

Шевчук О.О.

*к.е.н., доцент, доцент кафедри фінансів
ЛННІ ДВНЗ «Університет банківської справи»
e-mail: olesya.shevchuk@ukr.net*

Методологічні аспекти застосування дохідного підходу до оцінювання вартості страхових компаній

Стаття присвячена визначенню ринкової вартості страхових компаній на основі використання дохідного підходу з розрахунком середньозваженої вартості капіталу страховика та прогнозуванням його грошових потоків при оптимістичному, песимістичному та помірному прогнозах діяльності страхової компанії.

Ключові слова: вартість страхової компанії, дохідний підхід, метод дисконтування грошових потоків, середньозважена вартість капіталу, прогнозування.

Формул: 14; рис.: 4, табл.: 4, бібл.: 11

Шевчук А.О.

*к.э.н., доцент, доцент кафедры финансов
ЛУНИ ГВУЗ «Университет банковского дела»
e-mail: olesya.shevchuk@ukr.net*

Методологические аспекты применения доходного подхода к оценке стоимости страховых компаний

Статья посвящена определению рыночной стоимости страховых компаний на основе использования доходного подхода с расчетом средневзвешенной стоимости капитала страховщика и прогнозированием его денежных потоков при оптимистическом, пессимистическом и умеренном прогнозах деятельности страховой компании.

Ключевые слова: стоимость страховой компании, доходный подход, метод дисконтирования денежных потоков, средневзвешенная стоимость капитала, прогнозирование.

Формул: 14; рис.: 4, табл.: 4, библи.: 11

Shevchuk O.O.

*PhD in Economix, assoc. prof. of Department of Finance,
Lviv Institute of SHEI «Banking University», Ukraine
e-mail: olesya.shevchuk@ukr.net*

Methodological aspects of the income approach to insurance companies valuation

Abstract. The article is devoted to determining the market value of the insurance companies on the basis of income evaluation method with the calculation of weighted average cost of capital of the insurer and forecasting its free cash flows at the optimistic, pessimistic and moderate prognoses of insurance company activity.

The author describes the elements of the appraised value calculation: the selection of parameters, the construction of the regression equation, the forecasting of model parameters and interval forecast of free cash flows. Theoretical and practical considerations are illustrated and example valuations of a non-life insurer are given.

The income approach allows carrying out variant calculations with regard to development and innovation in companies, using the methodology proposed in this research.

Keywords: insurance company value, income approach, discounted cash flow method, the weighted average cost of capital, forecasting.

JEL classification: G31, G22, C13.

Formulas: 14; fig.: 4, tabl.: 4, bibl.: 11

Вступ. В останні роки на українському страховому ринку збільшується потреба в оцінюванні вартості страхових компаній, що зумовлено не тільки зміною парадигми управління компанією, а й об'єктивними ринковими процесами, що відбуваються у державі. Актуалізація оцінки вартості страхових компаній як інструменту вирішення багатьох завдань, що постають перед суб'єктами страхових відносин в Україні, передбачає зокрема поглиблене вивчення методологічного апарату оцінювання і управління вартістю.

Аналіз досліджень та постановка завдання. Питання оцінки вартості бізнесу досліджені багатьма закордонними й українськими вченими. Серед робіт закордонних авторів варто виділити праці А.Дамодарана [1], Дж.Муріна, Т.Коупленда [2], П.Андерсона [3], А.Раппопорта [4], В. Блекберна [5], Дж.Мартіна, Дж.Петі [6], А.Грязнової [7]. У роботах зазначених науковців розглядаються проблеми визначення й створення вартості компанії, питання, пов'язані з підходами й основними принципами оцінки та управління вартістю. Низка авторів – Д.Іонін [8], С.Салов [9], А.Рибін [10], Т.Говорушко [11] – досліджували питання застосування традиційних методів до оцінювання вартості страхових компаній. Проте аспекти практичного використання методів визначення ринкової вартості страхових компаній в українських реаліях залишилися нерозглянутими.

Актуальність даного дослідження полягає в необхідності подальшого вдосконалення методичного інструментарію оцінювання вартості, що обумовлено турбулентністю зовнішнього середовища компаній, значною невизначеністю прогнозних значень економічних параметрів їх діяльності, а також потребою в адаптації методів оцінки, що враховують особливості страхового підприємництва.

