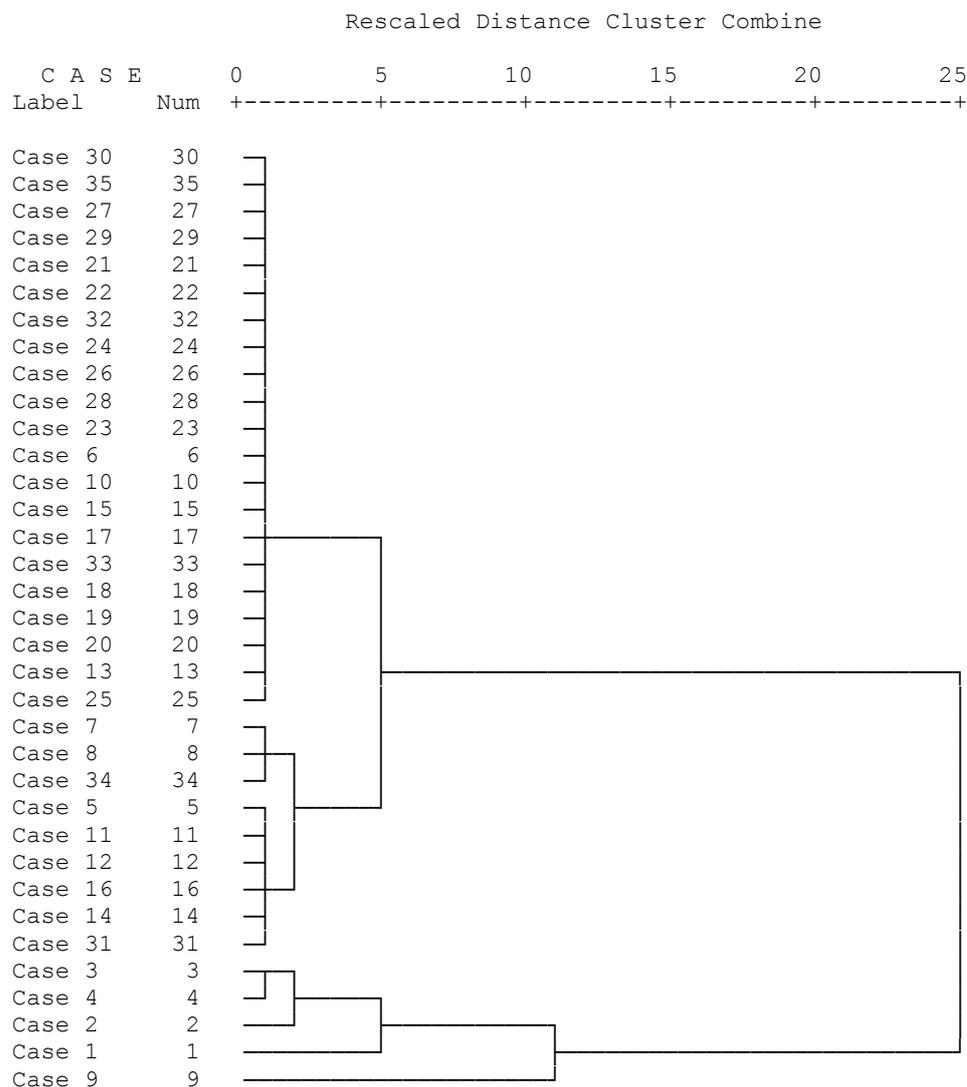


Рисунок 14 – Дендрограмма разбиения страховых компаний РК на кластеры

Примечание – Сформировано программой SPSS Statistika

Для лучшего представления о кластерах нами были выведены средние значения по показателям (таблица 13).

Таблица 13 – Средние показатели по кластерам

Ward Method		Активы	Страховые резервы	Собственный капитал	Нераспределенный доход (непокрытый убыток) отчетного периода	Чистая сумма страховых премий
1	Mean	51400000	17390237,8	31997089,6	4350496,6	17349834,2
	N	5	5	5	5	5
	Std. Deviation	20420000	14370000	17180000	4265208,476	17010000
2	Mean	16900000	11758239,56	4077916,44	333130,22	8805180,56
	N	9	9	9	9	9
	Std. Deviation	5473000	5689590,192	2178582,337	427359,459	5050061,653
3	Mean	5500000	2282612	2789602,57	-109507,62	1871722,14
	N	21	21	21	21	21
	Std. Deviation	3792000	2173235,446	2471475,835	788490,498	1456689,951
Total	Mean	15000000	6877434,2	7293381,43	641457	5865770,31
	N	35	35	35	35	35
	Std. Deviation	17770000	8383772,629	12020000	2223846,793	8533823,786
Примечание – Составлено в программе SPSS Statistika на основе данных НБ РК						

Как видно из таблицы 12 в первой группе собраны более крупные с точки зрения размера активов и собственного капитала компании, которые имеют достаточно большой размер собственного капитала, страховых резервов и являются прибыльными. Самой крупной с позиции размера активов является компания АО "СК "Евразия"(размер ее активов в полтора раза больше среднего значения), самой прибыльной является АО "Kaspi Страхование" прибыль данной компании более чем в два раза больше среднего значения по группе (рисунок 15).

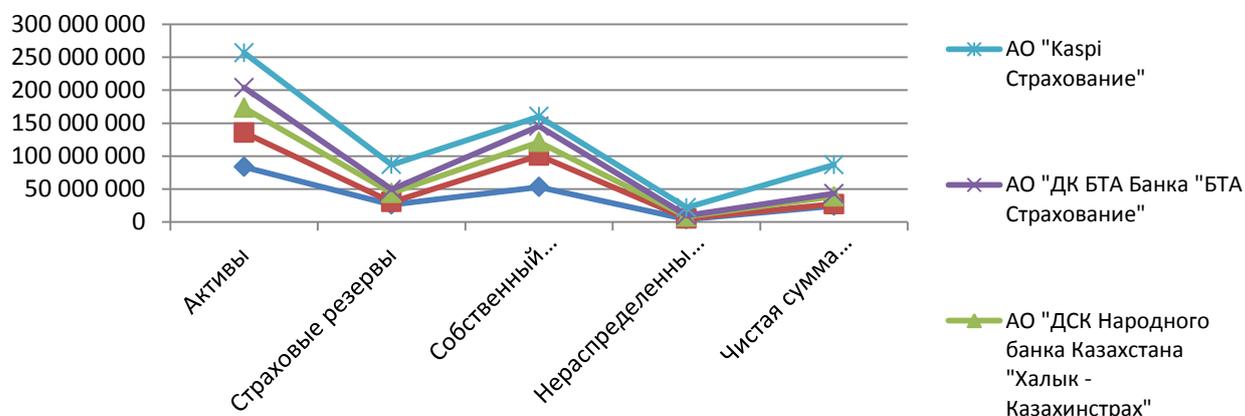


Рисунок 15 – Основные финансовые показатели первого кластера

Примечание – Составлено автором на основе данных НБ РК

Во второй группе собраны средние по размеру, финансово устойчивые прибыльные компании, среди компаний второй группы только одна компания имеет отрицательное значение нераспределенного дохода отчетного периода АО "КСЖ Государственная аннуитетная компания" значение ее убытка составляет 71 млн. тенге (рисунок 16).

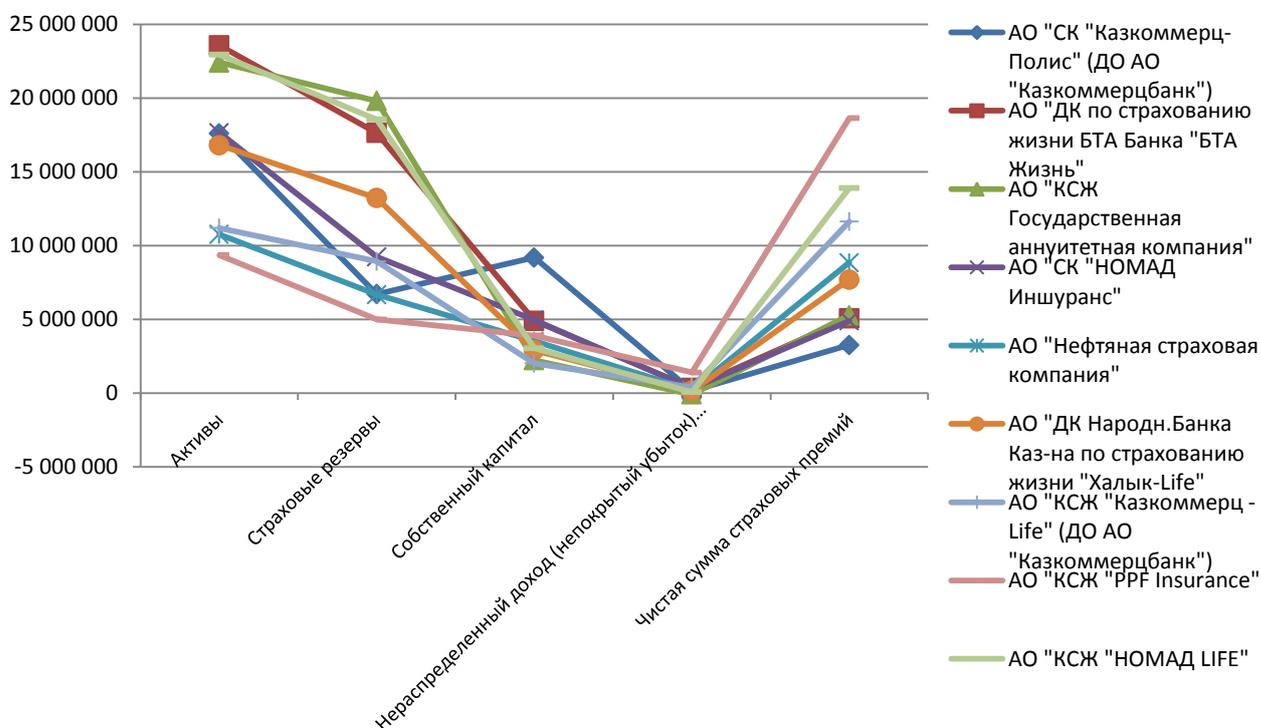


Рисунок 16 – Основные финансовые показатели второго кластера

Примечание – Составлено автором на основе данных НБ РК

Страховые компании третьей группы меньше по размеру и из 20 компаний у восьми отрицательная доходность. У АО "СК "Альянс-Полис" сумма убытка 2,7 млн.тенге.

В целом третий кластер очень неоднородный, в связи с тем, что в нем очень много наблюдений. Но в целом в данном кластере компании, у которых финансовое положение не очень устойчивое и небольшие по величине.

Из анализа можно сделать вывод, что на рынке страховых услуг есть 5 крупнейших компаний, которые характеризуются большим размером активов и страховых резервов, положительным финансовым результатом, финансовое положение которых можно считать устойчивым. Это компании первого кластера они наиболее привлекательны для инвесторов.

Компании второго кластера, так же имеют достаточно большой размер активов и положительные финансовые результаты могут также считаться устойчивыми. Достаточно уверенно эффективно действуют на рынке. Они так же могут быть привлекательны для инвесторов, но вложения в них несут больший риск, чем в компании первой группы.

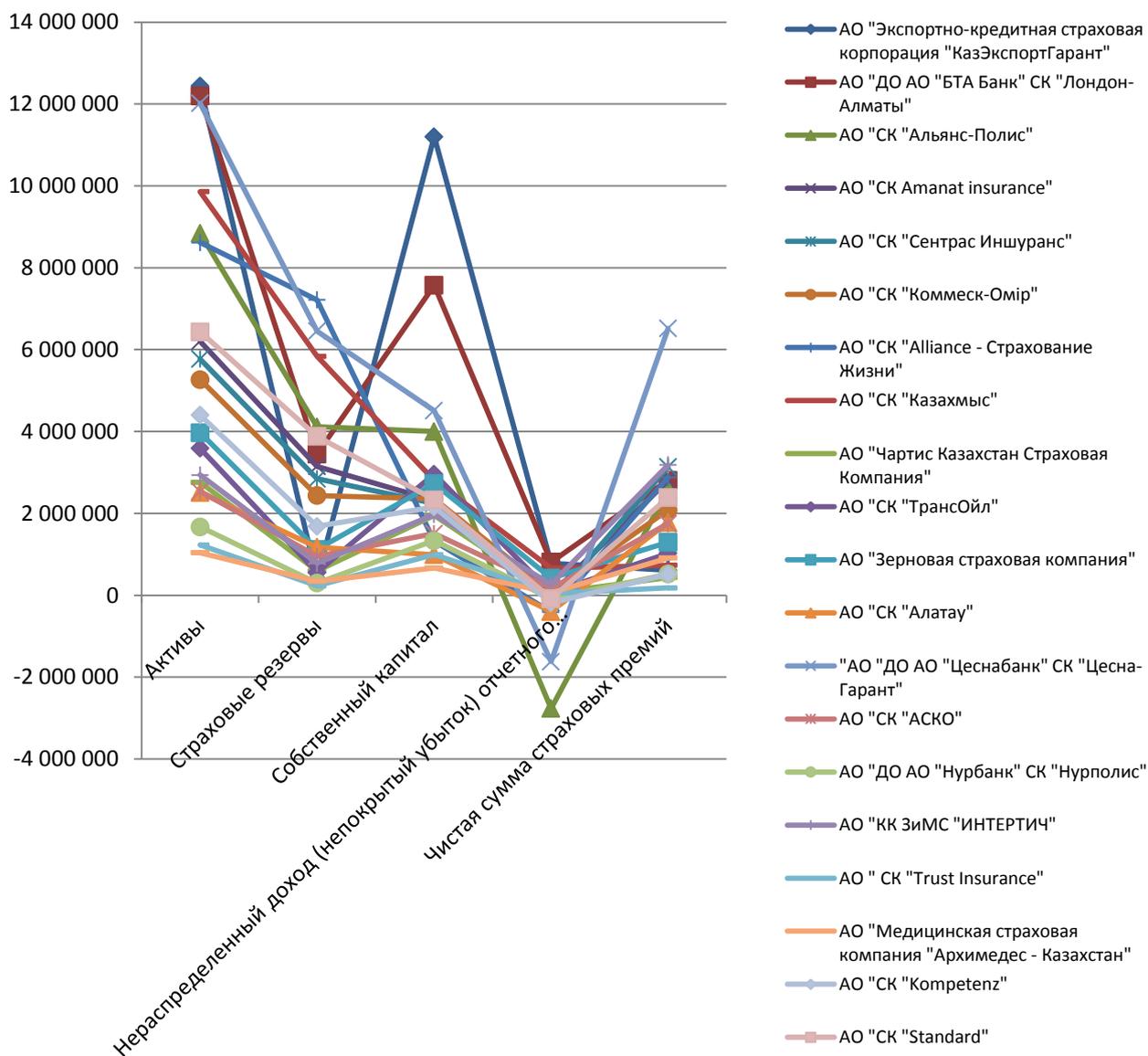


Рисунок 17 – Основные финансовые показатели второго кластера

Примечание – Составлено автором на основе данных НБ РК

Компании третьего кластера, для более подробного анализа необходимо дополнительно ранжировать, но однозначно можно сказать, что они несут большой риск и не столь привлекательны с точки зрения инвестирования, некоторые из них являются финансово неустойчивыми.

2.2 Оценка стоимости и оптимизация структуры капитала акционерных обществ как инструмент повышения инвестиционной привлекательности

Акционерные общества для финансирования своей деятельности используют средства кредиторов, а также средства инвесторов в собственный капитал общества, то есть в акции.

Акционерные общества для финансирования деятельности используют не только заемные средства, но и собственный капитал, то есть средства инвесторов, вложенные в акции. Уровень ожидаемого инвесторами дохода от приобретения акций называется ожидаемой доходностью капитала акционерного общества. При этом мерой оценки стоимости капитала служит уровень риска инвестиций в акции. Стоимость же капитала является важным входящим параметром модели дисконтирования денежных потоков.

На высоком уровне эффективности управления капиталом и компанией одной из ключевых предпосылок является оценка стоимости капитала. Под стоимостью капитала понимается цена, которую акционерное общество оплачивает за привлечение собственного и заемного капиталов, то есть затраты на данный капитал. Суть данного подхода заключается, в том, что капитал, обладая какой-то стоимостью, требует определенных инвестиционных и операционных затрат компании.

Важно принять во внимание все ключевые области эксплуатации капитала и его стоимости в деятельности акционерного общества для его грамотной оценки. Также показатель стоимости капитала является критерием оценки эффективности при осуществлении реального или финансового инвестирования, а также при принятии управленческих решений. Из этого следует, что стоимость капитала имеет очень важное значение переоценить которое не возможно.

В основе оценки капитала лежат такие принципы, как принцип поэлементной оценки, а также принцип обобщающей оценки.

Рассмотрим принцип оценки стоимости капитала по элементам. Капитал компании по своей сути неоднороден, его можно разложить на отдельные элементы. Далее каждый из элементов капитала, который используется компанией, будет подвергнут оценки.

Для проведения оценки капитала с использованием принципа поэлементной оценки применяются следующие методы:

- метод сопоставления собственного и заемного капитала;
- метод определения границы применения дополнительно привлекаемого капитала;
- метод, взаимозависимости текущей и предстоящей средневзвешенной стоимости;
- метод динамической оценки.

Таки образом, поэлементную оценку можно рассматривать как предварительную, она может выступать в качестве предпосылки обобщающей оценки. Обобщающая оценка стоимости капитала это показатель средневзвешенных значений стоимости капитала.

Для того, что бы обеспечить корректность и сопоставимость расчетов, необходимо каждую составляющую капитала выразить в рыночной текущей стоимости, только в этом случае мы получим корректное значение средневзвешенной цены капитала.

Существует множество определений капитала узкого и широкого профиля. Капитал традиционно подразделяется на оборотный и на основной, может

разделяться по областям функционирования на финансовый, производственный и торговый. Если оценка производится грамотным специалистом, то все эти нюансы учитываются в процессе оценки. Основная составляющая любого капитала это основные фонды, которые находятся в распоряжении акционерного общества, это обязательно необходимо учитывать в процессе оценки капитала.

При проведении оценки стоимости капитала, необходимо помнить, что оборотный капитал имеет больший вклад, перед основным в себестоимость товара, так как оно оборачивается быстрее.

При оценке капитала следует учитывать его амортизационные характеристики. Под амортизационными характеристиками понимается физический, а также моральный износ капитала. Списание в фонд амортизации части стоимости основных фондов является отражением процесса амортизации. При этом такие отчисления рассматриваются как производственные издержки, которые не облагаются налогами, что в некоторых случаях очень важно для компании. Необходимо обратить внимание, что использование средств фонда амортизации возможно лишь для финансирования капитальных вложений.

Оценщик оценивая капитал может применять множество показателей, таких как коэффициент фондоотдачи, капиталоемкости, обновления основных средств, износа, ликвидности оборотного капитала, материалоемкости, энергоемкости, металлоемкости и др.

И существование ряда различных методов оценки стоимости собственного капитала в теории инвестиционного анализа говорит об их несовершенстве. Наиболее распространенным считается модель ценообразования долгосрочных активов (САРМ - Capital Asset Pricing Model), это метод расчета ставки доходности капитала, применяется на практике многими оценочными и инвестиционными компаниями, как отечественными и зарубежными. Данная модель была разработана экономистом У. Шарпом в 1964 г. Модель рассматривает доходность акции в целом по отношению к рынку. И доходность акционерного капитала в соответствии с данной моделью определяется по формуле:

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f), \quad (1)$$

где R – ожидаемая инвесторами доходность собственного капитала (owner's equity return);

R_f – безрисковая ставка доходности (risk-free rate of return);

β – коэффициент, характеризующий меру систематического риска;

R_m – ожидаемая доходность рыночного индекса (expected market return).

САРМ – однофакторная модель, единственный фактор – систематический (рыночный) риск, не устраняемый диверсификацией. В модели рыночный риск реализуется коэффициентом бета, который рассчитывается по следующей формуле:

$$\beta = \frac{Cov(K_S, K_P)}{\sigma_P^2} \quad (2)$$

Где $Cov(K_S, K_p)$ – ковариация между доходностью акций анализируемой компании и доходностью рынка;

σ_p^2 – дисперсия доходности рынка.

Развитие казахстанской экономики сегодня характеризуется неопределенностью финансовой среды, в данных условиях процесс формирования и оптимизации структуры капитала акционерных обществ приобретает особую значимость. Реализация инновационных стратегий требует концентрации такого количества финансовых ресурсов, которое не может быть покрыто за счет собственных средств. Поэтому для того чтобы осуществлять технологическую модернизацию, диверсифицировать деятельность общества, повышать его конкурентоспособность при существующем ограничении финансовых ресурсов обществу необходимо обращаться к рынку капитала, для привлечения долевого и долгового финансирования. Использование этих источников не безгранично и связано с определенными издержками, таким образом, для повышения эффективности использования ресурсов необходимо варьировать доли собственного и заемного капиталов для наиболее эффективного их использования. Это требует совершенствования политики формирования капитала, учитывая при этом не только текущие, но и перспективные цели развития общества.

Необходимость в финансовых ресурсах ставит перед руководством задачу по формированию программы мероприятий по повышению инвестиционной привлекательности общества. Реализация стратегий руководства, особенно в области инноваций, вызывает потребность в финансовых ресурсах, которая не может быть покрыта за счет собственных средств и вызывает необходимость обращения к рынку капитала.