Основним завданням дослідження є обґрунтування методологічних підходів до визначення ринкової вартості страхової компанії при використанні дохідного підходу з прогнозуванням грошових потоків страховика за різних варіантів розвитку страхової діяльності.

Результати дослідження. Дохідний підхід визначає вартість компанії (бізнесу) на основі оцінки дисконтованих грошових потоків, що нею генеруються, і є єдиним підходом, який дозволяє враховувати майбутні зміни грошових потоків. Дохідний підхід є найбільш об'єктивним та інформативним: в його основі лежить принцип очікування, згідно якого будь-який актив, що придбався з метою отримання доходів, коштує стільки, скільки прибутку він принесе в майбутньому з урахуванням чинника часу [11].

У сучасних працях економістів представлена велика кількість методів і моделей дисконтування в рамках дохідного підходу: модель Гордона GGM (Gordon growth model), моделі постійного зростання FCFE (вільного грошового потоку на акціонерний капітал) і FCFF (вільного грошового потоку фірми), двофазні моделі дисконтування дивідендів (two-stage dividend discount model), модель ЕВО (Edwards-Bell-Ohlson valuation model), модель економічної доданої вартості Б. Стюарта (EVA), модель ринкової доданої вартості (MVA), модель доданої вартості для акціонерів А. Раппопорта (ALCAR або SVA) [3].



Рис. 1. Методи оцінювання вартості бізнесу на основі дохідного підходу [3,7]

Більшість перерахованих теоретичних моделей важко застосувати для оцінювання українських компаній. По-перше, в Україні не діє ряд ринкових принципів, покладених в основу згаданих моделей. По-друге, в більшості випадків у аналітика недостатньо актуальної інформації про компанію, зазвичай є лише офіційна фінансова звітність. У результаті аналітик або взагалі не може застосувати той або інший метод розрахунку, або робить безліч експертних припущень та коректувань, що часто призводить до істотного спотворення вартості. По-третє, через слабкий розвиток фінансового ринку часто відсутня база для розрахунку ставки дисконтування. До того ж складність довгострокового планування в надзвичайно мінливих ринкових умовах ускладнює застосування дохідних методів оцінки.

Розрахунок вартості страхової компанії методом дисконтування грошових потоків здійснюють за формулою:

$$B_n = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{3B}{(1+r)^t} + HA - 3, \quad (1)$$

де B_n — чиста (нетто) вартість компанії на дату оцінки; FCF — вільний грошовий потік (Free Cash-flow), тобто сумарна величина операційного та інвестиційного грошових потоків компанії; r — ставка дисконтування; $3B$ — залишкова вартість страховика в періоді n ; HA — надлишкові активи (які в даний час не використовуються страховиком для отримання фінансового

результату. Такого роду активи оцінюються, виходячи з найкращого альтернативного варіанту їх використання); 3 – зобов'язання на дату оцінки.

Ключовим моментом методу дисконтування вільних грошових потоків є вибір ставки дисконтування. На сьогоднішній день відсутня єдина точка зору щодо того, який показник слід приймати за цю ставку. Так, Грязнова А. Р. визначає ставку дисконтування, як «інструмент» перекладання майбутнього грошового потоку у вартість на даний момент [7]. Ставка дисконтування є рівнем прибутковості, на який згодився б інвестор, ухвалюючи рішення про вкладення грошей в конкретну компанію. Чим вищий рівень ризику, пов'язаний з даним проектом, тим вищу норму прибутковості вимагає інвестор. У зв'язку з цим, розрахунок ставки дисконтування полягає в оцінці ризиків, пов'язаних з вкладенням грошей в конкретний об'єкт чи актив.

Існують різні методи і моделі для визначення ставки дисконтування грошового потоку. Найпоширенішими з них є:

- модель оцінки капітальних активів (CAPM - Capital Asset Pricing Model);
- метод кумулятивної побудови ставки дисконту;
- модель середньозваженої вартості капіталу (WACC - Weighted Average Capital Cost) [1].

Метод кумулятивної побудови і модель оцінки капітальних активів використовуються для оцінювання вартості власного капіталу, модель WACC - для оцінювання вартості інвестованого капіталу.

В якості ставки дисконтування, що враховує зміну вартості грошей в часі, у більшості випадків використовують середньозважену вартість капіталу компанії. Класичний розрахунок WACC можна представити так:

$$WACC = \sum_{x=1}^n k_x * W_x, \quad (2)$$

де k_x – вартість залучення x -го джерела фінансування після оподаткування;

W_x – питома вага x -го джерела фінансування; n – кількість джерел фінансування [1].