Сегодня в бизнесе уровень конкуренции очень высок и для обеспечения конкурентного преимущества акционерные общества должны постоянно развиваться, развитие, а особенно рост компании, предполагает привлечение инвестиций. Результатом грамотного процесса инвестирования должен быть, прежде всего, рост стоимости компании. Оценивать эффективность всех инвестиционных решений, в том числе и решений о формировании финансовой структуры капитала необходимо именно с этих позиций.

Увеличение капитала акционерного общества достигается путем увеличения прибыльности, в связи с чем возникает вопрос, каким образом можно ее увеличить, и в частности можно ли увеличить ее за счет оптимизации структуры его капитала. Можно ли вывести не теоретическую, но практическую зависимость между структурой капитала общества и его стоимостью [88, с.197].

Структура капитала – это соотношение источников финансирования деятельности акционерного общества в их общем объеме. Важно с позиции управления капиталом количественно очертить его границы.

Существуют три подхода к определению капитала:

- Бухгалтерский подход рассматривает капитал как чистые активы, то есть как имущество акционерного общества свободное от обязательств, с этой

позиции капитал является стратегическим резервом, который создает необходимые для развития условия, в случае возникновения убытков он идет на их покрытие, является одним из важнейших факторов образующих стоимость акционерного общества.

- Западный подход рассматривает капитал как долгосрочные пассивы, то есть в состав капитала включается собственный капитал и долгосрочные заемные средства, так как долгосрочные заемные средства в западной практике учета приравниваются по своему значению и функциям к собственным.

- Практический подход рассматривает структуру капитала как соотношение всех видов как собственных, так и заемных финансовых средств, которые организация использует для финансирования активов в процессе своей деятельности. [88, с.196]

Данная трактовка понятия «структура капитала» существенно расширяет сферу использования данного подхода, особенно в практической деятельности. Причины этого рассматриваются на рисунке 18.

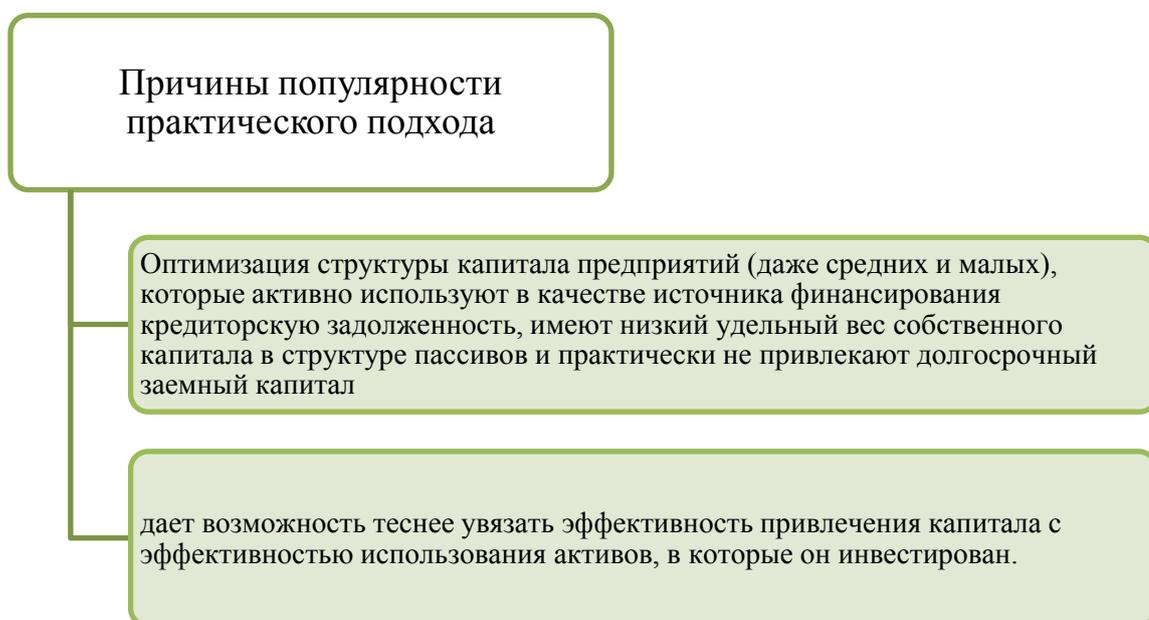


Рисунок 18 – Причины популярности практического подхода к определению структуры капитала

Примечание – составлено автором на основе изученной литературы [88]

Таким образом, для практических целей структура капитала чаще всего рассматривается как соотношение собственных и заемных источников средств, которые акционерное общество использует в своей деятельности.

По казахстанским и российским канонам акционерное общество считается устойчивым, если соотношение собственных и заемных источников будет один к одному, то есть на 1 тенге заемных средств будет приходиться один тенге собственных.

С точки зрения эффективности работы акционерного общества

использование заемных средств носит часто положительный характер, так как позволяет расширить деятельность, повысить инвестиционную активность. Отрицательным же моментом является снижение финансовой устойчивости и повышение рисков, также привлечение займов зачастую не простая процедура, которая требует, что бы акционерное общество могло предоставить гарантии в виде залога, а также имело хорошую кредитную историю.

В научной литературе выделяются две основные структуры капитала:

Первая теория основана на традиционном подходе, ее основоположник Дюран (1952 г.). Ее суть состоит в том, что она считает, что стоимость капитала фирмы зависит от его структуры, и соответственно, существует такая идеальная структура, при которой при минимальной себестоимости капитала, стоимость фирмы на рынке будет максимальной.

Вторая теория названа именами американских ученых, ее разработавших, теория Модильяни-Миллера (1958 г.). Согласно этой теории, при некоторых условиях стоимость капитала и рыночная стоимость фирмы не зависят от структуры капитала. И как следствие, не возможно, изменяя структуру капитала, влиять на рыночную стоимость фирмы. Также этот принцип называется «принципом пирога», то есть, как не дели пирог, его величина не изменится.

И рыночная стоимость акционерного общества зависит исключительно от общей стоимости его активов, вне зависимости от структуры авансированного в эти активы капитала.

Одно из важнейших мест в работе финансового менеджера акционерного общества занимает ответ на три основных вопроса об оптимизации цены и структуры капитала:

1. Где взять капитал – об источниках образования капитала
2. Во сколько обойдутся затраты по привлечению капитала – о цене капитала
3. Каким должно быть соотношение источников капитала – об оптимальной структуре капитала?

Оптимальная структура капитала – такое соотношение собственных и заемных средств предприятия, которое обеспечивает при условии их эффективного использования наилучшие значения показателей по критериям оптимизации при заданных границах цены капитала [89,с.265].

Критерии оптимизации могут быть получены исходя из основных моделей главной целевой функции предприятия.

Определяют цели функционирования компании (ее целевые функции) следующие основные модели:

- Максимизация прибыли
- минимизация транзакционных издержек
- максимизация объема продаж
- максимизация темпов роста компании
- обеспечение конкурентных преимуществ
- максимизации добавленной стоимости компании
- максимизация рыночной стоимости компании.

Модель максимизации прибыли основана на выводе А.Смита о том, что максимизация прибыли отдельных хозяйствующих субъектов ведет к максимизации общественного благосостояния (overall economic welfare). Эта целевая модель деятельности компании, которая впервые была сформулирована в 1938 г. французским экономистом А.Курно и в последующем развита в работах экономистов неоклассической школы, реализовывалась путем обеспечения равенства показателей предельного дохода и предельных затрат предприятия [3, 48].

Впоследствии эта формулировка главной целевой функции была подвергнута критике по следующим позициям. Практика учета во всех странах выделяет только бухгалтерскую прибыль, которая представляет собой разность между доходами предприятия и его текущими затратами (издержками). Эта прибыль не учитывает затрат ресурсов, которые не отражаются бухгалтерским учетом. Поэтому для оценки реального результата финансовой деятельности предприятия было введено понятие экономической прибыли - разности между суммой доходов предприятия и суммой его внешних и внутренних затрат. Кроме того, высокая прибыль может достигаться при высоком уровне финансового риска.

Модель минимизации транзакционных издержек основана на теоретических подходах основоположника неоинституционализма, лауреата Нобелевской премии по экономике Р.Коуза. Под транзакционными издержками первоначально понимались затраты по обслуживанию сделок на рынке, впоследствии к транзакционным издержкам стали относить любые виды затрат, сопровождающих хозяйственное взаимодействие экономических агентов. Целевая функция модели измеряется абсолютным объемом продаж. Современные экономисты в состав транзакционных издержек включают затраты ресурсов и времени, связанные с поиском коммерческой информации о поставщиках и покупателях, товарах и услугах [90, 91].

Модель имеет следующие недостатки: плохо прогнозируется изменчивость функции потребительского выбора товаров и услуг; неэффективность инновационной политики предприятия увеличивает транзакционные издержки в разы; целевая функция модели практически не связана с экономией расходов предприятия.

Модель максимизации темпов роста предприятия базируется на современной теории фирмы, целевая функция модели в виде максимизации темпов роста предприятия – темпы роста предприятия, измеряющиеся объемом продаж, - стала рассматриваться в последнем десятилетии.

К преимуществам модели можно отнести направленность на стратегическую перспективу, обеспечение устойчивого формирования доходов предприятия. Недостатки модели заключаются в том, что она функционирует только при условии устойчивого спроса на продукцию предприятия, предполагает неизменность цен реализации продукции, при этом не оценивается степень достаточности достигнутого уровня прибыли предприятия для решения задач, связанных с перспективой развития предприятия, и эффективность использования структуры капитала.

Модель обеспечения конкурентных преимуществ получила развитие в системе парадигмы стратегического менеджмента. Преимуществом такой целевой функции модели является то, что она отражает результаты деятельности практически всех основных служб предприятия, поскольку конкурентные преимущества могут быть реализованы за счет внедрения инновационных продуктов и технологий, повышения эффективности маркетинга и технологий, ценовой политики, организационной структуры предприятия.

К недостаткам модели относится то, что понятие «конкурентоспособность» характеризуется рядом показателей, которые сложно синтезировать в единый показатель, конкурентное преимущество характеризует относительное положение предприятия в рамках конкретной отрасли, в то время как значительная часть средних и крупных предприятий являются многоотраслевыми. Кроме того, конкурентоспособность может обеспечиваться за счет преимуществ, действующих в относительно коротком периоде времени.

Модель максимизации добавленной стоимости основана на целевой функции, выдвинутой японскими экономистами, и получила название японской модели развития фирмы. Добавленная стоимость, созданная предприятием, рассчитывается как разница между доходами от реализации продукции за определенный период и суммой затрат на сырье, материалы и услуги, используемые в процессе производства продукции, т.е. добавленная стоимость включает все внутренние затраты предприятия по производству и реализации продукции и прибыль. Модель максимизирует экономические интересы собственников предприятия, ее целевая функция носит долгосрочный характер. Но модель имеет недостаток – целевая функция противоречит интересам конечного покупателя продукции.

Модель максимизации рыночной стоимости предприятия (модель ориентированная на стоимость). Данная модель является отражением современной идеи современной теории фирмы, которая заключается в том, что главной целью функционирования акционерного общества является максимизация благосостояния его акционеров.

Модель характеризуют следующие основные особенности:

- она определяет, что главные субъекты в системе экономических интересов акционерного общества, это собственники;
- она гармонизирует экономические интересы всех основных субъектов прямо связанных с деятельностью акционерного общества;
- также модель интегрирует основные цели и задачи эффективного функционирования различных служб подразделений акционерного общества;
- наиболее полную информацию о функционировании акционерного общества в сравнении с другими показателями оценки реализует показатель рыночной стоимости.

Так как именно динамика рыночной стоимости является наилучшим Критерием эффективности использования капитала предприятия, а показателем эффективности – отношение рыночной стоимости предприятия к сумме его чистых активов или чистых активов в расчете на одну акцию [92, 244].

Рассматривая различные методы оптимизации структуры капитала можно выделить следующую их классификацию (Рисунок 19).

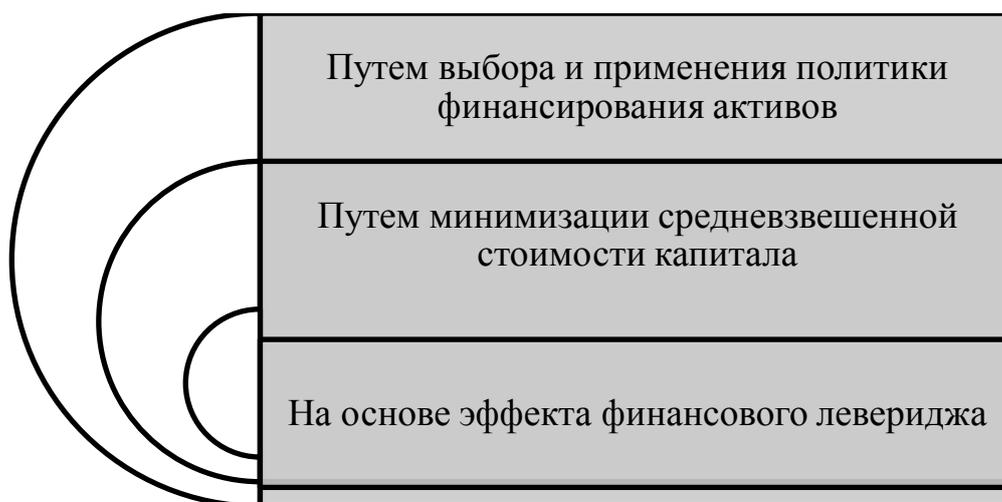


Рисунок 19 – Классификация методов оптимизации структуры капитала

Примечание – составлено автором на основе изученной литературы [92]

Метод оптимизации на основе типа политики финансирования активов используется достаточно часто. Исходя из выбранного типа политики рассчитывается потребность в финансировании из собственных и заемных источников.

Для применения второго метода необходимо предварительно оценить средневзвешенную стоимость собственного и заемного капитала (WACC) при различных вариантах его привлечения.

Применение третьего метода требует расчета эффекта финансового рычага. Финансовый рычаг, или как его еще называют механизм долговой нагрузки, который зависит от соотношения собственных и заемных средств акционерного общества. Проявление финансового рычага заключается в том, что путем привлечения акционерным обществом заемного капитала можно повысить до определенных пределов уровень рентабельности собственных средств. Финансовый рычаг не меняет ни рентабельность, ни риск активов акционерного общества, но усиливает риск обыкновенных акций [93, с.272]

Показатель эффекта финансового рычага отражает какой уровень прибыли будет генерироваться на капитал при различном уровне заемных средств. Его расчет производится по формуле:

$$\text{ЭФР} = (1 - \text{СтКПН}) \times (\text{Кврат} - \text{ВК}) \times \frac{O}{K},$$

где ЭФР — эффект финансового рычага

СтКПН — ставка корпоративного подоходного налога, в виде десятичной дроби;

Кврат — коэффициент валовой рентабельности активов, рассчитываемый как соотношение валового дохода к средней стоимости активов), %;

ВК — средний размер вознаграждения за кредит, уплачиваемый акционерным обществом, %;

О — средняя сумма используемых акционерным обществом обязательств;

К — средняя сумма капитала акционерного общества.

(1-СтКПН) – налоговая корректировка финансового рычага, практически не поддается управлению, так как ставки корпоративного подоходного налога не поддаются регулированию обществом, так сказать является внешним фактором.

(Квкрат-ВК) – дифференциал финансового рычага, именно он формирует положительный эффект, в случае, когда средний уровень валовой прибыли выше среднего процента по вознаграждениям за пользование заемными средствами. Чем выше значение дифференциала, тем выше эффект финансового рычага.

Этот показатель очень динамичен и требует постоянного контроля. Фактор риска, который необходимо учитывать в данном случае, это вероятность роста ставки вознаграждения по кредитам. Это может произойти как по внешним причинам, когда ограниченность предложения на рынке капитала может привести к росту процентных ставок, так и по внутренним причинам, когда снижение финансовой устойчивости может вынудить кредиторов увеличивать ставку, включая в нее премию за дополнительный риск. Все это может свести дифференциал финансового рычага к нулю и даже привести к отрицательному результату. Так же общее снижение конъюнктуры рынка может привести к снижению уровня валового дохода и как следствие к снижению уровня коэффициента валовой рентабельности активов.

В случае отрицательного значения дифференциала финансового рычага, вне зависимости от причин, всегда означает, что использование заемных средств приводит к отрицательному эффекту.

Коэффициент финансового рычага, как уже было сказано выше, мультиплицирует как положительный, так и отрицательный эффект дифференциала. То есть при положительном дифференциале любой прирост коэффициента будет приводить к большему росту рентабельности капитала, а при отрицательном - будет приводить к еще более быстрому снижению коэффициента рентабельности капитала.

Но если предположить, что дифференциал остается неизменным, то коэффициент финансового рычага будет являться главной причиной как роста чистого дохода на капитал, так и его снижения. Знание данного механизма позволяет управлять как структурой капитала акционерного общества, так и его стоимостью.

Показатель налогового корректора финансового левериджа от деятельности страховой компании практически не зависит, потому что ставка корпоративного подоходного налога устанавливается Налоговым кодексом РК [102]. Но он может быть использован в процессе управления эффектом финансового левериджа в определенных случаях:

а) когда по разным видам деятельности страховой компании установлены

дифференцированные ставки налогообложения;

б) когда по отдельным видам деятельности страховой компании используются налоговые льготы по корпоративному подоходному налогу;

в) когда дочерние фирмы страховой компании осуществляют свою деятельность на территории свободных экономических зон, где действует льготный режим налогообложения корпоративным подоходным налогом;

г) когда дочерние фирмы страховой компании осуществляют свою деятельность на территории государств с более низкой ставкой корпоративного подоходного налога.

В таких случаях, можно изменяя региональную или отраслевую структуру производства, снижать среднюю ставку налогообложения прибыли, и повышать значение налогового корректора в составе финансового левериджа, и таким образом влиять на его эффект (при сохранении всех прочих условий).

Показатель дифференциала финансового левериджа можно назвать главным условием, так как он формирует положительное влияние эффекта финансового левериджа. Эффект финансового левериджа проявляется только, когда уровень валового дохода, который генерируют активы компании больше среднего размера вознаграждения по кредитам (в расходы по вознаграждениям при этом включаются не только прямая процентная ставка, но и прочие расходы по привлечению, обслуживанию и страхованию кредита), если размер дифференциала финансового левериджа имеет положительный знак. И чем выше размер дифференциала, тем выше при прочих неизменных показателях эффект финансового левериджа.

В современных условиях рынка необходимо внедрение экономических методов и моделей для достижения более высокого уровня управления акционерным обществом. Если современный руководитель желает достичь максимальной эффективности своей компании, он должен уметь использовать методы имитационного моделирования, так как именно моделирование является универсальным методом изучения и количественной оценки отдельных характеристик систем и их функционирования.

Процесс имитационного моделирования заключается в подмене динамических процессов оригинальной системы заменяются имитационными процессами абстрактной модели. При этом за имитируемыми процессами в модели сохраняются основные правила функционирования, например алгоритмы взаимодействия. При запуске имитационной модели фиксируются события и состояния процессов, или измеряются выходные показатели, которые используются при определении качества функционирования системы.

2.3 Анализ существующих моделей риск-менеджмента в отечественных страховых компаниях

Страховые компании как субъекты финансового рынка требуют более пристального внимания и подвергаются тщательному мониторингу. Государство со своей стороны не только проводит их мониторинг, но и

устанавливает нормативы, которым должны соответствовать страховые компании [94; 95; 96; 97]. Например, для вновь создаваемых страховых компаний установлены минимальные требования к размеру уставного капитала. Для всех страховых компаний устанавливаются нормативы диверсификации активов и норматив маржи платежеспособности. На 1 января 2014 года три компании не выполняют нормативы, две компании выполнили нормы диверсификации активов, но не выполнили норматив по марже платежеспособности, а одна компания не выполнила норматив по диверсификации активов.

Для мониторинга финансового состояния страховых организаций уполномоченный орган ежемесячно или ежеквартально (для страховых групп) проверяет финансовое состояние страховых организаций. В качестве факторов, индикаторов ухудшения финансового состояния для страховой (перестраховочной) организации выбраны: снижение нормативов достаточности маржи платежеспособности, достаточности высоколиквидных активов; увеличение коэффициентов убыточности или доли акций в общей сумме активов; превышение соотношения объема ответственности по договорам перестрахования в отдельной перестраховочной организации - нерезиденте РК к общему объему ответственности; убыточность компании; превышение таких показателей как соотношения общих и административных расходов к страховым премиям или соотношения расходов в виде комиссионного вознаграждения по страховой деятельности по каждому добровольному классу страхования в отрасли «общее страхование» к принятым страховым премиям по договорам по соответствующему классу страхования.

Для страховой группы индикаторами ухудшения финансового положения являются: снижение нормативов достаточности маржи платежеспособности, превышение размера уставного капитала над балансовой стоимостью собственного капитала; превышение установленного объема внутригрупповых сделок; применение мер раннего реагирования в отношении финансовых организаций, являющихся участниками страховой группы [98].

В случае если у страховой компании были выявлены факты ухудшения финансового положения она должна выработать и представить в уполномоченный орган план мероприятий по его улучшению.

Но не только финансовое положение важно для устойчивого развития страховой компании, но и ее эффективность поэтому к страховым компаниям предъявляются требования по расчету и представлению уполномоченному органу информации о коэффициентах убыточности [99].