Для страхової компанії основними джерелами фінансування виступають власний капітал, позиковий капітал та страхові резерви. Страхові резерви є особливим джерелом фінансування компанії - грошові ресурси, сформовані у вигляді страхових резервів, є умовно-залученими, що зумовлює специфіку визначення вартості фінансування за рахунок страхових резервів.

Величину страхових резервів в межах прогнозованого рівня страхових виплат дослідники пропонують розглядати як позиковий капітал, решту – як власний капітал [10]. В якості вартості залучення страхових резервів для визначення WACC може бути використано коефіцієнт адекватності страхових резервів як відношення страхових виплат до обсягу сформованих страхових резервів.

Отже, для визначення вартості капіталу страхової компанії можна використати такий підхід:

$$WACC = k_{EC} * W_{EC} + k_{DC} * W_{DC} + k_{IR} * W_{IR}, \quad (3)$$

де k_{EC} – вартість залучення власного капіталу;

W_{EC} – питома вага власного капіталу в структурі фінансових ресурсів страховика;

k_{DC} – вартість залучення позикового капіталу;

W_{DC} – питома вага позикового капіталу в структурі фінансових ресурсів страховика;

k_{IR} – вартість залучення страхових резервів;

W_{IR} – питома вага страхових резервів в структурі фінансових ресурсів страховика.

Для розрахунку залишкової вартості компанії найдоцільніше використати модель Гордона, за допомогою якої річний дохід постпрогнозного періоду перетворюється в показники вартості за допомогою коефіцієнта капіталізації, розрахованого як різниця між ставкою дисконту і довгостроковими темпами зростання. За відсутності темпів зростання коефіцієнт капіталізації буде рівний ставці дисконту. Модель Гордона має вигляд:

$$V = \frac{NOR_1}{i-a}, \quad (4)$$

де V – залишкова вартість компанії в постпрогнозний період; NOR_1 – грошовий потік в перший рік постпрогнозного періоду; i – ставка дисконтування; a – очікуваний довгостроковий середньорічний умовно-постійний темп приросту доходів в постпрогнозний період діяльності компанії [7].

На основі наведених міркувань розрахуємо вартість однієї з українських страхових компаній (СК) із застосуванням методу дисконтування грошових потоків. Розрахуємо ставку дисконтування на основі моделі середньозваженої вартості капіталу, скориставшись даними про структуру капіталу і вартість окремих його складових.

Таблиця 1

Розрахунок середньозваженої вартості капіталу СК

| №п/п | Показник | Станом на кінець 2015 р. |
|------|---|--------------------------|
| 1 | Власний капітал, тис. грн. | 100810 |
| 1.1 | Питома вага ВК в пасиві балансу, % | 37,61 |
| 1.2 | Сума чистого прибутку, виплачена власникам компанії в процесі його розподілу, тис. грн. | - |
| 2 | Страхові резерви, тис. грн. | 53140 |
| 2.1 | Вартість залучення страхових резервів, % | 39,24 |
| 2.2 | Питома вага страхових резервів в пасиві балансу, % | 19,83 |
| 3 | Банківські кредити, тис. грн. | - |
| 3.1 | Рівень ставки відсотка за кредит з урахуванням премії за ризик, % | 27 |
| 3.2 | Ставка податку на прибуток, % | 18 |
| 3.3 | Питома вага банк кредиту в пасиві балансу, % | - |
| 3.4 | Вартість банківського кредиту (рядок 4.1*(1-рядок 4.2), % | - |
| 4 | Поточна кредиторська заборгованість, тис. грн. | 11068 |
| 4.1 | Вартість кредиторської заборгованості, % | 22 |
| 4.2 | Питома вага поточної кредиторської заборгованості, % | 4,13 |
| 5 | Поточні зобов'язання за розрахунками, тис.грн. | 730 |
| 5.1 | Вартість поточних зобов'язань за розрахунками, % | - |
| 5.2 | Питома вага поточних зобов'язань за розрахунками в пасиві | 0,27 |

| | | |
|---|---|------|
| | балансу, % | |
| 6 | Середньозважена вартість капіталу (WACC), % | 0,08 |

Джерело: розраховано автором на основі фінансової звітності страховика.