Кроме того, нормативно правовыми актами установлено обязательное управление рисками страховой компании, закреплены процедуры и меры, которые должны предпринимать для оценки своих рисков страховые организации [100]. В частности управление рисками включает в себя и систему внутреннего контроля, наличие ее и требования к ней утверждены нормативно-правовыми актами Республики Казахстан [101].

То есть управление рисками это не просто система, которая желательна для снижения уровня неопределенности, но жизненно необходимая процедура,

наличие которой в компании закреплено законодательством.

При выборе модели оценки и прогнозирования риска страховые компании отталкиваются от типа и характера риска. Так как от полноты охвата всех рисков факторов зависит качество оценки риска. Для снижения размера убытков и их предотвращения необходимо применение модели, которые максимально учитывали бы все рискованные факторы, отслеживали платежеспособность и финансовую устойчивость страховой компании [103, с.23].

Исследование понятия «риск» и его развития, влияния на деятельность организаций страховой отрасли позволяет сделать вывод, что риск определяется как потенциальная вероятность наступления неблагоприятного события, вследствие как не случайных, так и случайных процессов. Так как нас интересуют больше случайные процессы, то для расчета вероятности возникновения события можно применить математические методы, и, таким образом, рассчитать вероятность и размер возможных потерь [104, с.94].

Особенное внимание следует уделять системному риску, под которым понимается риск возможного разрушения всей системы или значительной ее части под воздействием взаимовлияния рисков, в результате кумулятивного эффекта убытков одного участника рынка или группы участников. Одним из последствий системного риска является увеличение убытков от инвестирования, которые являются результатом как сокращения доходов от инвестирования, так и обесценения активов, а также увеличение убытков от страховых операций, так как число страховых случаев возрастает.

Для более точного определения рисков необходимо классифицировать их по характеру, возможным последствиям и масштабам [105, с.43].

А. По масштабам проявления риски разделяются на:

- локальные
- региональные
- глобальные

Б. По частоте возникновения случайных неблагоприятных событий

- редкие
- средней вероятности
- высоко-вероятные

В. По причинам возникновения

- геополитические
- технические
- социальные
- экономические
- финансовые

Г. По видам экономической деятельности риски разделяются на

- финансовые
- коммерческие
- производственные

Д. По объектам воздействия можно выделить

- риски по видам собственности

- гражданско-правовая ответственность
- жизнь и здоровье

Риски страховой компании можно разделить по видам деятельности на

- страховой риск;
- кредитный риск;
- риск ликвидности
- инвестиционный риск
- рыночный риск
- операционный риск

Риск является неотъемлемой частью деятельности страховой компании. Управление рисками осуществляется в ходе постоянного процесса определения, оценки и наблюдения факторов риска, а также посредством установления лимитов риска и других мер внутреннего контроля. Решающее значение процесс управления рисками имеет для поддержания стабильной рентабельности страховой компании и ее устойчивости, поэтому каждый отдельный сотрудник и каждое подразделение страховой компании несет ответственность за риски, связанные с их обязанностями.

Таким образом, важное значение имеет построение грамотной структуры управления рисками, основной целью которой будет защита страховой компании от событий, которые препятствуют устойчивому достижению результатов. В отечественных компаниях как правило структура и компетенции службы управления рисками устанавливается советом директоров или соответствующим органом, они оформлены документально, делегированные полномочия и ответственность четко расписаны. Совет директоров также утверждает документально политику в области управления рисками, а также требования к таким политикам. Политикой определяются методика и методы выявления и интерпретации риска применяемые в данной страховой компании, структуры лимитов для определения качества и диверсификации активов, порядок определения соответствия стратегии по страхованию и перестрахованию и корпоративным целям, устанавливаются требования к отчетности.

Одна из обязательных составляющих структуры управления рисками в страховых компаниях это андеррайтинговый комитет, который устанавливает и утверждает требования по андеррайтингу, следит за адекватной оценкой принятых рисков. Он также дает предварительное разрешение на принятие крупных рисков, если страховая (перестраховочная) сумма по отдельному заключенному договору страхования превышает лимит от суммы активов Компании, за вычетом активов, являющихся долей перестраховщика в страховых резервах, страхования нестандартных рисков и крупных сумм комиссионных расходов.

Для снижения риска в ходе своей деятельности отечественные страховые компании заключают договора перестрахования с отечественными и зарубежными перестраховщиками. Так как данные договора не освобождают компанию от ее обязательств, а лишь позволяют получить возмещение от перестраховщиков, то возникает необходимость отслеживать финансовое

состояние своих перестраховщиков, и оценивать концентрацию кредитного риска, возникающего по аналогичным географическим регионам, видам деятельности или экономическим характеристикам перестраховщиков с целью минимизации рисков существенных убытков в следствие потери платежеспособности перестраховщиков.

Во избежание чрезмерных концентраций риска отечественные страховые компании включают в политику и процедуры компании специальные принципы, которые направлены на поддержание диверсификации портфеля. Таким образом отечественные страховые компании управляют установленными концентрациями риска.

Управление риском отечественными страховыми компаниями также производится через управление структурой капитала. Капитал поддерживается на уровне, достаточном для удовлетворения нормативным требованиям закона «Об акционерных обществах» и Комитета по финансовому надзору Республики Казахстан. Также для максимизации доходности акционеров отечественные страховые компании стремятся оптимизировать структуру и источники капитала. Подход отечественных страховых компаний к управлению капиталом состоит в том числе и в управлении активами, обязательствами и рисками на скоординированной основе, в оценке дефицита между указанным и требуемым уровнем капитала на регулярной основе и принятие соответствующих мер, чтобы повлиять на позиции капитала страховой компании в свете изменений в экономических условиях и характеристиках риска.

Основным источником собственного капитала отечественных страховых компаний является капитал внесенный учредителями, где это эффективно отечественные страховые компании используют дополнительно такие источники как перестрахование, наряду с более традиционными источниками финансирования.

Устанавливаются определенные требования к капиталу, которые прогнозируются и сравниваются с прогнозом доступного капитала и внутренней нормы доходности периодически, с одновременным анализом рисков и чувствительности.

Финансовые риски в финансовых институтах возникают в связи с наличием открытых позиций по валютным и долевым финансовым инструментам, а также по процентным ставкам, которые подвержены колебаниям рынка.

Таким образом, в зависимости от характера инвестиций страховой компании она может быть подвержена и должна оценивать риск изменения процентных ставок. Страховые компании управляют этими позициями в рамках структуры управления активами и обязательствами, данная структура отслеживает процесс формирования доход от долгосрочных инвестиций компаний, которые превышают обязательства по их страховым контрактам. Каждой категории обязательств должен соответствовать свой портфель активов.

Также в рамках управления активами и обязательствами страховой

компании ведется отслеживание достаточности денежного потока, для выполнения обязательств, которые могут возникнуть по договорам страхования.

Главный риск страховой компании – страховой риск – заключается в том, что фактические страховые выплаты будут отличаться от ожидаемых. Основные факторы, которые влияют на величину страхового риска это частота исков и степень их серьезности, текущие фактические выплаты и будущие тенденции долгосрочных исков. Страховые компании должны обеспечить резервы достаточные для покрытия данных обязательств.

Также уровень риска может быть снижен путем диверсификации большого портфеля страховых договоров, разработки и внедрения стандартов по стратегии страхования, а также посредством использования договоров перестрахования.

Перестрахование позволяет отечественным страховым компаниям снизить уровень риска, переданное перестрахование может быть размещено на пропорциональной и на не пропорциональной основе. Пропорциональное перестрахование чаще всего в квотное или доленое перестрахование, применяется для снижения общего риска страховых компаний по определенным классам бизнеса. Непропорциональное страхование чаще всего эксцедентное перестрахование, применяется для снижения риска страховых компаний по возможным убыткам от катастроф. Поэтому лимиты эксцедентного страхования зависят от продуктов и территории.

Контракты перестрахования не освобождают страховые компании от их прямых обязательств перед страхователями по договорам страхования, таким образом, существует кредитный риск, то есть риск того, что страховщик не сможет выполнить свои обязательства, даже по перестрахованным договорам.

Отечественные страховые компании особенно подвержены концентрации риска по отдельным перестраховщикам ввиду характера рынка перестрахования и ограниченного ряда перестраховщиков с приемлемыми кредитными рейтингами.

Отечественные страховые компании осуществляют различные виды общего страхования, которые можно разделить на три группы добровольное личное страхование, добровольное имущественное страхование и обязательное страхование (рисунок 20, 21).

несчастных случаев, на случай болезни и другие виды личного добровольного страхования. В добровольное имущественное страхование входят такие виды страхования как страхование транспортных средств, страхование гражданско-правовой ответственности, займов, ипотечных займов, гарантий и поручительств, страхование убытков, судебных расходов и титульное страхование. В обязательное страхование входят все виды обязательного страхования как гражданско-правовой ответственности автовладельцев, перевозчиков перед пассажирами, аудиторских организаций, туроператора и турагента, экологическое страхование, страхование в растениеводстве и т.д.



Рисунок 20 - Поступление страховых премий в страховых компаниях Республики Казахстан по отраслям страхования на 1 января 2013 (тыс.тенге)

Примечание – Составлено по данным НБ Республики Казахстан



Рисунок 21 – Обязательства страховых и перестраховочных компаний Республики Казахстан на 1 января 2013 года

Примечание – Составлено по данным Республики Казахстан

В добровольное личное страхование включаются страхование от Самые значительные риски по контрактам общего страхования возникают в результате изменений в климате, стихийных бедствий, загрязнений окружающей среды и террористических действий. Существует также риск инфляции для растянутых

убытков, урегулирование которых, может занять несколько лет. Данные риски существенно различаются в зависимости от местонахождения риска, застрахованной компанией, типа застрахованного риска и отрасли.

Для снижения уровня данного риска отечественные страховые компании применяют диверсификацию по большому портфелю. Вариабельность рисков уменьшается при помощи тщательного отбора и внедрения стратегий и правил страхования, разработанных для обеспечения диверсификации рисков в отношении типа риска и уровня страхового возмещения. Это в значительной степени достигается путем диверсификации по секторам отраслей. Более того, внедрение жёстких политик проверки убытков для оценки всех новых и имеющихся убытков, проведение периодического подробного обзора процедур работы с убытками и частого расследования возможных мошеннических убытков представляют собой политики и процедуры, введенные в действие для снижения риска компании. Кроме того, отечественные компании проводят политику активного управления и оперативного урегулирования убытков в целях минимизации потенциального риска в связи с непредсказуемыми будущими событиями, которые могут иметь отрицательное влияние. Инфляционный риск снижается посредством учёта ожидаемой инфляции при оценке обязательств по договорам страхования. Отечественные страховые компании также используют практику ограничения своего риска посредством установления максимальной суммы возможного убытка по определенным контрактам, а также использования договоренностей по перестрахованию с целью ограничения рисков по катастрофам.

Ключевые допущения.

Основным допущением, лежащим в основе оценки обязательств отечественных страховых компаний, является то, что будущее развитие убытков будет происходить по образцу, аналогичному опыту убытков прошлых лет. Сюда входят допущения в отношении средних затрат на убытки, затрат на урегулирование убытков, фактора инфляции по убыткам и количества убытков по каждому году происшествия. В настоящее время контрольный орган КФН устанавливает минимальную сумму по выплате требований в случае доказанного инцидента по страхованию ответственности работодателей. Дополнительные качественные решения используются для оценки степени, в которой прошлые тенденции не могут применяться в будущем, например: однократные происшествия, влияние текущих изменений в законодательстве, таких как изменения в лимитах обязательных платежей при страховании ответственности работодателей и процедуры урегулирования убытков.

Используется суждение для оценки степени, в которой фактическое развитие убытков после отчетной даты влияет на оценки.

Резервы убытков по договорам страхования (в т.ч. убытков произошедших, но не урегулированных страхователями и убытков произошедших, но не заявленных страхователями) формируются для покрытия общей конечной величины урегулирования обязательств по понесенным убыткам, оценка которых осуществляется исходя из известных фактов на отчетную дату, включая уведомления о потенциальных убытках, опыт работы с аналогичными

убытками и прецедентное право на отчетную дату.

Отечественные страховые компании используют всю возможную и доступную информацию для оценки резерва по заявленным убыткам, включая расходы по корректировке резерва по каждому классу договоров страхования.

Для оценки резервов по произошедшим, но не заявленным убыткам, по всем классам, где имеются достаточные данные на основе понесенных и неурегулированных убытков, может быть оценен с использованием одного из следующих методов: модифицированный метод цепной лестницы, метод Борнхьютерра Фергюсона, скорректированный на коэффициенты убыточности, метод Мака. В противном случае, можно установить резерв в размере фиксированного процента (например 5%) от суммы выданных премий за последние 12 месяцев. Резервы по убыткам необходимо анализировать отдельно по каждому виду страхования. Кроме того, в отношении более крупных убытков необходимо осуществлять отдельную оценку ущерба оценщиками или отдельный прогноз актуариями. Как правило, допущения при прогнозировании убытков направлены на получение максимально обоснованной оценки наиболее вероятного или ожидаемого исхода. Отечественные страховые компании должны регулярно проводить анализ использования резервов.

Метод, основанный на опыте развития убытков прошлых периодов, экстраполирует развитие оплаченных и понесенных убытков на основе наблюдаемых расходов прошлых периодов и ожидаемых коэффициентов убытка. Развитие прошлых убытков в основном анализируется по годам убытка и по существенным направлениям деятельности. Обычно, однократные убытки рассматриваются по отдельности, по ним создаются резервы по номинальной стоимости оценок сделанных оценщиками, или создаются прогнозы для отражения их будущего развития.

Следующий после кредитного риска для отечественных компаний является риск ликвидности.

Риск ликвидности это риск того, что предприятие может встретиться с трудностями при удовлетворении всех требований по обязательствам, связанным с финансовыми инструментами. Риск ликвидности может возникнуть в результате неспособности быстро реализовать активы по их справедливой стоимости; или неспособности контрагента погасить свои договорные обязательства; или наступления сроков выплат по страховым обязательствам раньше, чем ожидалось; или неспособность генерировать денежные потоки, как это ожидалось.

Основной риск ликвидности, стоящий перед Компанией представляет собой ежедневные требования по её доступным денежным ресурсам в отношении требований, возникающих по договорам страхования.

Отечественные страховые компании управляют риском ликвидности посредством политики по управлению риском ликвидности, которая определяет, что является риском ликвидности для отдельной компании; устанавливает минимальный размер средств для удовлетворения экстренных требований о выплате; устанавливает планы финансирования непредвиденных

расходов; определяет источники финансирования и события, которые приведут план в действие; концентрацию источников финансирования; представление отчетности о подверженности риску ликвидности и нарушениях перед надзорными органами; мониторинг соблюдения политики по риску ликвидности и обзор политики по управлению риском ликвидности на релевантность и на соответствие изменениям в окружающих условиях.

Надо отметить, что общество в целом и государство в частности в лице комитета по финансовому надзору старается также отслеживать финансовое состояние страховых организаций, существуют пруденциальные нормативы для страховых компаний, установленные Национальным банком Республики Казахстан, также существуют международные стандарты платежеспособности Solvency, которая устанавливает требования к определенным показателям страховых компаний, для оценки их платежеспособности

Первые стандарты для страхового сектора экономики «Solvency I» были разработаны в 2002 году и представляли собой пересмотр исторически сложившихся требований по платежеспособности страховщиков. Международный стандарт «Solvency I» установил реалистичные минимальные требования к капиталу, однако то, что были учтены не все риски, отсутствие согласованности на международном уровне затруднили приведение ее в жизнь.

Директива «Solvency II» стала второй попыткой систематизации страхового законодательства в Европе. Новые стандарты вступят в силу с 1 января 2014 года и будут действовать в 30 европейских странах. «Solvency II» базируется на трёх основных компонентах: количественных требованиях (например, требованиях по размеру капитала), качественных требованиях к системе управления рисками и регулированию со стороны надзорных органов, а также требованиях к отчетности и раскрытию информации [65, с. 32].

Национальный банк Республики Казахстан так же проводит политику совершенствования пруденциального регулирования страховых компаний посредством внедрения Risk Based Supervision (системы регулирования, основанной на учете риска), а также перехода на «Solvency II».

Таким образом, современная система риск менеджмента страховых компаний состоит в последовательной оценки всех видов риска и в следовании пруденциальным нормативам Национального банка Республики Казахстан.

Но в теории исследования методов оценки риска существует большое количество моделей риск менеджмента. Особенный интерес для нас представляли модели, на основе оценки размера страхового капитала. Так как капитал особенно важен для страховой компании, для большинства отраслей понятие капитал используется для определения активов, которые необходимы для того, что бы осуществлять этот бизнес. Другими словами бизнес модель компаний в производственных отраслях заключается в том, что бы зарабатывать доходы от функционирования активов. В то время как финансовые организации зарабатывают доходы от функционирования обязательств. Таким образом, для страховых компаний такая часть их баланса как страховые провизии является неотъемлемой частью их бизнес модели. Эти обязательства используются для приобретения активов. Целью банков и

страховых компаний является заработать положительный спрэд между платежами по обязательствам и доходом от использования активов. Одно из самых основных финансовых правил гласит, что ты не можешь заработать доход не приняв на себя риск. Однако финансовые институты должны иметь достаточный буфер для поглощения возможных неожиданных убытков, если они неожиданно возникнут. Такую функцию несет капитал, он должен покрыть убытки в случае их возникновения. Таким образом, чем больше риск, тем больше должен быть капитал компании. Капитал несет в себе функцию управления риском и является интегрированной частью бизнес модели финансовых институтов. В отличие от нефинансовых компаний, капитал не просто представляет собой требования акционеров на активы компании, капитал финансовых институтов обеспечивает способность продолжать бизнес.

Особенный интерес представляет исследование зарубежного ученого Стрельникова Н.В. о риск-менеджменте в страховой организации. В результате анализа таких моделей как модель Крамера Лундберга, модель Дэне, Гончарова в данном исследовании не только были сделаны выводы, что все модели не делают полного охвата всех финансовых факторов риска. Большая часть моделей основана на использовании в расчетах показателей дохода и капитала. Но и предложена модель, которая рассматривает возможное отклонение от прогнозных величин, и использует такой важный показатель, как левередж компании [107]. Левереджу как важному показателю финансового состояния страховых компаний особое внимание уделяют и другие ученые, например Малазийские ученые Сунг-Яау Фунг и Разак Идрис [108].

«Взаимосвязь и взаимозависимость страховых и инвестиционных рисков обуславливает необходимость применения таких моделей расчета капитала, в которых на функциональном уровне устанавливалось бы соотношение доходов, убытков с величиной активов, пассивов и собственного капитала компании, определялся их уровень риска» [107].

Стрельниковым Н.В. разработана оригинальная методика оценки капитала страховой организации с учетом показателя среднеквадратического отклонения (меры риска) доходов и расходов компании, расчета коэффициента маржи платежеспособности, что позволяет определить достаточность страхового капитала при заданном уровне риска [107].

Предлагаемая модель оценки капитала основывается на расчете величины ожидаемой чистой стоимости активов, то есть на разности между активами и пассивами за вычетом капитала.

В качестве критерия уровня риска в модели используется показатель среднеквадратического отклонения, он позволяет прогнозировать возможные колебания доходов и расходов страховой компании. Таким образом даже при меньших чем ожидалось доходах и более высоких расходов страховые компании будут иметь достаточный запас прочности для продолжения деятельности.

Исходное положение модели заключается в том, что основной источник доходов страховой организации – премии, получаемые от страхователей, из которых формируются страховые резервы – обязательства страховщика.

Инвестируемый в ценные бумаги и другие доходные инструменты страховой фонд одновременно служит и источником активов страховщика.

Использование, кроме собственных средств, временно свободных страховых резервов в инвестиционных операциях создает эффект леввериджа и позволяет увеличить объем капитала. В то же время, использование заемных средств накладывает на страховщика обязательства возратить занятую сумму средств кредиторам (страхователям) в том же объеме, а потери покрывать за счет собственных средств, пропорционально размеру убытков.

С другой стороны, оптимизация капитала и его структуры с заданным уровнем доходности и риска – это одна из основных задач формирования капитала и она реализуется различными методами. В частности для решения этой задачи в частности может быть использован механизм финансового леввериджа.

Показатель финансового леввериджа характеризует уровень эффективности использования акционерным обществом заемных средств, который влияет на рентабельность капитала. Таким образом, финансовый левверидж это объективный фактор, который возникает, когда у акционерного общества появляются заемные средства в том объеме, который позволяет ему дополнительно получить прибыль на капитал собственников.

Эффект финансового леввериджа как раз таки показывает какой дополнительный объем прибыли генерируется на собственный капитал при разной доле заемных средств в капитале.

Так как этот показатель очень динамичен, требуется постоянный мониторинг его значения, в процессе управления показателем эффекта финансового леввериджа. В основе этого динамизма лежит ряд факторов.

Один из факторов динамизма дифференциала состоит в том, что при сокращении предложения капитала на рынке в период снижения конъюнктуры финансового рынка, затраты на заемный капитал, которые составляют его стоимость могут резко увеличиться, и даже превысить уровень валовой прибыли, которую генерируют активы страховой компании.

Также снижение финансовой устойчивости компании в процессе увеличения доли заемного капитала, может привести к повышению риска банкротства компании, этот факт принуждает кредиторов увеличивать ставку вознаграждения по кредитам, на сумму дополнительной премии за финансовый риск.

Если риск поднимется до определенного уровня, что вызовет повышение ставки вознаграждения по кредитам, то значение дифференциала может снизиться до нуля, когда привлечение дополнительного заемного капитала не даст прироста рентабельности, и даже может достичь отрицательных значений, когда значение рентабельности капитала уменьшится, так как часть прибыли генерируемой собственным капиталом, будет затрачена на выплаты вознаграждений по заемному.

Также если на товарном рынке, на котором продается ваша конъюнктура товаров, наблюдаются ухудшения, снижается объем продаж продукции, и как следствие объем валового дохода от операционной деятельности.

В подобных условиях у дифференциала может сформироваться отрицательная величина даже при стабильных ставках по вознаграждениям, только в следствие снижения уровня валовой рентабельности активов.

По какой причине не сформировалось бы отрицательное значение дифференциала финансового левериджа, это всегда приводит к тому, что одновременно снижается коэффициент рентабельности собственного капитала. И привлечение акционерным обществом заемных средств будет иметь отрицательный эффект на прибыль.

То есть коэффициент финансового левериджа в данном случае является мультипликатором, то есть рычагом, который усиливает как положительный, так и отрицательный эффект, знак его эффекта зависит от значения его дифференциала.

То есть если дифференциал будет иметь положительное значение, то в следствие прироста коэффициента финансового левериджа будет еще больше приростать коэффициент рентабельности собственного капитала, а если дифференциал будет иметь отрицательное значение, то коэффициент рентабельности собственного капитала будет снижаться еще более быстрыми темпами.

Таким образом, увеличение коэффициента финансового левериджа как рычаг усиливает его действие и вызывает еще более быстрый рост его эффекта, причем как положительного, так и отрицательного, что зависит от значения его дифференциала. Аналогично понижение коэффициента финансового левериджа приведет к обратному эффекту, то есть, понижая более быстрыми темпами его отрицательный или положительный результат.

То есть, если дифференциал коэффициента финансового левериджа останется неизменным, сам коэффициент будет являться основным генератором возрастания и убывания сумм прибыли на собственный капитал, то есть как увеличения

Аналогично, если неизменным будет коэффициент финансового левериджа, то динамика дифференциала, как положительная, так и отрицательная, является главным источником изменений, возрастания или убывания, суммы и уровня прибыли в собственном капитале акционерного общества.

Зная механизм того, как финансовый леверидж воздействует на прибыль и на рентабельность собственного капитала а также на уровень финансового риска, что дает возможность управлять стоимостью и структурой капитала акционерного общества.

Использование показателя левериджа позволяет связать размеры доходов и выплат с величиной имеющихся активов, пассивов и собственного капитала.

Размер обязательств (пассивов, $L(t)$) страховщика зависит от страхового тарифа и пропорционален сумме получаемых премий (P). Выплаты (C) пропорциональны обязательствам. Инвестиционный доход зависит от объема активов, и также пропорционален их левериджу. Следовательно, зная величину левериджа, доходов и расходов, можно рассчитать и ожидаемую стоимость активов и пассивов.

Так леверидж пассивов можно рассчитать как отношение пассивов, то есть обязательств к собственному капиталу ($X(t)$). А леверидж активов, рассчитывается соответственно как, - активы ($A(t)$) разделенные на собственный капитал. Соотношение между двумя показателями следующее: леверидж активов равен сумме единицы и левериджа пассивов, это следует из формулы:

$$X(t) = A(t) - L(t),$$

Если обе стороны формулы разделить на собственный капитал ($X(t)$), то мы получим:

$$X(t)/X(t) = A(t)/X(t) - L(t)/X(t)$$

Упрощая выражение, мы получим:

$$1 = A(t)/X(t) - L(t)/X(t)$$

$$A(t)/X(t) = 1 + L(t)/X(t) \tag{1}$$

Для расчета величины чистой стоимости активов можно использовать уравнения (2)-(5):

$$ENW = NW + ENWG, \tag{2}$$

где

ENW – ожидаемая чистая стоимость активов;

NW – собственный капитал;

$ENWG$ – ожидаемый прирост чистой стоимости активов.

$$ENWG = EAV / (f(t) + 1) - ELV / (f(t)), \tag{3}$$

где:

$ENWG$ – ожидаемый прирост чистой стоимости активов;

EAV – ожидаемая стоимость активов;

ELV – ожидаемая стоимость пассивов;

$f(t)$ – леверидж пассивов.

$$EAV = Pf(t) + I(1 + f(t)) + V(1 + f(t)), \tag{4}$$

где:

EAV – ожидаемая стоимость активов;

P – сумма страховых премий;

I – доход от инвестиционной деятельности;

V – прирост стоимости инвестиционных активов;

$$ELV = Cf(t) + \Pi(1 + f(t)) + V1(1 + f(t)) + +1/2 * [(1 + f)^2 \cdot i^2 + f^2 \cdot l^2 - 2f(1 + f) \cdot i \cdot l], \tag{5}$$

где:

ELV – ожидаемая стоимость пассивов;

C – сумма страховых выплат;

Π – убытки от инвестиционной деятельности;

$V1$ – убытки от потери стоимости инвестиционных активов;

$f(t)$ – леверидж пассивов;

i^2 – дисперсия доходов;

l^2 – дисперсия расходов;

- .i - среднее квадратическое отклонение доходов;
- .l - среднее квадратическое отклонение расходов.

В результате можно сказать, что если ожидаемая стоимость активов больше ожидаемой стоимости пассивов, можно сделать вывод о сохранении или приросте капитала компанией, а также можно ожидать получение прибыли и выплаты дивидендов акционерам». Все это приводит к повышению инвестиционной привлекательности компании. И наоборот, если разность между активами и пассивами отрицательная это свидетельствует о том, что текущих активов не хватает для покрытия рисков, что может привести страховую компанию к банкротству. В данной ситуации риск менеджмент компании должен выработать необходимые для снижения уровня риска меры [107, с.16].

И в заключение хотелось бы отметить, что сегодня основным инструментом или моделью риск менеджмента являются стандарты платежеспособности «Solvency II». Однако в моделях платежеспособности временной горизонт охватывает только один год, а стратегическое управление и принятие решений в страховых компаниях требуют многолетнего прогноза, желательно 5 лет с текущей даты.

Департамент управления рисками страховщика использует модели риска для прогнозирования будущих расходов на несколько лет и затем представляет результаты расчета правлению. Руководству обычно требуется что бы такие чрезвычайные риски как риск природных бедствий или неблагоприятных рыночных сценариев были оценены с многолетней перспективой. Руководству необходимо ответить на вопросы типа: "как много лет в случае катастрофы или неблагоприятных изменений на рынке капитала компания может выдержать на определенном уровне без вливаний капитала извне?" Или "Сколько рискованного капитала нам нужно, чтобы выжить в ближайшие пять лет без внешних источников капитала? ". Исследование немецкого ученого Доротеи Диерс предлагает модель оценки рискованного капитала на многолетней основе и предлагает полностью развитую модель оценки внутреннего риска и приводит результаты ее практического применения для компании страховщика, в области не личного страхования [109].

Выводы по второму разделу

Состояние страхового рынка показывает, что в целом он далек от должного уровня развития. Растущие возможности страховых компаний пока остаются весьма ограниченными. В целом в развитии страховой отрасли наблюдается зависимость от банковского сектора, превалирование перестрахования рисков за рубежом. Отток ресурсов через каналы перестрахования ограничивает рост капитализации отечественного страхового рынка, и сдерживает полноценное развитие страхового рынка.

Повышение функциональных возможностей страхового рынка возможно только при повышении уровня капитализации, расширении перечня предоставляемых продуктов, снижении уровня премий по перестрахованию, передаваемых зарубежным страховым компаниям. Данные меры помогут

страховому рынку стать эффективным механизмом защиты от финансовых, социальных и других рисков.

Разработана модель кластерного анализа компаний страхового рынка, позволяющая ранжировать компании по финансовой устойчивости. Анализ показал, что финансовая устойчивость страховых компаний отечественного сектора также оставляет желать лучшего. По результатам кластерного анализа было выявлено, что только пять компаний страхового рынка можно назвать устойчивыми и демонстрирующими высокие результаты по всем показателям. Эти пять компаний имеют большие размеры активов и собственного капитала, финансовый результат которых положителен, то есть они имеют прибыль по результатам года. Далее были выделены девять «средних» компаний, которые меньше по величине и одна из которых имеет отрицательный финансовый результат. Третью группу компаний, в которую вошла 21 компания, характеризует небольшая величина активов и капитала, низкая результативность.

Для увеличения размера операций и активов страховые компании нуждаются в привлечении дополнительных ресурсов. С этой целью инвестиционная привлекательность и ее повышение имеет для них ключевое значение в данном процессе. Инструментом повышения инвестиционной привлекательности и рыночной стоимости акционерного общества является оптимизация структуры капитала и минимизация стоимости его привлечения.

Под стоимостью капитала понимается цена, которую компания оплачивает за привлечение средств из разнообразных источников. Она образует определенный уровень операционных и инвестиционных затрат компании. В связи с чем перед менеджментом встает вопрос о структуре капитала, которая обеспечивала бы оптимальные значения показателей при заданных границах цены капитала.

На основе исследования различных методов и моделей оптимизации капитала можно сделать вывод, что модель максимизации рыночной стоимости компании наиболее интересна с точки зрения повышения инвестиционной привлекательности компании. Поскольку отражает стратегическую цель функционирования акционерного общества.

Несмотря на стабильный рост страхового рынка возможности страховых компаний ограничены, им не доступны крупные страховые проекты. Они еще не стали полноценными институциональными инвесторами.

3 СТРАТЕГИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ И ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА СТРАХОВОЙ КОМПАНИИ ДЛЯ ПОВЫШЕНИЯ ЕЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ

3.1 Критерии оптимизации и пороговые значения собственного и заемного капиталов

Структура капитала играет важную роль в формировании рыночной стоимости организации. Эта связь опосредуется показателем средневзвешенной стоимости капитала (WACC): показатель структуры капитала \rightarrow WACC \rightarrow показатель рыночной стоимости организации. Поэтому концепция структуры капитала развивается в одном теоретическом комплексе с концепцией стоимости капитала и концепцией рыночной стоимости организации.

Используя такую методологическую основу в данном исследовании, на основе оптимизации структуры капитала с одновременной минимизацией средневзвешенной его стоимости, определяется влияние на рыночную стоимость. При этом используется взаимосвязанная система критериев и методов.

Оптимизация структуры капитала предприятия может быть осуществлена с помощью различных критериев и разными методами:

1. Метод расчета оптимальной структуры капитала по критерию политики финансирования активов. В основе данного метода лежит дифференцированный выбор источников финансирования разных частей активов акционерного общества.

Для данной цели все активы акционерного общества разделяются на три группы, приведенные ниже:

- а) внеоборотные активы;
- б) оборотные активы – переменная часть (изменяющаяся их часть, которая определяется сезонным или другим циклическим возрастанием объема хозяйственной деятельности);
- в) оборотные активы – постоянная часть (неизменная часть, размер которой не зависит от сезонных и других циклических колебаний хозяйственной деятельности).

2. Метод определения оптимальной структуры по критерию стоимости капитала. Стоимость капитала различается в зависимости от источников его формирования. В процессе определения оптимальной структуры капитала исходя из этого критерия в основу суждения положена возможность минимизации средневзвешенной стоимости капитала.

3. Метод определения оптимальной структуры капитала с использованием критерия эффекта финансового левириджа. Эффект финансового левириджа состоит в увеличении удельного веса заемного капитала в общем итоге до определенного размера с целью увеличения рентабельности собственного капитала.

Максимальная доля заемного капитала, которая обеспечит наибольший эффект финансового левириджа, описывает оптимальную структуру используемого капитала по данному критерию.

Капитал можно рассматривать как один из видов производственных факторов или экономических ресурсов, данный вывод можно сделать проанализировав базовые концепции содержащиеся в финансовом менеджменте, такие как временная стоимость денег, риск и доходность, альтернативные издержки, эффективность финансовых рынков. Для предприятия, получающего капитал, уровень доходности, который выплачивается инвестору, в качестве оплаты за вложенный капитал, представляет собой величину цены капитала.

Для инвестора же ценой инвестированного капитала являются альтернативные издержки, которые возникают из-за того, что инвестор теряет возможность использования денежных средства для получения дохода каким-то другим способом, например, процент по депозиту, на который инвестор мог бы положить средства в качестве альтернативы. Когда предприятие получает банковский кредит, оно обязуется выплачивать проценты банку, величина процентов отражает размеры цены привлеченного капитала. Для банка же ценой кредитных ресурсов, инвестируемых в компанию, будет уровень дохода, который банк мог бы заработать, если бы вложил данную сумму в проект, с аналогичным уровнем риска. Конечно банк не станет кредитовать компанию, если размер процентов по кредиту будет ниже альтернативных издержек. Следовательно с условиях эффективного рынка необходимо, что бы цена капитала для получателя была меньше альтернативных издержек инвестора.

При планировании дополнительного привлечения капитала предприятие должно принимать альтернативные затраты инвестора во внимание, потому что их уровнем объективно характеризуется цена привлекаемого капитала. Наиболее важным фактором, который определяет размер альтернативных издержек можно назвать уровень риска акционерного общества и осуществляемых им проектов. Так как чем выше уровень риска, тем выше должен быть уровень дохода, для компенсации риска инвестора. Соответственно, чем выше риск, тем большую цену имеет привлекаемый капитал.

Как было отмечено ранее, отдельные части капитала, такие как заемные и собственные источники, являются составляющими общей цены капитала. Таким образом, для определения средней цены всего совокупного капитала, прежде всего, необходимо рассчитать цену каждой его составляющей. Соотношение же удельного веса каждого компонента в общем размере привлеченного капитала составляет его структуру. Зная стоимость каждой составляющей капитала, акционерное общество может снизить общую цену привлекаемого капитала, путем увеличения доли более дешевых источников. В мировой практике более «дешевым» источником чаще бывает заемное финансирование, заемный капитал обходится дешевле, так как у кредиторов более привилегированное по сравнению с собственниками положение, так как они сохраняют за собой право на возврат своих вложений, и в случае ситуации банкротства их требования будут удовлетворены раньше требований собственников. В связи с этим возникает вопрос, зачем тогда вообще у предприятий сохраняется высокий уровень собственного капитала, если это им

не выгодно. По идее собственный капитал должен стремиться к нулю, а заемный к 100%.

Проведенное исследование позволяет сделать выводы, что выбор рационального критерия оптимизации и его метода, которое отвечало бы текущим требованиям и текущему состоянию приводит к увеличению доли заемного финансирования, но в разумных пределах, и как следствие к снижению общей цены капитала организации.

Выбор критерия для оптимизации структуры капитала компании, является результатом решений о финансировании, принятых компанией и зачастую может носить случайный характер, или быть результатом целенаправленного выбора.

Особенно оптимизация структуры капитала важна для страховой компании, в связи с тем, что страховые компании подвержены регулированию посредством нормативных актов, и структура капитала также должна отвечать требованиям нормативов, но с другой стороны страховая компания должна сохранять платежеспособность и финансовую устойчивость.

Страховым компаниям необходимо более взвешенно подходить к формированию структуры капитала, так как страховой рынок более чем другие подвержен различным рискам.

Так же у страховых компаний очень высокая зависимость структуры финансовых источников от системы государственного регулирования и прочих финансово-инвестиционных факторов. Так последствиями отдельных финансовых решений может стать отток капитала из отрасли страхования, а при чрезмерном оттоке ресурсов могут стать неустойчивыми не только отдельные страховые компании, но и весь страховой рынок или даже рынок страны в целом.

Также к числу влияющих на структуру капитала основных факторов можно отнести:

- Принципы организации страхования. Они оказывают влияние на формирование и объем страховых резервов, и на размер поступающих страховых премий, на гибкость тарифной политики;

- Риски страхователей. От однородности и возможности качественно оценить риски зависит как страховая компания будет их компенсировать, для однородных рисков, которые можно качественно оценить формируются страховые резервы, для остальных дополнительно к страховым резервам используются и собственные, свободные средства страховой компании;

- Специфические особенности рисков страховщика. Они возникают по причине того, то существует возможность что у страховой компании не хватит средств для выполнения обязательств. Компания должна иметь собственные средства в достаточном размере для покрытие данных рисков.

Как было сказано выше, оптимизация структуры капитала – это процесс определения такого соотношения страховых резервов и собственного и заемного капиталов, при котором будет обеспечено оптимальное соотношение между уровнем финансовой устойчивости и уровнем рентабельности

собственного капитала, и таким образом рыночная стоимость страховой компании будет максимальной.

В процессе оптимизации структуры своего капитала страховой компании следует учитывать, что она использует два источника для выполнения своих страховых обязательств: собственные свободные средства и страховые резервы.

Для построения имитационной модели управления капиталом страховой компании можно выделить следующие наиболее значимые критерии нахождения оптимальной структуры капитала страховой организации:

1. Максимизация маржи платежеспособности. Структура капитала максимизируется по марже платежеспособности, так как это основной показатель надежности страховой организации. Маржой платежеспособности называется разница между активами и страховыми обязательствами страховой компании. При оптимизации по данному критерию размер свободных средств страховой компании должен соответствовать размеру принятых по договорам страхования обязательств. То есть собственные средства и страховые резервы страховщика должны быть обеспечены активами, которые в свою очередь соответствуют требованиям , ликвидности, диверсификации, доходности и возвратности. При расчете необходимого размера собственного капитала и его доли в общей сумме необходимо учитывать показатель CAR - достаточность покрытия собственными средствами, который рассчитывается как соотношение разности между фактическим и нормативным уровнем платежеспособности страховой организации к нормативной платежеспособности. В рамках Европейского союза используется следующие критерии оценки уровня достаточности:

- CAR < 0 – свидетельствует о недостатке собственных средств;
- CAR от 0% до 25% – нормальное покрытие собственными средствами;
- CAR от 26% до 50% – хорошее покрытие собственными средствами;
- CAR от 51% до 75% – надежное покрытие собственными средствами;
- CAR > 75% – отличное покрытие собственными средствами.

2. Увязка сумм страховых резервов с активами. Оптимизация по данному критерию производится с целью снижения риска инвестиций. Риск инвестиций – это риск недополучения дохода, связанного с определенными видами активов, или не возврата соответствующих видов активов. Данный критерий очень важен по причине того, что средства страховых резервов не являются по сути собственностью страховой компании.

3. Минимизация уровня финансовых рисков. Уровень доходности должен соответствовать уровню риска. Таким образом, фактор риска необходимо учитывать для того, что бы обеспечить достаточный уровень доходности финансовых операций, которые связаны с использованием капитала, а также для разработки специальной системы мероприятий, для минимизации влияния его негативных последствий на деятельность страховой организации. Для достижения минимального уровня финансовых рисков необходимо реализовать следующие принципы:

- принцип диверсификации риска экономических потерь, согласно этого принципа страховая компания использует договора сострахования и перестрахования;

- принцип объединения экономического риска, согласно этого принципа при формировании страховых резервов по различным видам страхования страховая компания должна адекватно оценивать размер ущерба и вероятность наступления страхового случая;

- принцип финансовой эквивалентности, данный принцип предполагает наличие зависимости размера страховых премий от размера страховых выплат.

4. Соотношение «риск- доход». Процесс оптимизации страхового портфеля по соотношению «риск - доход» для части портфеля, состоящей из андеррайтинговых рисков и рисков резервов убытков, посредством покупки перестрахования приводит к более высоко однородности портфеля и как следствие увеличивает соотношение «риск – доход» для рассматриваемых подпортфелей.

5. Предельный объем привлечения заемных средств. При определении оптимальной структуры капитала посредством учета предельного объема заемных средств, максимальный объем привлечения рассчитывается с учетом двух условий:

- предельный эффект финансового левириджа. Объем собственных финансовых ресурсов был сформирован на предыдущем этапе, поэтому общий размер используемого собственного капитала можно определить заранее. Далее рассчитывается такой коэффициент финансового левириджа, при котором он будет иметь максимальный эффект. Далее у нас имеется размер собственного капитала, значение коэффициента финансового левириджа остается рассчитать предельный объем заемных ресурсов, который обеспечит наиболее эффективное использование собственного капитала.

- достаточная финансовая устойчивость акционерного общества. Достаточная финансовая устойчивость должна рассчитываться с позиции возможных кредиторов предприятия, а не только с его собственных, это обеспечит уменьшение стоимости привлечения заемных ресурсов.

Учитывая все эти требования страховой компанией устанавливается лимит на использование заемных ресурсов в деятельности. Одновременно необходимо оценивать стоимость привлечения заемных средств из разных источников. Подобную оценку проводят в разрезе форм привлекаемого предприятием заемного капитала как из внешних, так и внутренних источников. По результатам оценки разрабатываются и принимаются управленческие решения о выборе альтернативных источников привлечения капитала, которые удовлетворяют потребности страховой организации в заемных средствах.

6. Максимизация рыночной стоимости компании. Есть ряд причин, которые делают целесообразным использование рыночной стоимости компании в качестве критерия оптимизации структуры капитала. Используется рыночная стоимость, которая рассчитывается как текущая дисконтированная стоимость денежных потоков, это дает возможность принимать в расчет все денежные потоки страховой компании и управлять ими, также использование данного

показателя дает возможность учитывать риски финансирования, принимать оптимальные стратегические управленческие решения.