Наступним кроком є розрахунок грошових потоків у прогностному (5 років) та постпрогностному періодах. Формалізуємо розрахунок обсягу вільного грошового потоку (FCF) страхової компанії:

$$FCF = (EP + K_r + R_r + C_{re} + F_I - C - R_a - O_c - F_E - T) + A - I_{OA}, \quad (5)$$

де EP – зароблені страхові премії за ризиками, прийнятими в страхування і перестраховування; K_r – отримані агентські та комісійні винагороди; R_r – повернення зі страхових резервів; C_{re} – суми виплат, компенсовані перестраховиками; F_I – фінансові доходи; C – виплати страхових відшкодувань; R_a – відрахування в технічні резерви (інші, ніж резерв незароблених премій); O_c – операційні витрати, включаючи аквізиційні та ліквідаційні, адміністративні витрати; витрати на збут послуг; T – податки та обов'язкові платежі; F_E – фінансові витрати; A – амортизаційні відрахування; I_{OA} – інвестиції в операційні активи.

Для прогнозування майбутніх грошових потоків необхідно здійснити такі кроки:

1. Вибір вихідних даних для прогнозування (табл. 2).

Таблиця 2

Вихідні дані для прогнозу майбутніх грошових потоків, тис. грн.

| Період (рік, півріччя) | | X_1 – надходження страхових та перестрахових премій | X_2 – виплати за договорами страхування та перестраховування | X_3 – надходження від інвестиційної діяльності | Y – вільний грошовий потік |
|------------------------------|----|---|---|--|------------------------------------|
| 2010 | I | 12605,300 | -5680,320 | 989,320 | -6300,25 |
| | II | 14200,950 | -5670,450 | 1025,470 | -6154,27 |
| 2011 | I | 15183,050 | -6098,140 | 1271,010 | -5555,25 |
| | II | 16541,950 | -6477,860 | 1987,990 | -6789,75 |
| 2012 | I | 15646,950 | -6150,840 | 2998,200 | -4606,88 |
| | II | 20547,050 | -6829,840 | 1998,800 | -4426,17 |
| 2013 | I | 29396,670 | -5270,990 | 6846,600 | 15741,79 |
| | II | 83080,330 | -8883,010 | 4564,400 | 26167,21 |
| 2014 | I | 94112,290 | -7426,190 | 8550,000 | -6253,10 |
| | II | 76526,710 | -7302,810 | 13950,000 | -4412,90 |
| 2015 | I | 102852,770 | -11081,820 | 8766,160 | 46894,56 |
| | II | 112032,230 | -8321,180 | 8091,840 | 35193,44 |

Джерело: розраховано автором на основі фінансової звітності страховика.

2. Побудова рівняння регресії:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \beta_3 X_{i3}, \quad (6)$$

де $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ – параметри моделі; i – період.

Обчислення вектору оцінок параметрів моделі методом найменших квадратів:

$$B = (X^T X)^{-1} X^T Y, \quad (7)$$

де X – матриця надходжень та виплат страхової компанії; X^T – транспонована матриця до матриці X ; Y – вектор грошових потоків страховика.

За результатами обчислень рівняння регресії набуває вигляду:

$$Y = -44767,65 + 0,18 X_1 - 6,57 X_2 - 0,79 X_3 \quad (8)$$

Коефіцієнт детермінації за вихідними даними становить 0,74, тобто результати регресійного моделювання є задовільними і можуть використовуватись при дослідженні реальних процесів.

3. Прогнозування параметрів моделі.

2.1. Побудова ліній тренду (рис. 2 – 4).