7. Необходимый размер заемных средств, рассчитанный по каждому периоду и по отдельным направлениям их предстоящего использования. При оптимизации структуры капитала по данному критерию основной целью является определение сроков использования заемных средств, так как необходимо оптимизировать соотношение кратко- и долгосрочных их видов. Как результат этих расчетов будет определен средний и полный срок использования заемного капитала.

Расчет количественных критерием определения оптимальной структуры капитала дает приблизительную оценку соотношения собственного и заемного капитала. Страховым компаниям в реальности необходимо учитывать такие критерии, которые не поддаются количественной оценке. Такие как асимметрия информации, разная привлекательность источников финансирования, необходимость поддержания финансовой гибкости, стадия в жизненном цикле компании, на которой она сейчас находится, а также вопросы контроля над компанией, то есть влияние заинтересованных сторон, таких как работники, поставщики программного обеспечения и оборудования, клиенты, регулирующие органы и др. Все эти субъекты могут воспринимать негативно увеличение долга компанией, что приведет к снижению чистых денежных потоков компании в процессе увеличения финансового рычага.

Поэтому для определения оптимальной структуры капитала страховой компании, необходимо результаты количественных методов дополнять детальным анализом качественных факторов.

В ходе проведенного исследования доказано, к общепризнанным критериям оптимизации капитала необходимо добавить показатель увеличения рыночной стоимости компании.

3.2 Установление границ и пороговых значений собственного и заемного капиталов

Использование показателя финансового рычага является главным приёмом, который может помочь в приведении параметров страховой компании в условия, которые обеспечивают экономической системе развитие.

Эффект рычага как инструмента это умножение эффекта прилагаемых усилий для облегчения усилий. Заемный капитал должен работать на стратегические задачи страховой компании. Термин финансовый рычаг в контексте финансирования обозначает практику финансирования за счет заемных средств долгосрочного развития компании ради роста ее стоимости. Для этой цели надо выработать способ измерения структуры капитала и изучить совпадает ли она с финансовым рычагом. Для этой цели в работе изучается выражение действия финансового рычага. По сложившейся традиции анализа набор показателей минимален. Во первых группа стандартных коэффициентов, которые применяются для финансового анализа отчетности страховой компании, это такие показатели как: рентабельность капитала, прибыль на акцию, который выражает масштаб дохода. Данная группа показателей дает

возможность сравнить эффективность деятельности компании с другими компаниями отрасли. Рост удельного веса заемного капитала должен приводить к росту как доходности капитала, так и прибыли на акцию, в этом случае оба показателя демонстрируют положительное влияние заемного финансирования.

Вторая группа коэффициентов – показатели, которые отражают степень в которой заемное финансирование воздействует на прибыль: эффект финансового рычага; рентабельность собственного капитала, прибыль на акцию. Но для полноценного анализа структуры капитала таких показателей явно недостаточно. Особенно для того, что бы делать выводы о том насколько соответствует стратегическим задачам политика финансирования страховой компании.

В основе данных методов (способов) расчетов лежат данные финансовой отчетности. Но практика показывает, что невозможно основывать изучение финансового рычага только на бухгалтерском подходе, особенно если мы рассматриваем финансовый рычаг как компонент политики финансирования страховой компании. Трудности заключаются в понимании того, насколько соответствует политика финансирования долгосрочного развития страховой компании целям роста ее стоимости.

Основной вопрос, на который должен ответить анализ структуры капитала с точки зрения соответствия целям роста стоимости компании, какое соотношение собственного и заемного капитала ведет к максимальной рыночной стоимости данной страховой компании. Так как стоимость страховой компании находится в зависимости от ставка затрат на капитал (WACC) перед ней стоит задача так построить политику финансирования долгосрочных планов развития компании, что бы структура капитала, как соотношение собственного и заемного капиталов, находилась в зоне оптимальности. Для этого необходимо сначала определить данную зону, затем подобрать финансовые инструменты, которые удерживают соотношение источников финансирования в рамках коридора оптимальности, с учетом изменения среды. С позиций финансовых измерений, анализ финансового рычага, позволяет сделать вывод о том, что не при всяком его значении можно достигнуть роста стоимости страховой компании.

Таким образом, если компания нацелена на рост своей стоимости, то задачей управления становится задача выведения компании на такой уровень структуры капитала, когда он находится в зоне оптимальных значений. Данный подход, рассматривающий структуру капитала с позиций оптимальности, требует от страховании четкого количественного описания и тщательного построенного анализа .

Изучая идентичность двух понятий «структура капитала» и «финансовый рычаг» был сделан вывод, что в формулах финансового рычага, с точки зрения бухгалтерского подхода не делается различий между долгосрочными и краткосрочными источниками финансирования. Когда аналитик вычитает расходы на выплату вознаграждений по кредитам, которые снижают налогооблагаемый доход, аналитик не разделяет кредиты на «длинные» и «короткие», и не устраниет из расчета выплату вознаграждения по

краткосрочным кредитам. Однако в данном анализе необходимо ответить на основной вопрос нужно ли рассматривать краткосрочные коммерческие задолженности как часть заемного капитала при анализе структуры капитала. Ответ на этот вопрос зависит от ситуации. Если краткосрочные кредиты взяты под вознаграждение, средства используются строго по назначению, на пополнение оборотного капитала, акционерное общество во время обслуживает эту задолженность, в этом случае, данный вид задолженности не должен участвовать в анализе структуры капитала. Если же краткосрочные займы становятся в реальности «долгосрочными», так как используются не по назначению, то они играют роль субститута долгосрочных займов, в этом случае их необходимо включать в количественный анализ структуры капитала. Так как в этом случае они оказывают влияние, как на анализ доли заемных средств, так и на корректировку и анализ доходности, требуемой кредиторами. Ставка доходности, требуемой кредиторами – это ставка возможных альтернативных вложений, в случае когда краткосрочные займы замещают долгосрочные обязательства, в замен фактической ставки вознаграждения по краткосрочным займам необходимо использовать текущую рыночную ставку вознаграждения по долгосрочным займам.

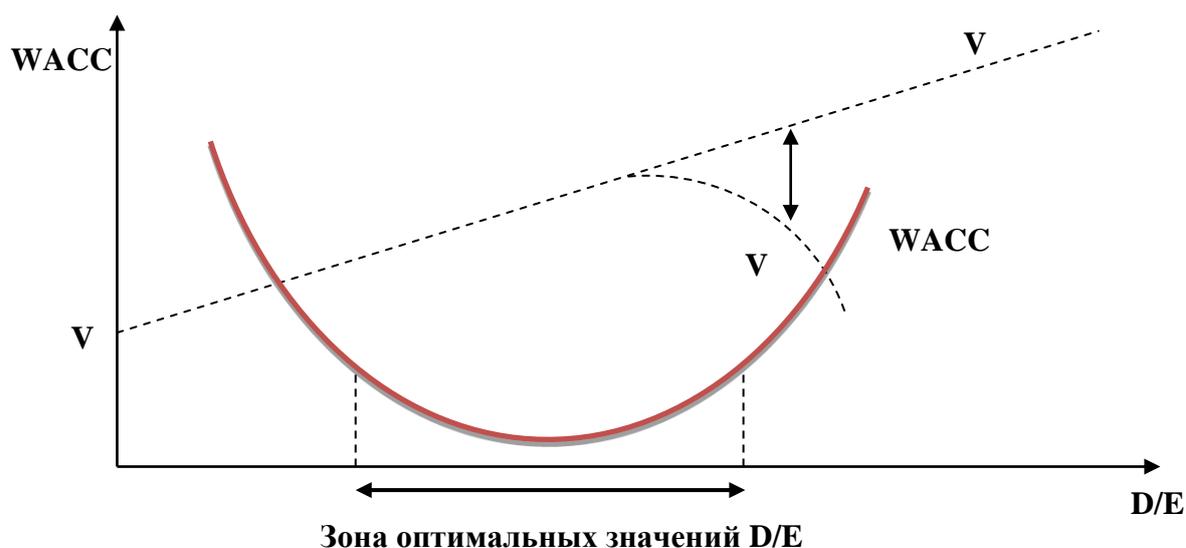


Рисунок 22 – Зона оптимальности структуры капитала

Примечание – Разработано автором на основе данных изученной литературы

Между понятиями структуры капитала и финансового рычага есть еще одно отличие, которое возникает, когда компания использует забалансовые источники финансирования, такие как долгосрочный, но не капитализированный, и как следствие не отраженный в балансе договор аренды активов. Подобный договор также выступает в качестве субститута долгосрочного заимствования, и его необходимо приравнять к заемному капиталу. И следовательно доля обязательств, и требуемая доходность должны

быть пересмотрены с учетом данного источника финансирования. То есть для целей анализа долгосрочный арендный договор капитализируется и ресурсы, взятые в аренду рассматриваются как актив, сто процентов стоимости которых являются обязательствами, взяты в кредит.

Для расчета необходимо рассчитать сумму капитализации, она рассчитывается на основе сроков договора, суммы арендной платы и графика ее погашения, в качестве ставки капитализации используется рыночная ставка вознаграждения по долгосрочным займам для аналогичной категории заемщиков, то есть для заемщиков аналогичных анализируемой компании. Сумма, капитализированная по договору аренды, это часть заемного капитала, а гипотетическая ставка по гипотетическому кредиту составляет затраты на заемный капитал. Также возможны ситуации возникновения забалансовых статей по гарантиям по кредитам предоставленным третьим лицам.

В таком случае качество обязательств анализируемой компании, которая предоставила подобные гарантии, зависит от того, как выполняет свои обязательства по кредиту третья компания. При расчете финансового рычага с позиции бухгалтерского подхода такие забалансовые источники финансирования не учитываются. Тогда как при финансовом подходе она могут стать «рукотворным обязательством» и являются объектом тщательного анализа, так как в определенный момент времени аналитик может решить, что вероятность наступления необходимости выплат по предоставленным гарантиям высока. Такие же различия бухгалтерского и финансового подходов к анализу финансового рычага могут вызывать выпуски конвертируемых привилегированных акций и облигаций для финансирования.

Так как оба вида конвертируемых финансовых инструментов являются «полудолгами», они оба относятся к категории заемных источников финансирования, до тех пор, пока невысока вероятность их конвертации в собственные простые акции. И наоборот, если курс рыночных обыкновенных акций эмитента данных конвертируемых финансовых инструментов станет расти и соотношение его к курсу исполнения договора о конвертации будет благоприятно, то вероятность конвертации данных бумаг в обыкновенные акции может быть допущена. В этом случае происходит исчезновение конвертируемого компонента заемного капитала и рост собственного капитала. Отсюда можно сделать вывод, что понятие финансового рычага не во всех случаях адекватно заменяет одно из наиболее важных в современном финансовом анализе понятий структуры капитала компании.

В данной работе предложен порядок установления пороговых значений и установления границ собственного и заемного капитала страховых компаний, в который включаются правила анализа структуры капитала, более соответствующие финансовому подходу, но все же отличающиеся и от него. В правила анализа структуры капитала компании включаются:

1. Правило соответствия сроков финансирования и целей использования капитала;
2. Правило альтернативных издержек;
3. Правило трансформации сложной структуры капитала;

4. Правило рыночной оценки;
5. Правило учета забалансовых обязательств.

При этом просто выявить границы, количественной характеристики структуры капитала, недостаточно. Для того, что бы корректно выстроить политику финансирования необходимо очертить зону оптимальности для значений структуры капитала данной конкретной компании. Поиск зоны оптимальных значений связан с двумя подходами к анализу структуры капитала, применяемыми одновременно количественным и качественным. В основу количественного подхода к оценке структуры капитала, положен анализ и выделение микро- и макрофакторов, учитываемых при разработке политики финансирования. Данный вид анализа в диссертационном исследовании дополняется количественными оценками, а также моделями, которые позволяют установить для страховой компании расчетное оптимальное соотношение собственного и заемного капиталов. Также финансовая модель оценки влияния структуры капитала на стоимость страховой компании содержит количественный анализ баланса всего капитала (К), и также баланс составных частей капитала в неденежной (Кнд) и денежной (Кд) формах:

$$K = K_d + K_{нд} \quad (9)$$

В составе денежных средств (Ид) с другой стороны возможно выделение той части, что является собственностью компании (Кд) и той части, что ей не принадлежит (ЗКд):

$$Ид = Кд + ЗКд \quad (10)$$

Из этого следует двойственность природы собственных денежных средств (Кд) – принадлежность их одновременно и к собственному капиталу (К) и к активам в денежной форме (Ид).

Размер всех денежных средств или собственного капитала можно установить их данных бухгалтерского баланса. Не производя сложных вычислений, размер составных частей, можно рассчитать на основе бухгалтерского баланса в динамике. Границы составных частей, сверху, денежная (не денежная) части собственного капитала не превышает размера всего имущества в денежной (не денежной) формах за вычетом внешнего долга:

$$Кд < Ид - ЗКвд \quad (11)$$

$$Кнд < Инд - ЗКвнд, \quad (12)$$

где :

ЗКв – заёмный внешний капитал, в который включаются внешние заёмные средства и кредиты банков, авансы, привлеченные средства, доходы будущих

периодов, кредитование, целевое финансирование, кредиторская задолженность по обязательствам перед страхователями и прочие пассивы.

На основании данных неравенств определены составные элементы денежных средств и всего заемного (привлеченного) капитала:

Данный способ установления границ собственного и привлеченного, заемного капитала является в существующих условиях единственно возможным, т.к. такой экспресс-анализ капитала можно выполнить на основе бухгалтерских данных. Достоинство этого способа - точное определение граничных значений остатка собственных денежных средств, что позволяет судить о финансово-экономическом состоянии предприятия, наличии собственных источников для дальнейшего роста и развития.

Из приведенных неравенств определяются границы для каждой из составных частей собственного капитала:

$$\begin{aligned} &СК - И_{ндф} + ЗКВ_{ндф} < СК_{дф} < И_{дф} - ЗКЗ_{дф} + И_{ндф} - ЗКВ_{ндж} > \\ &> СК_{ндф} > СК - И_{дф} + ЗКВ_{дф} \end{aligned} \quad (13)$$

После установления границ, согласно финансовой модели, необходимо выявить причины изменения составных частей собственного капитала и определить меры по их приведению к необходимым параметрам. Это определяет необходимость рассмотрения зависимости величины финансового рычага в структуре капитала и структуре активов и роста стоимости компании.

Развитая система перестрахования, наличие страховых резервов и оплаченного уставного капитала является основой финансовой устойчивости страховщиков. Под термином финансовая устойчивость подразумевается превышение доходов страховой компании над ее расходами по страховому фонду. На основе изучения баланса путем сравнения соответствующих статей его актива и пассива можно составить обобщенное представление о финансовой устойчивости страховой компании. Главная цель данного сравнения это определение достаточности ресурсов страховой организации для покрытия ее обязательств.

Обеспечение функционирования страховой компании путем привлечения заемных средств является одно из важнейших особенностей ее финансовой деятельности. Поэтому столько внимания уделяется разделению источников средств страховой организации на заемные и собственные при их анализе. Показатель соотношения собственных средств страховой организации к итогам валюты баланса называется коэффициент автономии. Коэффициент автономии повышается с повышением доли собственных средств, то есть финансовая устойчивость страховой организации тем выше, чем выше коэффициент автономии.

К заемным источникам финансирования страховой организации можно отнести:

- резервы по страхованию жизни и другие технические резервы по видам страхования отличным от страхования жизни;
- долгосрочные кредиты банков и займы;

- прочие статьи обязательств: резервы предстоящих расходов и платежей, доходы будущих периодов.

Для анализа финансовой устойчивости используются следующие системы показателей страховой компании:

1. Уровень страховых резервов - соотношение страховых резервов и общей суммы активов. Финансовая устойчивость страховых операций тем выше, чем больше рост данного коэффициента в динамике, то есть чем больше его численное значение.

2. Показатель отношения страховых резервов к сумме страховых премий, он показывает насколько рост страхового фонда страховщика зависит от роста страховой деятельности. Если объем страховых резервов растет, но значение данного коэффициента уменьшается, то это означает, что доверие страхователей к страховщику повышается.

3. Доля страховых резервов в собственном капитале страховой компании, показатель демонстрирует структуру собственного капитала и его можно использовать в качестве поправки к расчетам, в которых используется понятие собственного капитала. Определяется как отношение страховых резервов и собственного капитала.

В работе под финансовой устойчивостью понимается такое состояние страховой организации и количество и качество ее финансовых ресурсов, при котором обеспечивается ее дальнейшее развитие и ее платежеспособность в условиях риска, непосредственно связанного со страховой защитой рыночных субъектов.

У финансовой устойчивости есть объективная основа для ее количественного выражения. Распределительная функция финансов определяет изменение финансовых ресурсов страховой компании, а также распределение являясь движением финансовых ресурсов определяет состояние неустойчивости или устойчивости, которое проявляется посредством контрольной функции финансов, преобразуя финансовую устойчивость в «индикатор» соблюдения стоимостных пропорций.

Не существует точного определения качества финансовых ресурсов на текущее время. Часто качество финансовых ресурсов определяется как степень их соответствия основной цели деятельности компании – развитию и сохранению деятельности в условиях рыночной среды, то есть если финансовые ресурсы способствуют приспособлению страховой компании к рыночным условиям, значит ее ресурсы достаточно качественны.

В связи с тем, что деятельность страховщика состоит из некоторого количества элементов, таких как инвестирование финансовых ресурсов, проведение страховых операций, прочие функции, обычные для любой организации, финансовая устойчивость страховой компании определяется большим числом взаимосвязанных факторов [110].

Согласно ст. 46 Закона «О страховой деятельности» основой финансовой устойчивости страховщиков является [111] выполнение требований пруденциальных нормативов.

Таким образом для сохранения финансовой устойчивости страховым компаниям необходимо иметь:

- оплаченный уставный капитал,
- страховые резервы,
- систему перестрахования.

Перестрахование это одно из необходимых условий обеспечения должного уровня финансовой устойчивости страховых операций и как следствие нормальной деятельности страховых компаний, с разным размером капитала, резервов, фондов и других активов.

Перестрахование рисков не только защищает страховой портфель от влияния на него серии возможных страховых или даже катастрофических случаев, но также достигает того, что бремя выплаты сумм по страховым случаям осуществляется коллективно всеми участниками перестрахования.

Целый ряд причин привел к необходимости возникновения института перестрахования:

- несбалансированность страхового портфеля;
- выравнивание страховых сумм, по принятым на страхование рискам;
- приведение в соответствие с финансовыми возможностями страховщика потенциальной ответственности по совокупной страховой сумме;
- получение взаимного участия в, принятых на страхование другими страховщиками, рисках;
- обеспечение рентабельности и финансовой устойчивости страховых операций.

Стоимость перестрахования это не только доля премии, причитающаяся цессионарию (перестраховщику), но и расходы, которые возникают по ведению дела в связи с цессией (передачей рисков в перестрахование), таких как оформление договоров перестрахования, ведение их учета и т.п.

Для оценки уровня финансовой устойчивости могут быть использованы показатели автономии или показатели структуры капитала, которые называются коэффициентами финансовой устойчивости (таблица 14).

Таблица 14 – Коэффициенты финансовой устойчивости страховой компании

Показатели	На начало отч. периода	На конец отч. периода
Уровень страховых резервов	0,84	0,85
Уровень собственного капитала	0,10	0,09
Доля страховых резервов в собственном капитале	8,3	10,8
Соотношение собственного капитала без страховых резервов и обязательств	14,4	11,7
Уровень чистого оборотного капитала	0,19	0,21
Соотношение финансовых резервов и суммы страховых премий	1,6	1,5
Уровень инвестированного капитала	0,605	0,635
Примечание – Составлено на основе данных КФК РК		

Финансовая устойчивость имеет свои границы, это такие критические точки по достижении которых финансовые ресурсы изменяясь количественно вызывают качественный скачок, при котором финансовые ресурсы, изменяясь качественно меняют финансовую устойчивость.

Когда значения факторов, а следовательно и показателей финансовой устойчивости достигают минимально допустимой границы, количественное изменение финансовых ресурсов влечет за собой юридические качественные изменения, такие как банкротство или изменение функций деятельности компании, а именно переход из страхового в иное качество, с присущими новой деятельности спецификами и признаками.

Финансовое состояние страховых компании можно разделить на четыре стадии:

1. Устойчивое. Данное финансовое состояние характеризуется нормальным уровнем платежеспособности, достаточной ликвидностью, гибкой адаптацией к изменениям рискованной среды, здоровым балансом, отсутствием неблагоприятных отклонений фактических от нормативных показателей финансовой деятельности (размещение страховых резервов, маржа платежеспособности, ограничение по максимальному риску и т.п.).

2. Неустойчивое. Это такое финансовое состояние, при котором страховая компания, сохраняя платежеспособность, будучи в состоянии вовремя осуществлять страховые выплаты, при этом нарушает некоторые нормативные требования, результат финансового анализа свидетельствует об ухудшении показателей ликвидности и прогнозных показателей банкротства

3. Пограничное (пороговое). Это финансовое состояние, при котором страховая компания не может осуществлять не только страховые выплаты, но и текущие платежи, и даже платежи в бюджет. Оно является пороговым, потому что из него компания возможно выйдет в санацию или в банкротство, то есть произойдет изменение ее качественного состояния.

4. Финансовая несостоятельность (санация или банкротство). Санация может рассматриваться как отдельная стадия, как потенциальное переходное состояние, когда еще возможно восстановление финансовой устойчивости, или относится в четвертую. На этой стадии страховая компания демонстрирует те же признаки неустойчивости, которые есть в пограничном состоянии. На этой стадии возможны два варианта развития событий, первый вариант развития событий, когда изменения факторов финансовой устойчивости приведут к изменению самой финансовой устойчивости в сторону ее повышения. Либо, второй вариант – это банкротство. На этой стадии за исключением возможных мировых соглашений, не выполняется ни один признак финансовой устойчивости.

Ликвидность и платежеспособность это основные показатели, по которым оценивается финансовая состоятельность организации.

В данном исследовании по платежеспособностью понимается способность страховщика к своевременному выполнению монетарных обязательств, обусловленных законодательными актами или договорными соглашениями,

перед страхователями, то есть когда общие активы хозяйствующего субъекта превышают внешние обязательства.

При этом именно к гарантиям платежеспособности страховых компаний предъявляются требования более высокие, чем к другим субъектам рынка, это вызвано следующими причинами:

- страховщик играет особую роль, он является стабилизатором рынка, а страховые услуги для населения носят социальный характер;

- юридические причины. В связи с различными организационно правовыми формами, в которых организуются страховые компании, юридическое ограничение их ответственности означает, что в случае если страховая компания окажется неплатежеспособной, страхователь, как кредитор, получит свои средства только при наличии у данного акционерного общества определенного резерва в виде оплаченного акционерного капитала [112].

Сам характер страховых услуг требует от страховых компаний особенно внимательно относиться к платежеспособности. От страховой компании требуются специфические гарантии выполнения обязательств страховщика, так как страховой риск носит вероятностный характер. Такими гарантиями может служить выполнение нормативных соотношений активов и принятых страховых обязательств. Перестрахование рисков исполнения определенных обязательств, которые превышают возможности страховщика, и он считает, что не сможет исполнить их за счет собственных средств и собственных страховых резервов. Страховщики размещают свои страховые резервы на условиях прибыльности, возвратности, диверсификации и ликвидности.

Также быть финансово устойчивыми не только от страховых, но и от других видов рисков (валютных, финансовых, банковских и т.д.), от страховых компаний требует и тот факт, что страховые организации активно участвуют в инвестиционных процессах, включены в различные финансовые и кредитные мероприятия. Немалую роль в платежеспособности страховых компаний играет инвестиционная политика. Она должна носить взвешенный характер и страховая компания должна при вложении средств отдавать предпочтение надежности над прибыльностью. А также во избежание опасности подвергнуть клиентов рискам, защиту которых страховая компания не может гарантировать, она должна избегать не связанных со страхованием видов деятельности.

Особая специфика страховых компаний в отношении к понятию платежеспособность проявляется в особенностях признания обязательств и ресурсов для их исполнения, в дополнительной необходимости финансовых гарантий их исполнения, как следствие рискованного характера страховой деятельности.

Страховая компания функционирует в специфическом экономическом пространстве, это пространство является для нее объективным и диктует ей параметры и характеристики финансовой деятельности, в частности в вопросах формирования страховых резервов [112].

3.3 Модель управления инвестиционной привлекательностью путем повышения рыночной стоимости акционерных обществ

В соответствии с тематикой данного исследования необходимо принимать во внимание специфические отраслевые особенности страховых компаний как объектов оценки, эти особенности, связаны с наличием специфических активов и обязательств, которые редко встречаются в компаниях торгового и промышленного сегментов рынка (таблица 15).

Практика профессиональной оценки регламентируется в соответствии с нормативно-правовыми документами. При проведении работы основными нормативно-правовыми актами являются:

1. Закон Республики Казахстан от 30 ноября 2000 года № 109-ІІ «Об оценочной деятельности в Республике Казахстан» (с изменениями и дополнениями по состоянию на 13.01.2014 г.)

2. Приказ Министра юстиции РК от 9 декабря 2010 года № 325 «Об утверждении стандартов оценки»

В оценочной деятельности в настоящее время так же используются следующие общепринятые стандарты оценки:

1. Международные стандарты оценки (International Valuation Standards) [115];

2. Американские стандарты по оценке бизнеса (Business Valuation Standards of the American Society of Appraisers) [116].

Таблица 15 – Влияние управления стоимостью бизнеса и влияние, оказываемое на результаты различных сфер деятельности компании

Сфера деятельности	Изменения	Достижимый эффект
1	2	3
Банковская деятельность	Смена стратегии выбор стратегии роста	Рост потенциальной стоимости на 124%
Страховая деятельность	Портфель услуг реорганизуется с особым упором на услуги по фактору создания стоимости обладающие на наивысшим потенциалом	Рост потенциальной стоимости составил 25%
Телекоммуникационная деятельность	Определение новых возможностей увеличения стоимости: - надбавки к цене	Рост потенциальной стоимости составил 246% на единицу
	- создание новых услуг	Рост потенциальной стоимости на 240% на единицу
	Сокращение 40% от запланированных проектов развития деловой единицы	Данные не доступны
	Реструктуризация торговой службы по выявленному отрицательному воздействию на стоимость	Данные не доступны
Нефтедобывающая деятельность	Использование новых методов контроля и планирования, ускоряющих проведение преобразований; улучшение	Ключевое сокращение расходов на планирование, как результат процесса

Продолжение таблицы 15

1	2	3
	коммуникаций между деловыми единицами и корпоративным центром	рационализации. Поглощение, которого не было бы проведено при иных обстоятельствах. разращение отстающих менеджеров
Розничная торговля	Перенос акцента на укрепление стратегических позиций в регионах	30–40% роста потенциальной стоимости
Примечание – Составлено автором на основе изученной литературы		

Прежде, чем приступить к описанию методики оценки проиллюстрируем процесс оценки, изображенный в виде блок-схемы, на которой приведены определенные этапы (рисунок 23).

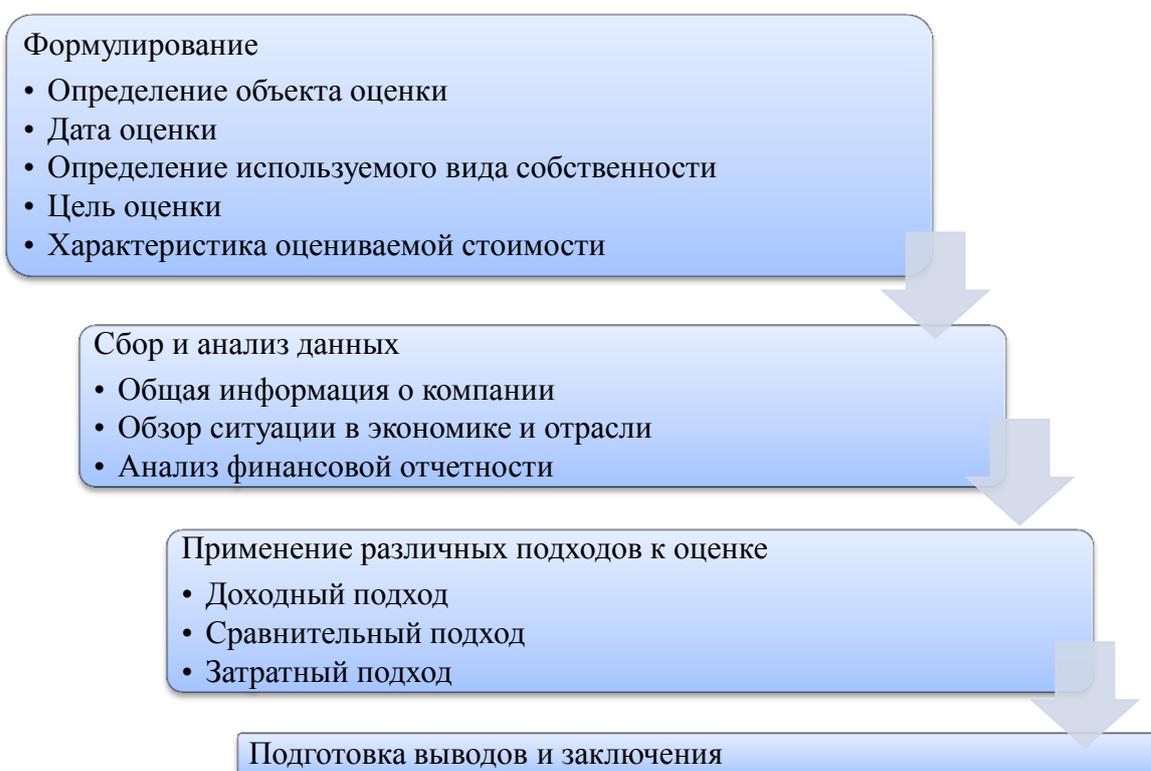


Рисунок 23 – Процесс оценки стоимости объекта

Примечание – Составлено автором на основе изученной литературы

Самое распространенное определение стоимости – это рыночная стоимость. Закон Республики Казахстан «Об оценочной деятельности» определяет рыночную стоимость как «расчетную денежную сумму, по которой данный объект может быть отчужден на основании сделки в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют, располагая всей доступной

информацией об объекте оценки, а на цене сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана приобретать;

- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;

- цена сделки представляет собой эквивалент денежного вознаграждения за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было» [113].

Данное определение рыночной стоимости используется обычно консультантами по оценке, налоговыми органами, судами.

Оценку стоимости страховой компании, также как любой организации можно производить с помощью трех основных подходов: сравнительного, затратного и доходного. Но у процесса оценки стоимости страховой компании есть свои отраслевые особенности (рисунок 24).



Рисунок 24 – Факторы, оказывающие влияние на стоимость компании

Примечание – Составлено автором на основе данных изученной литературы

Причина этих особенностей лежит заключается в самой природе страхового дела, в особенностях учета в страховых компаниях, а также в государственном регулировании страховой деятельности, то есть в наличии определенных требований нормативного характера. Очень важное значение при

оценке стоимости страховой компании играет процесс анализа финансовой устойчивости.

Существуют пруденциальные нормативы для страховых (перестраховочных) организаций, которые включают в себя следующие показатели:

- минимальный размер уставного капитала;
- норматив достаточности маржи платежеспособности;
- норматив достаточности высоколиквидных активов;
- нормативы диверсификации активов

Всем страховым компаниям необходимо принимать меры, согласно нормативно-правовым актам, по поддержанию уровня достаточности маржи платежеспособности страховой организации в пределах нормативов.

В случаях, когда финансовое положение страховой компании ухудшается, она должна принять меры по его восстановлению, например по увеличению собственного капитала, до размера, достаточного для сохранения устойчивости страховой компании.

Если в страховой компании были нарушены, какие либо из требований НБ РК, и имеются предписания или ограничения на действие лицензии, стоимость компании значительно снижается. Также определенные особенности в оценке стоимости страховых компаний возникают по причине значительных колебаний стоимости активов страховых компаний. Финансовые активы страховой организации оцениваются по рыночной стоимости лишь в случае, если они обращаются на вторичных рынках. Если же они не являются котируемыми, то для их оценки следует применять расчетные методы. По котирующимся на вторичном рынке финансовым активам, рыночная стоимость может быть установлена по котировкам, сложившемся в результате торгов по соответствующим видам активов на организованных рынках, и объявленных публично.

Также при оценке стоимости страховой компании необходимо обращать внимание на нематериальные ресурсы, именно они могут значительно ее увеличивать. К нематериальным ресурсам можно отнести патенты, лицензии, агентскую сеть, стабильность клиентской базы, перестраховочные связи и др. Благодаря этим нематериальным ресурсам компания может иметь положительную стоимость, то есть представлять определенную ценность, даже при наличии отрицательного собственного капитала. Таким образом, даже отрицательный собственный капитал может быть компенсирован наличием имеющих определенную привлекательность нематериальных ресурсов [114].

В настоящее время использование сравнительного подхода весьма ограничено при определении стоимости казахстанских страховых компаний, в виду того, что информация о сделках купли-продажи как пакетов акций, так и долей страховых компаний, является недоступной. Как правило, с одной стороны, информация о сделках по продаже долевых ценных бумаг страховых компаний носит конфиденциальный характер и не разглашается сторонами, с другой стороны в Казахстане акции страховых компаний не котируются на вторичном рынке. Все это приводит к тому, что остаются к применению только

два подхода к определению стоимости страховой организации: затратный и доходный.

Общая концепция оценки стоимости предприятия затратным подходом заключается в том, что бы сначала произвести оценку рыночной стоимости всех активов страховой компании по отдельности и затем из полученной общей величины вычесть стоимость обязательств компании. И при применении данного подхода особенности возникают в процессе оценки нематериальных активов (ресурсов) и обязательств [115].

Оценка материальных активов не вызывает, как правило, затруднений при оценке стоимости страховой компании. Размер основных средств, отображенных в балансе страховой компании, как правило не велик, по отношению к валюте баланса, так как в их состав входят в основном мебель, оргтехника, транспортные средства, недвижимость. Основные активы, приносящие доход и составляющие основную долю в балансе страховой компании – это финансовые вложения средств и инвестиции из страховых резервов. В данном случае работа оценщика облегчается государственным регулированием процесса размещения средств страховых резервов. Это происходит потому, что государственные правила, прописанные в нормативных актах, регламентируют размещение средств и обязывают страховщика размещать резервы в активы с наибольшим уровнем прозрачности, например в: банковские векселя, или в векселя организаций, которые имеют рейтинги от известных агентств, таких как Standard & Poor's, Moody's, Fitch и др. не ниже двух ступеней казахстанского суверенного рейтинга; в банковские депозиты; в акции, которые котируются на открытых рынках ценных бумаг; в недвижимость; в паи паевых инвестиционных фондов. Оценка всех этих активов не представляет особой сложности, и процесс определения их стоимости доступен. И если особенность и сложность метода заключается в оценке неосязаемых, нематериальных активов, то особенно сложной является оценка тех неосязаемых ресурсов, которых нет в бухгалтерском балансе.

В производственных организациях большую долю активов составляют материальные активы, которые обычно состоят из оборудования, недвижимости и др. Компании же финансового сектора, в том числе страховые компании, производят больше инвестиций в неосязаемые активы, такие как клиентская база, человеческий капитал, узнаваемость торгового знака или марки и др. все эти активы результат длительной работы и существенных затрат на рекламу, маркетинг и продвижение страховых продуктов. Эти инвестиции в неосязаемые активы по своей сути. Особенность бухгалтерского учета подобных неосязаемых активов заключается в том, что согласно Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) затраты на приобретение данных активов чаще всего не отражаются в активах страховых организаций, а относятся на операционные расходы. Все эти активы потенциально будут иметь стоимость в глазах возможных покупателей, поэтому оценщик в своем анализе финансово-хозяйственного состояния оцениваемой компании должен их идентифицировать. А если они будут идентифицированы, то возникает необходимость оценить их стоимость. Для

оценки рыночной стоимости нематериальных, неосязаемых активов обычно используется доходный подход, в стоимость подобных активов капитализируется избыточная прибыль (избыточная в сравнении со среднеотраслевой прибылью) (Рисунок 25).



Рисунок 25 – Порядок процедур оценки затратным подходом

Примечание – Составлено на основе данных изученной литературы

Специфика деятельности страховых компаний состоит в том, что она может направлять большую часть доходов на операции перестрахования, а также в том, что она имеет большое количество возможных обязательств, неопределенных по сумме и времени выплаты. Что влечет за собой определенные специфические операции в бухгалтерском учете страховых компании, например большие расходы на формирование страховых резервов и на операции перестрахования, все эти расходы уменьшают прибыль. В таких условиях для возможного покупателя показатель прибыли может быть не столь важен с точки зрения оценки стоимости компании. Особенно в казахстанских компаниях этот факт усугубляется стремлением менеджеров минимизировать корпоративный подоходный налог и для этой цели увеличивать отчисления в страховые резервы, что приводит к уменьшению доли чистой прибыли в доходах компании до 1-5%.

В подобных условиях для того, что бы оценить неосязаемые нематериальные активы страховых компаний, лучше использовать методы оценки затратного подхода, например метод учета затрат на замещение (восстановление). Суть этого метода заключается в определении затрат на воспроизводство оцениваемого неосязаемого актива. Этот метод может быть применен для объектов, в отношении которых нет сформированных активных рынков, то есть нет данных о рыночных котировках и не возможно применить методы доходного подхода. Стоимость объекта при использовании данного метода складывается из суммы затрат, которые компания должна была бы понести для создания подобного актива, с корректировкой на размер разумной прибыли и на вложенный капитал. При этом доля неосязаемых активов в стоимости успешной страховой компании обычно очень высока, она может достигать от 20 до 50 процентов.

Оценщик, в процессе оценки обязательств в страховой компании, должен также учесть определенные особенности страховой деятельности. Обязательства страховой компании условно можно классифицировать на две группы. Первая – это группа обязательств, оценка которых не требуется, так как их размер определен. В таких обязательствах можно отнести:

- кредиторская задолженность по операциям страхования, сострахования;
- кредиторская задолженность по операциям перестрахования;
- задолженность по депо премиям перед перестраховщиками;
- отложенные налоговые обязательства;
- прочая кредиторская задолженность;
- краткосрочные займы и кредиты;
- долгосрочные кредиты и займы;
- прочие обязательства.

Вторая группа представлена обязательствами, по предполагаемым выплатам возмещений в случае наступления страхового случая, то есть возмещения по страховым случаям, которые не произошли на отчетную дату, но возможно будут иметь место в будущем (в период действия договоров страхования), либо произошли, но компании не известна сумма ущерба. Это предполагаемые потери страховой компании в случае расторжения по инициативе страхователей существующих на отчетную дату договоров страхования и возврате незаработанной страховой премии. Особенностью данного вида обязательств является неопределенность и вероятностный характер. Проще всего считать стоимость данных оценочных обязательств равных величине созданных резервов, но в этом случае стоимость страховой компании будет неоправданно занижена. Основные суммы резервов составляют резервы убытков и незаработанных премий.

Действительно, для целей составления финансовой отчетности страховые компании оценивают резервы убытков как сумму приблизительных действительных потерь страхователя, которые будут выплачены страховщиком. Величина же фактических выплат из данных резервов, резервов произошедших, но не заявленных убытков, резервов незаработанной премии малы и не являются существенными для деятельности страховой компании. При

признании резерва заявленных, но не урегулированных убытков, страховщики, если им неизвестна сумма ущерба, относят в резерв полную величину своей ответственности по договорам страхования, поэтому фактические выплаты оказываются ниже величины созданного резерва.

Оценщик же при расчете возможных страховых выплат может использовать среднеотраслевые статистические данные об убытках, по каждому отдельному виду страхования, которые присутствуют в деятельности данной компании. Для расчета используется соотношение сумм реальных выплат к общей сумме сбора страховой премии.

Используя все эти данные, оценщик может оценить величину ожидаемого убытка по отдельным видам страхования используя фактические данные о размерах страховых премий по данному виду страхования.

В оценке стоимости страховой компании доходным подходом также имеются свои особенности. Все рассмотренные выше причины приводят также к тому, что если оценщик будет использовать чистую балансовую прибыль страховой компании как основу для расчета ее денежного потока, произойдет неоправданное занижение ее стоимости. В связи с этим оценщик, в случае использования моделей расчета денежных потоков на основе чистой прибыли, должен прежде подвергнуть ее модификации для учета особенностей страховой деятельности и правил составления финансовой отчетности страховых компаний.

Инвестиционный доход от инвестирования страховых резервов и страховые премии это две основные составляющие дохода страховой организации. В работе для расчета годового денежного потока страховой компании используется модель, представленная на рисунке 26.

В модели доход не делится на части, которые составляют отчисления в резервы и, которые составляют прибыль страховой организации. А в качестве оттоков денежных средств учитываются реальные выплаты по страховым случаям.

В диссертационной работе изучение стоимости страховой компании произведено с использованием доходного подхода по методу дисконтирования потока денежных средств.

Доходный подход позволяет рассчитать рыночную стоимость страховой компании исходя из размера от ожидаемых в будущем доходов. Порядок расчета предусматривает:

- прогноз будущих доходов;
- оценку рисков, связанных с получением страховой компанией доходов;
- установление времени поступления доходов.

Сумма будущих доходов, приведенная к текущей дисконтированной стоимости сумма является ориентиром того, какую сумму готов заплатить потенциальный инвестор за оцениваемую организацию.

Чистый денежный поток является основным показателем в доходном подходе, его расчет производится путем вычитания суммы оттоков денежных средств из притоков за определенное время. Существует несколько способов расчета денежного потока. В данной диссертационной работе был использован

денежный поток после уплаты налогов, который был принесен как собственным, так и привлеченным капиталом.



Рисунок 26 – Алгоритм расчета годового денежного потока страховой компании

Примечание – Составлено на основе данных изученной литературы

Для целей оценки стоимости страхового бизнеса по методу дисконтированных денежных потоков следует разделить ожидаемый срок деятельности страховой компании на два периода: прогнозный и постпрогнозный. Прогнозным является период на который у компании имеется детальный план – прогноз денежных потоков на каждый отдельный год. Прогноз следует составлять на период от текущего момента до того года, в котором у компании темпы роста денежного потока стабилизируются.

Для исследуемой страховой компании в данном исследовании был определен прогнозный период в пять лет.

Сначала потоки денежных средств были разделены, также как они делятся в отчете о движении денежных средств, на потоки от основной, инвестиционной и финансовой деятельности. Далее с использованием полученных показателей рассчитывается совокупный поток денежных средств.