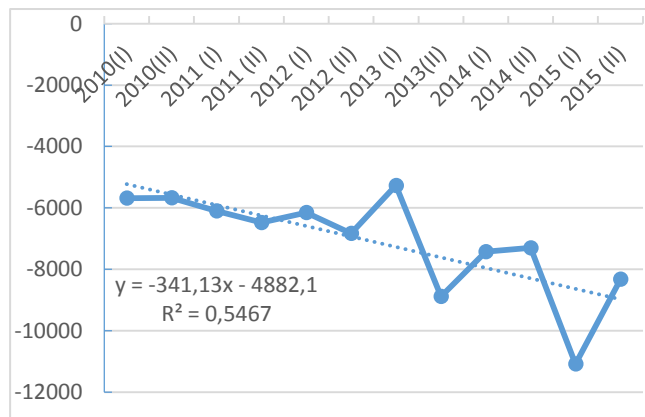
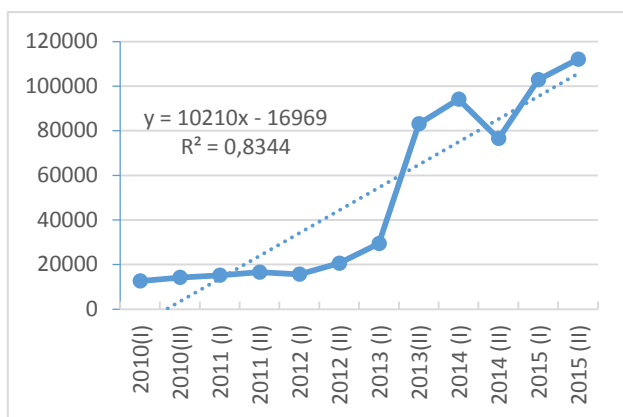


Рис. 2. Динаміка надходжень страхових премій, тис. грн.

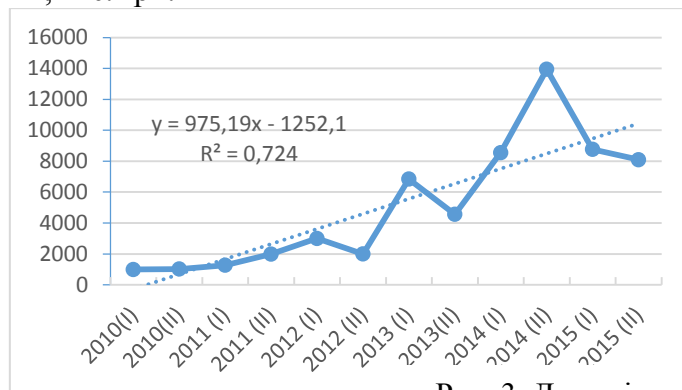


Рис. 4. Динаміка надходжень від 2010 по 2015 рік, тис. грн.

Рис. 3. Динаміка витрат на оплату зобов'язань за страховими договорами, тис. грн.

2.2. Отримання рівняння регресії для кожного з параметрів моделі.

$$y_1 = 10210 \cdot X_1 - 16969, \quad (9)$$

$$y_2 = -341,13 \cdot X_2 - 4882,1, \quad (10)$$

$$y_3 = 975,19 \cdot X_3 - 1252,1 \quad (11)$$

2.3. Обчислення прогнозних значень кожного з параметрів моделі та грошових потоків (табл. 3).

Таблиця 3

Точковий прогноз параметрів моделі, тис. грн.

| Прогноз | 2016 (I) | 2016 (II) | 2017 (I) | 2017 (II) | 2018 (I) | 2018 (II) |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| X_1^* | 115761,00 | 125971,00 | 136181,00 | 146391,00 | 156601,00 | 166811,00 |
| X_2^* | -9316,79 | -9657,92 | -9999,05 | -10340,05 | -10681,31 | -11022,44 |
| X_3^* | 11425,37 | 12400,56 | 13375,75 | 14350,94 | 15326,13 | 16301,32 |
| Y^* | 27987,48 | 31273,98 | 34560,49 | 37846,14 | 41133,50 | 44420,00 |
| Прогноз | 2019 (I) | 2019 (II) | 2020 (I) | 2020 (II) | 2021 (I) | 2021 (II) |

| | | | | | | |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| X_1^* | 177021,00 | 187231,00 | 197441,00 | 207651,00 | 217861,00 | 228071,00 |
| X_2^* | -11363,57 | -11704,70 | -12045,83 | -12386,96 | -12728,09 | -13069,22 |
| X_3^* | 17276,51 | 18251,70 | 19226,89 | 20202,08 | 21177,27 | 22152,46 |
| Y^* | 47706,51 | 50993,01 | 54279,52 | 57566,02 | 60852,52 | 64139,03 |

3. Інтервальний прогноз вільних грошових потоків. Для цього визначаємо нижню та верхню межі інтервалу прогнозування:

$$Id = (Y_i^* - t_{\text{дв.кр.}(\alpha, n-m-1)} \cdot \sigma_e; Y_i^* + t_{\text{дв.кр.}(\alpha, n-m-1)} \cdot \sigma_e), \quad (12)$$

де i – період; $t_{\text{дв.кр.}}$ – критерій Стюдента; α – рівень значущості; n – ступені свободи; m – кількість факторів; σ_e – похибка прогнозу.