Таблица 16 – Алгоритм расчета совокупного денежного потока АО СК «Евразия»

(тыс.тенге)	
Составляющие потока денежных средств	2013
+ Премии по, принятым в страхование и перестрахование рискам	27 141 169
+ Полученные комиссионные вознаграждения	30 765
+ Инвестиционные доходы	6 625 621
+ Возмещенные перестраховщиками доли убытков	
+ Доходы от переоценки	47 524
+ Прочие доходы	340 667
- Премии по переданным в перестрахование рискам	6 318 628
- Выплаченные страховые возмещения	17 952 539
- Оплаченные агентские вознаграждения	
- Инвестиционные расходы	
- Расходы от переоценки	120 663
- Операционные и прочие расходы	4 667 335
- Расходы по налогу на прибыль	601 351
± Именение долгосрочной задолженности	11 490
± Изменение в собственном оборотном капитале	521 442
± Изменение в долгосрочных активах	526 780
Примечание – Составлено автором на основе данных КФК РК и kase.kz	

Совокупный поток денежных средств исследуемой страховой компании, который мы рассчитали по предлагаемой методике, составил отрицательную величину в отчетном периоде и равен 5 584 942 тыс. тенге.

Следующим шагом на базе полученных в результате расчета данных был составлен пятилетний прогноз денежных потоков, на основе которого проведена оценка страховой компании.

При расчете прогноза будущих денежных потоков в работе использованы следующие данные:

Темпы роста страховых денежных потоков определены на уровне 104% в год;

Темпы роста инвестиционных денежных потоков спрогнозированы на уровне 99% в год;

Темпы роста финансовых денежных потоков были определены на уровне 101% в год;

Ставка дисконтирования, использованная для расчета суммы, которую мог бы заплатить инвестор в текущее время за возможность присвоения будущих потоков денежных средств. Ставка дисконтирования была рассчитана на уровне 22,75%. В ее состав входит ставка рефинансирования Национального банка

Республики Казахстан и экспертная рыночная премия за риск. Исходя из ставки дисконтирования и прогнозного периода был определен коэффициент дисконтирования.

На базе данных, рассчитанных по дисконтированному потоку денежных средств за прогнозный период определена величина текущей стоимости потоков денежных средств, равная 5 584 942 тыс. тенге.

Расчет остаточной стоимости был произведен в соответствии с моделью Гордона по формуле:

$$V(\text{term}) = CF(n+1) / (R-g), \quad (14)$$

Где,

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

$CF(n+1)$ – денежный поток за первый год постпрогнозного периода;

R – ставка дисконтирования;

g -долгосрочный темпы роста денежного потока.

Этот расчет в данном исследовании имеет следующий вид 6 835 923 тыс. тенге $/(22,75\% - 5,5\%)$. Остаточная стоимость исследуемой страховой организации АО «СК Евразия», таким образом, составляет 39 628 537 тыс. тенге. Расчет уровня гудвилл данной страховой компании приведен в таблице 17 и составляет 8 653 963 тыс. тенге. Стоимость исследуемо страховой компании, определенного методом дисконтирования денежного потока, согласно расчета составляет 67 104 136 тыс. тенге.

Таблица 17 – Расчет стоимости методом дисконтирования денежного потока на данных АО СК «Евразия»

Показатели	Отчетный период (2013 г.)
1. Стоимость чистых активов	53 071 078
2. Фактическая прибыль	4 719 032
3. Рентабельность чистых активов, %	4
4. Прогнозируемая прибыль	2 122 843
5. Избыточная прибыль	2 596 189
6. Ставка капитализации избыточной прибыли, %	30
7. Гудвилл	8 653 963
Примечание – Составлено автором на основе данных КФК РК и kase.kz	

Остаточная стоимость или стоимость возможной продажи страховой компании в последний прогнозный год была рассчитана согласно модели Гордона. Рыночная стоимость страховой организации АО «Евразия» была вычислена путем сложения текущих стоимостей всех денежных потоков прогнозные периоды (5 лет) и текущей стоимости денежного потока от возможной продажи страховой компании в последний прогнозный период (Таблица 18).

Таблица 18 - Прогноз оценочной стоимости бизнеса АО «Евразия» (тыс. тенге)

Показатель	Отчетный	Прогнозные периоды				
		2013г.	2014г.	2015г.	2016г.	2017г.
1. Поток денежных средств	5 584 942	5 818 121	6 059 481	6 309 343	6 568 041	6 835 923
2. Ставка дисконтирования	23	23	23	23	23	23
3. Коэффициент дисконтирования	1	1	1	0	0	0
4. Дисконтированный поток денежных средств	4 549 851	3 861 355	3 276 204	2 779 061	2 356 830	1 998 334
5. Текущая стоимость потоков денежных средств						18 821 636
6. Остаточная стоимость акционерного общества	-	-	-	-	-	39 628 537
7. Гудвилл	-	-	-	-	-	8 653 963
8. Оценочная стоимость бизнеса						67 104 136
Примечание – Составлено автором на основе данных КФК РК и kase.kz						

Для определения рыночной стоимости страховой организации АО «СК Транс Ойл», на основании данных бухгалтерской отчетности, приведенной в приложении, были выполнены соответствующие расчеты.

Таблица 19 - Расчет гудвилла страховой организации АО «СК Транс Ойл» (тыс. тенге)

Показатель	Отчетный период (2013 г.)
1. Стоимость чистых активов	2 611 325
2. Фактическая прибыль	467 193
3. Рентабельность чистых активов, %	4
4. Прогнозируемая прибыль	104 453
5. Избыточная прибыль	362 740
6. Ставка капитализации избыточной прибыли, %	30
7. Гудвилл	1 209 133
Примечание – Составлено на основе данных страховой компании	

Таблица 20 - Прогноз оценочной стоимости бизнеса АО «СК Транс Ойл» (тыс. тенге)

Показатель	Отчетный период	Прогнозные периоды				
		2013г.	2014г.	2015г.	2016г.	2017г.
1	2	3	4	5	6	7
1. Поток денежных средств	392 142	401 946	411 994	422 294	432 851	432 851
2. Ставка дисконтирования	22,75	22,75	22,75	22,75	22,75	22,75
3. Коэффициент дисконтирования	0,8147	0,6637	0,5407	0,4405	0,3588	0,2923

Продолжение таблицы 20

1	2	3	4	5	6	7
4. Дисконтированный поток денежных средств	319 464	266 762	222 755	186 007	155 321	126 535
5. Текущая стоимость потоков денежных средств						1 276 844
6. Остаточная стоимость акционерного общества	-	-	-	-	-	2 509 283
7. Гудвилл	-	-	-	-	-	1 209 133
8. Оценочная стоимость бизнеса						4 995 260
Примечание – Составлено автором на основе данных страховой компании						

Данные расчеты были также проведены по данным финансовой отчетности страховой организации АО «СК Транс Ойл».

Данная финансовая стратегия, разработанная и реализованная для нескольких страховых организаций, с применением доходного подхода, позволит АО «СК Евразия», АО «СК Транс Ойл» увеличить рыночную стоимость максимально быстрыми темпами. Так, рыночная стоимость страховой организации «СК Евразия» вырастет практически в три раза с 18 821 636 тыс. тенге в 2013 году до 67 104 537 тыс. тенге в 2018 г. Соответственно рост рыночной стоимости АО «СК Транс Ойл» составит 4 995 260 тыс.тенге с 1 276 844 тыс.тенге.

Алгоритм оптимизации структуры капитала в своей заключительной стадии позволяет протестировать заданные начальные параметры на соответствие поставленной цели. Если полученный результат далек от желаемого, это означает что первоначальные значения исследуемых показателей и их соотношений не соответствуют заданным целям и должны быть изменены. Исследование показало, что процесс управления ресурсами компаний страхового рынка является сложным, многоступенчатым и трудоемким процессом, он требует аналитической работы с использованием зарубежных и отечественных научных разработок.

Не вызывает сомнения, что дальнейшее развитие экономики вызовет рост казахстанского рынка страхования, как в виде появления новых страховых компаний, так и в виде увеличения размеров существующих. Этот рост будет происходить за счет отечественного и зарубежного капитала, что потребует от страховых компаний выхода, как на отечественные, так и на зарубежные биржевые площадки. Наличие биржевых котировок позволит в дальнейшем применять сравнительный подход к оценке стоимости страховых компаний, наряду с затратным и доходным подходами, и повысить точность результатов оценки.

Выводы по третьему разделу

В работе были изучены критерии оптимизации структуры капитала исходя из того, что страховая компания использует два основных источника – это собственные свободные средства и страховые резервы. В результате были

выделены наиболее значимые критерии для построения имитационной модели оптимизации капитала: уровень достаточности собственных средств (CAR); маржа платежеспособности и повышение ее до максимального уровня; соответствие сумм резервов и активов страховой компании; предельный размер заемного капитала; минимизация финансовых рисков; максимизация рыночной стоимости страховой компании. Последний показатель, показатель рыночной стоимости компании позволяет учитывать все риски финансирования и позволяет принимать оптимальные стратегические решения по управлению компанией.

Так же сделан вывод о том, что количественный подход к оптимизации капитала не дает исчерпывающей информации, а носит приблизительный характер. При формировании оптимальной структуры капитала количественный анализ необходимо дополнять качественным.

Для построения модели управления инвестиционной привлекательностью путем повышения рыночной стоимости была проанализирована возможность применения различных методов оценки рыночной стоимости акционерных обществ страхового сектора. В работе были изучены достоинства и недостатки трех подходов к оценке, и сделан вывод о целесообразности применения доходного подхода для построения модели.

Особенности страхового бизнеса требуют определенных модификаций к традиционным подходам оценки. Предложенная в работе модель строится на годовых денежных потоках компании. В модели для определения стоимости компании применяется метод дисконтирования денежного потока.

В работе сделаны расчеты по данной модели на примере двух страховых компаний. В последнем, завершающем блоке модели можно видеть соответствует ли результат, полученный по заданным параметрам достижению поставленной цели или нет. В случае больших отклонений необходимо откорректировать заданные входящие параметры.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенное исследование позволило сделать определенные выводы и получить следующие научные результаты:

1. В научной и специальной литературе, на практике существуют различные толкования содержания категории «инвестиционная привлекательность». Чаще всего рассматриваемая категория отождествляется с «инвестиционным климатом», так как раскрывает близкие по сути свойства, признаки и отношения этих понятий. По нашему мнению, в настоящее время все больше внимания начинают уделять инновационному развитию, как реального, так и финансового секторов экономики страны, в связи с этим необходимо уточнить понятия «инвестиционная привлекательность».

Обобщая все определения инвестиционной привлекательности акционерного общества, было сформулировано следующее уточненное ее определение. По нашему мнению инвестиционная привлекательность – это система экономических отношений, объективных свойств, характеристик и показателей акционерного общества, определяющая платежеспособный спрос на инвестиции, вероятность получения приемлемого уровня доходности на вложенный капитал при минимальном риске, позволяющая учесть интересы всех участников инвестиционного процесса с целью повышения конкурентоспособности, рыночной стоимости компании на основе эффективного использования капитала.

2. В работе были определены основные требования к методике анализа инвестиционной привлекательности, для того, что бы быть эффективной она должна: учитывать факторы внешней среды, отражать доходность вложенного капитала, должна быть сопоставима со стоимостью и рисками капитала, направленные на рост рыночной стоимости компании. Если методика будет соответствовать данным требованиям, она сможет обеспечить инвесторам обоснованный выбор объекта инвестиций.

Были изучены и систематизированы в три подхода методы оценки инвестиционной привлекательности. Первый из предложенных подходов основывается на анализе показателей конкурентоспособности и финансово-хозяйственной деятельности акционерных обществ. Во втором подходе используются следующие понятия: инвестиционный риск, методы оценки инвестиционных проектов и инвестиционный потенциал. В основе третьего подхода лежит стоимость страхового акционерного общества. У каждого подхода есть свои недостатки, достоинства и ограничения применения. Объективность итоговой величины инвестиционной привлекательности акционерного общества напрямую зависит от возможности использования на практике подходов и методов ее оценки.

3. Анализ текущего состояния отрасли страхования показал, что отрасль развивается. Количество страховых компаний за последние пять лет уменьшилось, но объем страховых поступлений и выплат значительно вырос. В 2013 году страховой рынок по прежнему испытывает сильную зависимость от банковского сектора. Именно банковский сектор формирует основные потоки

страховых премий, в связи с чем можно назвать его основным драйвером страхового рынка Казахстана.

Кроме того наблюдается отток ресурсов зарубеж, через каналы перестрахования, так как более 80% перестрахования производится в зарубежных страховых и перестраховочных компаниях, только 19% в отечественных. Подобный отток сдерживает развитие отечественного рынка страхования.

Для повышения функциональных возможностей рынка, страховым организация необходимо повышать уровень капитализации, расширять ассортимент услуг, повышать объем страховых премий, передаваемых на перестрахование резидентам. Только при поддержании высоких темпов роста страховой рынок Казахстана станет эффективным механизмом защиты интересов государства, граждан и хозяйствующих субъектов от финансовых, социальных и иных рисков.

4. Проведенный с использованием разработанной модели кластерный анализ показал, что в отрасли есть пять компаний лидеров по показателям финансовой устойчивости – это АО "СК "Евразия", АО "СК "Виктория", АО "ДСК Народного банка Казахстана "Халык - Казахинстрах", АО "ДК БТА Банка "БТА Страхование", 9 компаний демонстрируют средние показатели и 21 компания имеет низкий уровень платежеспособности. Конечно среди данных 21 могут быть компании с хорошими показателями устойчивости, просто небольшие по размеру. Но увеличение объема операций, требует и увеличения капитала и влечет за собой увеличение количества активов. То есть многие компании страховой отрасли нуждаются в дополнительных источниках финансирования, привлечь которые им может помочь повышение их инвестиционной привлекательности.

5. Процесс оценки стоимости капитала компании это одна из ключевых предпосылок управления страховой компанией и в частности ее капиталом на определенном высоком уровне эффективности. Стоимость капитала рассматривается как цена, оплачиваемая компанией за привлечение средств из разнообразных источников. Стоимость, которой обладает капитал, образует некий уровень операционных и инвестиционных затрат компании. Все это ставит перед вопрос перед финансовым менеджером о соотношении источников финансирования капитала - вопрос об оптимальной структуре капитала. Структуре, обеспечивающей оптимальные значения показателей при заданных границах значений цены капитала.

Следующие основные модели главной целевой функции компании задают критерии оптимизации:

- минимизация операционных издержек;
- максимизация прибыли;
- максимизация объема продаж;
- максимизации добавленной стоимости страховой компании
- максимизация рыночной стоимости страховой компании;
- максимизация темпов роста страховой компании;
- обеспечение конкурентных преимуществ страховой компании.

На наш взгляд модель максимизации рыночной стоимости компании представляет наибольший интерес для повышения инвестиционной привлекательности акционерных обществ. Данная модель отражает современную идею теории фирмы, которая основной целью функционирования компании считает максимизацию благосостояния его владельцев. Одна из особенностей присущих данной модели заключается в том, что наиболее полную в сравнении с другими оценочными показателями информацию о функционировании акционерного общества несет показатель рыночной стоимости.

Как показало проведенное исследование, выбор рационального критерия и метода оптимизации, отвечающих текущему состоянию и требованиям приводит к снижению общей стоимости (цены) привлекаемого капитала организации и к расширению в разумных пределах доли заемного финансирования.

Особенную важность приобретает оптимизация структуры капитала для страховой компании, она с одной стороны обязана выполнять требования нормативно-правовых актов, с другой стороны соответствовать критерию платежеспособности и финансовой устойчивости.

Рынок страховых услуг особенно подвержен различным рискам, поэтому страховые компании должны очень осторожно подходить к формированию структуры капитала.

Также страховые компании характеризуются высоким уровнем влияния финансово-инвестиционных факторов и системы государственного регулирования на структуру финансовых ресурсов

4. Также необходимо учитывать, что страховая компания для выполнения страховых обязательств использует основных два источника при оптимизации структуры капитала – это собственные свободные средства и страховые резервы.

В результате исследования были выбраны наиболее значимые критерии оптимизации структуры капитала страховой компании, для построения имитационной модели управления капиталом, к ним относятся:

- при определении необходимой величины (доли) собственного капитала в общей сумме капитала необходимо учитывать уровень достаточности собственных средств (CAR), который определяется как соотношение разности фактического уровня платежеспособности страховой компании и нормативного, к нормативному уровню платежеспособности;

- повышение маржи платежеспособности (разницы между стоимостью активов и страховых обязательств страховой компании) до максимального уровня;

- увязка сумм страховых резервов и активов страховой компании, для целей снижения риска инвестиций, то есть снижение уровня риска не возврата соответствующего вида актива или не получения (недополучения) связанного с ним дохода. Важность данного критерия также определяется тем фактом, что страховые резервы и их средства по своей сути не являются собственностью страховой компании;

- предельный объем привлечения заемного капитала, продиктованный предельным эффектом финансового левириджа, а также обеспечением достаточного уровня финансовой устойчивости акционерного общества.

- снижение уровня финансовых рисков до минимального уровня. Оптимизация страхового портфеля страховой компании с учетом оптимальности соотношения "риск — доход" для подпортфеля рисков резервов убытков и андеррайтинговых рисков, путем приобретения перестрахования. Это приводит к улучшению однородности портфеля и, следовательно, к увеличению соотношения "риск — доход" для данных подпортфелей;

- необходимый уровень заемных средств в каждом периоде, в разрезе отдельных целевых направлений их предстоящего использования;

- максимизация рыночной стоимости страховой компании, при расчете стоимости методом дисконтирования денежных потоков, дает возможность учета и управления денежными потоками компании. Показатель рыночной стоимости компании через дисконтирование денежных потоков позволяет учитывать все риски финансирования; позволяет принимать решения по управлению компанией, оптимальные в стратегическом плане.

Недостаток количественного подхода к оптимизации структуры капитала дают приблизительную оценку целевого соотношения собственного и заемного капитала. При формировании структуры капитала страховые компании учитывают различные критерии, некоторые из них сложно оценить количественно. Среди таких критериев асимметрия информации, привлекательность источников финансирования, стадия жизненного цикла, которую проходит компания, вопросы контроля акционеров над корпорацией, сохранение финансовой гибкости, влияние заинтересованных сторон, таких как работники, клиенты, регулирующие органы, поставщики сырья, оборудования и программного обеспечения и другие. Негативное восприятие наращивания компанией суммы долга, при попытке увеличить финансовый рычаг, может привести к снижению чистых денежных потоков.

Для более точного расчета оптимальной структуры капитала страховой компании, анализ с помощью количественных методов необходимо дополнять детальным анализом качественных критериев.

Также в ходе проведенного исследования было доказано, что при решении проблемы оптимизации структуры капитала, к общепринятым критериям можно прибавить критерий максимизации рыночной стоимости компании. Этот критерий является важным условием для достижения оптимальной структуры капитала.

5. Процесс оценки состоит из четырех этапов: формулирование, сбор и анализ данных, применение различных подходов к оценке, подготовка выводов и заключения.

В оценочной практике существуют три подхода к оценке: сравнительный, затратный, доходный. В работе рассмотрены достоинства и недостатки всех трех методов применительно к оценке капитала страховых компаний и сделан вывод о целесообразности использования доходного метода при построении модели.

Страховой бизнес имеет свои особенности в структуре доходов и денежных потоков, в связи с чем, традиционные подходы не могут быть применены без определенных модификаций.

Предложенная модель строится на расчете годового денежного потока страховой компании, с учетом ее особенностей. При этом модель учитывает отток денежных средств в качестве реальных выплат по страховым случаям.

Стоимость страховой организации определяется с использованием метода дисконтирования денежного потока, что позволит оценить рыночную стоимость организации с учетом ожидаемых в будущем доходов, то есть определить сколько готов заплатить за оцениваемую организацию потенциальный инвестор. Для целей настоящего исследования использовался денежный поток, приносимый собственным и привлеченным капиталом после уплаты налогов. Для целей настоящей модели срок деятельности страховой организации делится на прогнозный и постпрогнозный. Прогнозным считается пятилетний период, то есть максимальный период на который страховые организации делают прогнозы.

Ставка дисконтирования для целей модели принимается как ставка рефинансирования и экспертная рыночная премия за риск.

Для определения денежного потока в постпрогнозный период используется модель Гордона.

Таким образом на основе модели можно рассчитать рыночную стоимость страховой компании используя доходный подход, дисконтируя будущие денежные потоки.

В работе были проведены расчеты на примере трех страховых компаний, данные расчеты позволят им увеличить рыночную стоимость максимально возможными темпами. В заключительном блоке алгоритма определяется соответствуют ли заданные параметры достижению поставленной цели или нет. Так как если отклонение от желательных результатов велико, то необходимо пересмотреть первоначальные показатели и их соотношения.

Сделанные выводы позволяют утверждать, что одновременно с дальнейшим развитием экономики, объем казахстанского страхового рынка будет возрастать, размеры страховых компаний будут увеличиваться (в том числе и за счет притока иностранного капитала) и рано или поздно, акции казахстанских страховых компаний - лидеров рынка начнут котироваться на казахстанских и зарубежных биржевых площадках. Это даст возможность при определении стоимости страховых организаций применять наряду с затратным и доходным подходами также и методы сравнительного подхода, что, безусловно, повысит точность и объективность результатов оценки.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

- 1 Послание Президента РК народу Казахстана от 7 января 2014
- 2 Концепция по переходу Республики Казахстан к «зеленой экономике» // <http://www.strategy2050.kz>
- 3 Смит, А. Исследование о природе и причинах богатства народов / пер. с англ.; предисл. В. С. Афанасьева. - М.: Эксмо, 2007. - 956 с.
- 4 Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ / пер. с англ. - 2-е изд. - М.: Дело, 2001. - 271 с.
- 5 Маркс К. Капитал. – М.: Политиздат, 1973. - Т.1. – 736 с.
- 6 Блауг М. 100 великих экономистов до Кейнса. - СПб.: Экономикс, 2008. - 352 с.
- 7 Макконнелл К., Брю С. Экономикс: Принципы, проблемы и политика. - М.:Инфра-М, 2007. -Т. 1. – 1010 с.
- 8 Самуэльсон П.А. Экономика / пер. с англ. – Севастополь: изд. "Ахтиар", 1995. – 384 с.
- 9 Когденко В.Г., Мельник М.В. Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2012. – 447с.
- 10 Коупленд Т., Колер Т., Мурин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. - М.: Олимп- Бизнес, 2004. – 576 с.
- 11 Скотт М.К. Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости. - М.: ОЛИМП-БИЗНЕС, 2000. – 432 с.
- 12 Святков С. А. Национальная банковская система: теория, практика и приоритеты институциональных преобразований: автореф. дис. док. экон. наук. - Алматы: Экономика, 2010. - 54 с.
- 13 Арыстанбаева С. С. Проблемы формирования и использования финансовых ресурсов: ориентация на страновую конкурентоспособность. - Алматы: LEM, 2006. - 140 с.
- 14 Адамбекова А. А. Финансовый рынок Казахстана: взаимодействие и перспективы развития его сегментов. - Алматы: Экономика, 2012. - 286 с.
- 15 Джаксыбекова Г.Н. Финансовый мониторинг. Оценка стоимости компании. - Алматы: Эрекет-Принт, 2008. - 339 с.
- 16 Интыкбаева С.Ж. Финансовые проблемы обеспечения устойчивого развития экономики Республики 2 Казахстан. – Алматы: Каржы-Каражат, 2002. – 188 с.
- 17 Мельников В. Д. Основы финансов. - Алматы: LEM, 2007. - 568 с.
- 18 Омарова А.К. Финансирование и кредитование инвестиций. - Алматы: Таугуль-Принт, 2009. – 305 с.
- 19 Рахимбекова С.Т. Проблемы инвестиционной привлекательности молочной отрасли Казахстана: теория, методология, практика: автореф. дис. док. экон. наук: 08.00.05. - Алматы, 2010. - 39 с.
- 20 Сейтказиева А. М. Финансовые институты Республики Казахстан. - Алматы: Экономика, 2008. - 256 с.
- 21 Баймуратов У. Инвестиции и инновации: нелинейный синтез // Избранные научные труды. – Алматы: БИС, 2005. – Т. 3. – 320 с.

- 22 Челекбай А.Д. Риск-менеджмент в денежно-кредитной и инвестиционной деятельности: теория, мировой опыт и практика Казахстана. - Алматы: Экономика, 2007. – 312 с.
- 23 Указ Президента Республики Казахстан № 958 от 19 марта 2010 года «Об утверждении Государственной программы форсированного индустриально-инновационного развития на 2010-2014 годы».
- 24 Постановление Правительства Республики Казахстан № 254 от 14 марта 2011 года Об утверждении Программы "Производительность 2020".
- 25 Указ Президента Республики Казахстан № 579 от 4 июня 2013 года Об утверждении Концепции инновационного развития Республики Казахстан до 2020 года.
- 26 Постановлением Правительства Республики Казахстан от 13 апреля 2010 года №301 Программа "Дорожная карта бизнеса 2020".
- 27 Челекбай А.Д. Оценка инвестиционных проектов: теория, методика, мировой опыт. – Алматы: Экономика, 2010. – 341 с.
- 28 Филин С.А. Страхование инвестиционных рисков. – М.: ООО Фирма «Благовест-В», 2005. – 216 с.
- 29 Маленко Е., Хазанова В. Инвестиционная привлекательность и ее повышение // Топ-менеджер. - 2013, декабрь - 23 http://www.cfin.ru/investor/invrel/investment_attraction.shtml
- 30 Экономическая оценка инвестиций / под ред. М.Римера. – СПб.: Питер, 2011. – 432 с.
- 31 Хазанович Э.С. Инвестиции. – М.: Кнорус, 2011. – 320 с.
- 32 Казакова Н.А. Экономический анализ в оценке бизнеса и управлении инвестиционной привлекательностью компании. – М.: Финансы и статистика; ИНФРА-М., 2009. – 240 с.
- 33 Валинурова Л.С., Казакова О.Б. Управление инвестиционной деятельностью. - М.: Кнорус, 2005. - 384 с.
- 34 Крылов Э.И., Власова В.М., Егорова М.Г., Журавкова И.В. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности предприятия: учеб. пособие для студентов вузов, обучающихся по специальностям: «Финансы и кредит», «Бух. учет, анализ и аудит», «Мировая экономика», «Налоги и налогообложение». – М.: Финансы и статистика, 2003. – 191с.
- 35 Крылов Э.И., Власова В.М. Анализ финансовых результатов предприятия. - СПб.: ГУАП, 2006. – 256 с.
- 36 Крейнина М.Н. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ промышленности, строительстве и торговле. - М.: Дело и Сервис, 1994. – 256 с.
- 37 Крадинов И.С. Управление инвестициями в акционерных обществах открытого типа: автореф. канд. экон. наук: 08.00.05. – Хабаровск, 2000.- 27 с.
- 38 Гончаренко И.В. Оценка инвестиционной привлекательности и формирование инвестиционной стратегии предприятия: автореф. дис. канд. экон. наук: 08.00.05. - Белгород, 1999.- 26 с.
- 39 Веселов Д В. Анализ инвестиционной привлекательности предприятия: автореф. дис. канд. экон. наук. – 2007.

- 40 Тарасов В. М К определению категории инвестиционный климат и привлекательность отраслей промышленности // Менеджмент: теория и практика. – 2006. - №1-2. – С.147-154
- 41 Волков А., Куликов М., Марченко А. Создание рыночной стоимости и инвестиционной привлекательности. - М.: Вершина, 2007. – 304 с.
- 42 Глухов В.В., Некрасова Т.П. Экономика и менеджмент высоких технологий: учебное пособие. – СПб.: СПбГТУ, 1999. – 132 с.
- 43 Масленников П.В., Задорожный А.А. Экономическая оценка инвестиций. – Кемерово: Кемеровский технологический институт пищевой промышленности, 2005. - 108 с.
- 44 Гуськова Н.Д., Краковская И.Н., Слушкина Ю.Ю., Маколов В.И. Инвестиционный менеджмент. – М.: КНОРУС, 2010. – 456 с.
- 45 Когденко В.Г. Экономический анализ. – М.: Юнити-Дана, 2013. – 392 с.
- 46 Яшин С. Анализ эффективности инновационной деятельности. – М.: ВНУ, 2012. – 288 с.
- 47 Бланк И.А. Управление финансовыми ресурсами. – М.: Омега-Л, 2013. – 768 с.
- 48 Хендриксен Э.С., Ван Бреда М.Ф. Теория бухгалтерского учета / пер с англ.; под ред. Я.В. Соколова – М.: Финансы и статистика, 2000.- 576 с.
- 49 Кураков В.П. Экономическая теория: учебное пособие. - 5-е изд. доп. и перераб. - М.: Вуз и школа, 2002. - 812 с.
- 50 Кутер М.И. Теория бухгалтерского учета: учебник. - 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2002.- 640 с.
- 51 Назарова В. Л. Бухгалтерский учет. – Алматы: Китап баспасы, 2009.- 618 с.
- 52 Гиляровская Л.Т. Аудит капитала коммерческих организаций: практическое пособие. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. - 96 с.
- 53 Гутцайт Е.М. Аудит: концепция, проблемы, эффективность, стандарты. - М.: ЭЛИТ-2000, 2002. - 400 с.
- 54 Маршалл А. Принципы экономической науки. - М.: Изд. группа «Прогресс», 1998. - Т.1. – 496 с.
- 55 Сраффа П. Производство товаров посредством товаров. -М.: ЮНИТИ-ДАНА, 1999. - 160 с.
- 56 Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. - М.: Изд-во «Гелиос АРВ», 2002. - 352 с.
- 57 Рикардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения / пер. с англ. – М.: Государственное издательство политической литературы, 1955. - Т.1. - 360 с.
- 58 Хикс Р. Стоимость и капитал / пер с англ. – М.: Прогресс, 1988. - 488с.
- 59 Шумпетер Й. Теория экономического развития. - М.: Прогресс, 1998. - 455 с.
- 60 Лытнева Н.А. Учет и анализ уставного капитала при создании, реорганизации и ликвидации общества с ограниченной ответственностью. - М.: Издательско-консультационный центр «Дело и Сервис», 2004. - 128 с.

- 61 Лачинов Ю.Н. Капитал: междисциплинарное: учебное пособие для студентов. - М.: Компания Спутник, 2003. - 95 с.
- 62 Кеулимжаев К. К. и др. Финансовый учет на предприятии / под общей ред. Рахимбековой Р.М.– Алматы: Экономика, 2003. - 474 с.
- 63 Толпаков Ж.С. Бухгалтерский учет. – Караганда: ОАО «Карагандинская полиграфия», 2004. – 972 с.
- 64 Нурсеитов Э.О., Нурсеитов Д.Э. Международные стандарты аудита: принципы и практика. - Алматы: Экономика баспасы, 2008.- 477 с.
- 65 Соколов Я.В. История бухгалтерского учета: учебник. - М.: Финансы и статистика, 2004. - 272 с.
- 66 Сатубалдин С.С. Учетные системы транзитной экономики. - Алматы: Гаухар, 2003.- 320 с.
- 67 Сатубалдин С. С. Азиатское экономическое чудо. – Астана: Фолиант, 2003. – 336 с.
- 68 Нармбаев К. Н. Организация и методология бухгалтерского учета в условиях АСУ. – М.: Финансы и статистика, 1983. – 134 с.
- 69 Нармбаев К. Н. Двойная запись и матричный учет: об организации бухгалтерского учета в условиях автоматизации // Бухгалтерский учет. – М., 1980. - № 1. – С.10.
- 70 Новодворский В.Д. Учет капитала - М.: Экономистъ, 2004. - 159 с.
- 71 Алиев М.К. Экономическая теория прав собственности - как методологическая основа процессов консолидации // Материалы международной научно-практической конференции «Национальная экономика в векторе глобального развития» - Алматы: Қазақ университеті, 2005. - 411с.
- 72 Бетге Й. Балансоведение / пер. с нем. - М.: Изд-во «Бухгалтерский учет», 2000.- 454 с.
- 73 Концептуальные основы финансовой отчетности, утвержденные Советом по МСФО 10 сентября 2010 года // <http://www.ifrs.org>, Концепция подготовки и представления финансовой отчетности, утвержденные Комитетом по МСФО в 1998 году // <http://www.ifrs.org>
- 74 Бланк И.А. Управление капиталом: учебный курс. - Киев: Эльга; Ника-Центр, 2004. - 576 с.
- 75 Финансово-экономический словарь / сост. С.А. Святлов, А.Е. Ломейко, В.М. Ютиш; под научной редакцией д.э.н.профессор А.А.Абишева. - Алматы: Экономика, 2006. – 703 с.
- 76 Закон Республики Казахстан «О бухгалтерском учете и финансовой отчетности» от 28.02.2007 года № 234-III ЗРК // <http://www.minfin.gov.kz>
- 77 Арзыбаев. А. Теоретико-методологические и организационно-методические проблемы учета, контроля и анализа капитала корпоративных предприятий: дис. ... док. экон.наук. – Алматы, 2008. – 274 с.
- 78 Палий В.Ф., Палий В.В. Финансовый учет: учебное пособие: в 2-х ч. - М.: ФБК ПРЕСС, 1998. - Ч. 1. -295 с.
- 79 Бернштейн Л.А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация / пер. с англ. - М: Финансы и статистика, 2003. - 624 с.

80 Кожин В.Я. Бухгалтерский учет: учебник. - 4-е изд., перераб. и доп. - М.: Издательство «Экзамен», 2003. - 832 с.

81 Богатая И.Н. Стратегический учет собственности предприятия. Серия «50 способов». - Ростов н/Д.: Феникс, 2001. - 320 с.

82 Васильева Л.С., Петровская М.В. Финансовый анализ: учебник – 4-е издание переработанное и дополненное. – М.:Кнорус, 2010. – 880с.

83 Приказ Министра финансов РК от 23 мая 2007 г. №184 «Об утверждении перечня и форм годовой финансовой отчетности для публикации организациями публичного интереса (кроме финансовых инструментов)» // <http://www.minfin.gov.kz>.

84 Международные стандарты финансовой отчетности по состоянию на 1 января 2013 года // <http://www.minfin.gov.kz>

85 Отчет о финансовой стабильности за 2012 // <http://www.nationalbank.kz>

86 Отчет о финансовой стабильности за 2013 // <http://www.nationalbank.kz>

87 Текущее состояние страхового сектора Республики Казахстан на 1 января 2014 года // <http://www.afn.kz>.

88 Масленкова О.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебное пособие. – М.: КНОРУС, 2011. – 288 с.

89 Ильин В.В., Сердюкова Н.А., Алексеев В.Н., Ермилов В.Г. Финансовый менеджмент: учебник / под ред. Ильина В.В. – М.:Издательство «Омега-Л», 2011. – 560с.

90 Коуз Р. Фирма, рынок и право: сб. статей / пер. с англ. Б. Пинскера; науч. ред. Р. Капелюшников. — М.: Новое издательство, 2007. — 224 с.

91 Коуз Р. Природа фирмы. Фирма, рынок и право. - М.: Дела, 2001, 192 с.

92 Бланк И.А. Концептуальные основы финансового менеджмента: Энциклопедия финансового менеджера. – М.:Омега-Л, 2008. – 448 с.

93 Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных финансов. - 2-е издание. М.: ЗАО «Олим-бизнес», 2004. – 977 с.

94 Закон Республики Казахстан О страховой деятельности № 126 от 18 декабря 2000 года; Постановление Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций от «Об утверждении Инструкции об установлении пруденциальных нормативов и иных обязательных к соблюдению норм и лимитов для страховой (перестраховочной) организации и страховой группы, включая минимальные размеры уставного капитала, гарантийного фонда, маржи платежеспособности и сроков представления отчетов о выполнении пруденциальных нормативов» № 131 22 августа 2008 года.

95 Постановление Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций «Об утверждении Правил выдачи разрешения на создание страховой (перестраховочной) организации, а также выдачи лицензии на право осуществления страховой (перестраховочной) деятельности и деятельности страхового брокера» № 122 от 30 апреля 2007 года.

96 Постановление Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций «Об

утверждении Требований к осуществлению страховой организацией страховой деятельности, в том числе по взаимоотношениям с участниками страхового рынка, и полномочия страхового агента на осуществление посреднической деятельности на страховом рынке» № 25 от 1 марта 2010 года.

97 Постановление Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций «Об утверждении Требований к осуществлению страховой организацией страховой деятельности, в том числе по взаимоотношениям с участниками страхового рынка, и полномочия страхового агента на осуществление посреднической деятельности на страховом рынке» № 25 от 1 марта 2010 года.

98 Постановление Правления Национального Банка Республики Казахстан «Об утверждении Правил применения мер раннего реагирования и методики определения факторов, влияющих на ухудшение финансового положения страховой (перестраховочной) организации (страховой группы)» № 233 от 27 августа 2013 года.

99 Постановление Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций «Об утверждении Правил расчета коэффициентов, характеризующих убыточность страховой (перестраховочной) организации» № 83 от 25 марта 2006 года.

100 Постановление Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций «Об утверждении Правил расчета коэффициентов, характеризующих убыточность страховой (перестраховочной) организации» № 83 от 25 марта 2006 года.

101 Постановление Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций «Об утверждении Инструкции о требованиях к порядку проведения внутреннего аудита в страховой (перестраховочной) организации» №35 от 16 февраля 2004 года.

102 Кодекс Республики Казахстан «О налогах и других обязательных платежах в бюджет» (Налоговый кодекс) № 99-IV ЗРК от 10.12.2008 г.

103 De Weert F. Bank and insurance capital management. – Chichester : John Wiley, 2011. – 246 p.

104 Albert Alemanno Better business regulation in a risk society. – New York; London : Springer Verlag, 2013. – 328 p.

105 Гончаров Д.С. Комплексный подход к управлению рисками для российских компаний. – М.: Вершина, 2007. – 224 с

106 Lorson J., Schmeiser H., Wagner J. Evaluation of Benefits and Costs of Insurance Regulation - A Conceptual Model for Solvency II // Journal of Insurance Regulation. – 2012, winter. – Vol. 31. – P. 125-156.

107 Стрельников Н.В. Риск-менеджмент в страховой организации: автореф. ... канд. экон. наук. – М., 2013.

108 Soon-Yau Foong Razak Idris Leverage, product diversity and performance of general insurers in Malaysia // The Journal of Risk Finance. – 2012. – Vol. 13, № 4.– P. 347-361

109 Dorothea Diers A multi-year risk capital concept for internal models and enterprise risk management. The Journal of Risk Finance. – 2012. – Vol. 13, №5. – P. 424-437.

110 Чернова Г.В. Страхование: учеб. пособие. - М.: Проспект, 2009. - 432 с.

111 Закон Республики Казахстан от 18 декабря 2000 года № 126-ІІ «О страховой деятельности» (с изменениями и дополнениями по состоянию на 07.03.2014 г.).

112 Орланюк - Малицкая Л.А. Платежеспособность страховой организации. – М.: Центр "АНКИЛ", 1994. - 152 с.

113 Закон Республики Казахстан от 30 ноября 2000 года № 109-ІІ «Об оценочной деятельности в Республике Казахстан»

114 Доходный подход к оценке стоимости компании. Журнал «Финансы и кредит». Научно-практический и теоретический журнал. № 45 (333). - декабрь. - Москва. -2008 - С. 30-40

115 Затратный подход к оценке стоимости компании. Вестник Кыргызского экономического университета. №1 (7). – Бишкек.- 2008. - С.45-48

116 Приказ Министра юстиции РК от 9 декабря 2010 года № 325 «Об утверждении стандартов оценки».

117 Международные стандарты оценки (International Valuation Standards).

118 Американские стандарты по оценке бизнеса (Business Valuation Standards of the American Society of Appraisers).

Основные факторы, определяющие инвестиционную привлекательность



ПРИЛОЖЕНИЕ Б

Принадлежность страховой компании к кластерам

Наименование страховой компании	Номер наблюдения	Номер кластера
АО "СК "Евразия"	1:Case 1	1
АО "СК "Виктория"	2:Case 2	1
АО "ДСК Народного банка Казахстана "Халык - Казахинстрах"	3:Case 3	1
АО "ДК БТА Банка "БТА Страхование"	4:Case 4	1
АО "Kaspi Страхование"	9:Case 9	
АО "СК "Казкоммерц-Полис" (ДО АО "Казкоммерцбанк")	5:Case 5	2
АО "ДК по страхованию жизни БТА Банка "БТА Жизнь"	7:Case 7	2
АО "КСЖ Государственная аннуитетная компания"	8:Case 8	2
АО "СК "НОМАД Иншуранс"	11:Case 11	2
АО "Нефтяная страховая компания"	12:Case 12	2
АО "ДК Народн.Банка Каз-на по страхованию жизни "Халык-Life"	14:Case 14	2
АО "КСЖ "Казкоммерц -Life" (ДО АО "Казкоммерцбанк")	16:Case 16	2
АО "КСЖ "PPF Insurance"	31:Case 31	2
АО "КСЖ "НОМАД LIFE"	34:Case 34	2
АО "Экспортно-кредитная страховая корпорация "КазЭкспортГарант"	6:Case 6	3
АО "ДО АО "БТА Банк" СК "Лондон-Алматы"	10:Case 10	3
АО "СК "Альянс-Полис"	13:Case 13	3
АО "СК Amanat insurance"	15:Case 15	3
АО "СК "Сентрас Иншуранс"	17:Case 17	3
АО "СК "Коммеск-Омір"	18:Case 18	3
АО "СК "Alliance - Страхование Жизни"	19:Case 19	3
АО "СК "Казахмыс"	20:Case 20	3
АО "Чартис Казахстан Страховая Компания"	21:Case 21	3
АО "СК "ТрансОйл"	22:Case 22	3
АО "Зерновая страховая компания"	23:Case 23	3
АО "СК "Алатау"	24:Case 24	3
"АО "ДО АО "Цеснабанк" СК "Цесна-Гарант"	25:Case 25	3
АО "СК "АСКО"	26:Case 26	3
АО "ДО АО "Нурбанк" СК "Нурполис"	27:Case 27	3
АО "КК ЗиМС "ИНТЕРТИЧ"	28:Case 28	3

Продолжение приложения Б

АО " СК "Trust Insurance"	29:Case 29	3
АО "Медицинская страховая компания "Архимедес - Казахстан"	30:Case 30	3
АО "СК "Kompetenz"	32:Case 32	3
АО "СК "Standard"	33:Case 33	3
Примечание – Составлено автором на основе данных НБ РК		