Для обчислення стандартної похибки залишків використаємо формулу:

$$\sigma_e = \sqrt{\sum_{i=1}^n e_i^2 / (n - m - 1)} \quad (13)$$

де e_i – оцінка теоретичного випадкового відхилення; n – кількість спостережень; m – кількість незалежних змінних.

При $\sigma_e = 13584,9$ з таблиць критичних точок розподілу Стюдента для $\alpha=0,05$ і ступенів вільності 8, враховуючи двосторонню критичну область критерію, маємо $t_{\text{дв.кр.}}(0,05, 8) = 2,31$.

Нижню межу інтервалу у кожному періоді приймемо за песимістичне значення грошового потоку, верхню межу – за оптимістичне, а точкове значення – за помірне (табл. 4).

Таблиця 4

Прогнозні значення грошових потоків, тис. грн.

| Прогноз | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Песимістичний | -3392,19 | 9752,97 | 22899,84 | 36045,86 | 49191,88 | 62337,89 |
| Помірний | 59261,46 | 72406,63 | 85553,50 | 98699,52 | 111845,53 | 124991,55 |
| Оптимістичний | 121915,12 | 135060,29 | 148207,16 | 161353,18 | 174499,19 | 187645,21 |

Для кожного з варіантів розвитку обчислимо і продисконтуємо залишкову вартість компанії, додамо її до суми поточних вартостей грошових потоків FCF і віднімемо вартість зобов'язань страховика на дату оцінки.

Згідно проведених розрахунків вартість страхової компанії за нетто-підходом методу дисконтування грошових потоків у випадку оптимістичного прогнозу складає 835250,78 тис. грн., помірного прогнозу - 476659,45 тис. грн., песимістичного - 238786,57 тис. грн.

Для остаточного розрахунку вартості страхової компанії використаємо формулу [9]:

$$E = \frac{1 \cdot E_{\text{max}} + 4 \cdot E_{\text{mid}} + 1 \cdot E_{\text{min}}}{6}, \quad (14)$$

де E_{max} – найбільше значення вартості компанії; E_{mid} – середнє значення вартості компанії; E_{min} – мінімальне значення вартості компанії.

Таким чином, вартість страхової компанії, розрахована на основі дохідного підходу з урахуванням вартості продажу в постпрогнозний період становить 496779,2 тис. грн.

Висновки. Як бачимо, дохідний підхід дозволяє проводити варіантні розрахунки з огляду на розвиток й інновації в компанії, використовуючи методологію, запропоновану в даному дослідженні. Він дозволяє реально

оцінити майбутній потенціал бізнесу, передбачає застосування ринкових критеріїв при оцінюванні вартості, тому досить точно відображає реальну ринкову вартість страховика. Застосування методу дисконтування грошових потоків рекомендується в разі отримання компанією нерівномірних грошових доходів, що характерно для результатів діяльності українських страхових компаній.

Література

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран; Пер. с англ. – 7-е изд. – М.: Альпина Паблишер, 2011. – 1950 с.
2. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление. – 3-е изд., перераб. и доп./ Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин; Пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 2008. — 576 с.
3. Anderson P. Economics of Business Valuation. - Stanford: Stanford Economics and Finance, 2013, 440 p.
4. Rappoport A. Creating Shareholder Value. A Guide For Managers and Investors. Revised and updated. - New York: The FREE PRESS, 1998.
5. Blackburn W., Jones D., Schwartzman J, Siegman D. The Application of Fundamental Valuation Principles to Property/Casualty Insurance Companies [Electronic resource]. – Available at: <https://www.casact.org/research/valpap2.pdf>
6. Мартин Дж. VBM – управление, основанное на стоимости. Корпоративный ответ революции акционеров / Дж. Мартин, Дж. Пети; пер. с англ. – Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2006.
7. Грязнова А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса)/ А.Грязнова, М. Федотова, М. Эскиндаров, Т.Тазикина, Е.Иванова, О.Щербакова. – М.:ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. – 544 с.
8. Іонін Д. Оцінка ринкової вартості страхової компанії / Д. Іонін, А. Беспалова, А.Роменська // Наукові записки Національного університету "Острозька академія". Економіка. - 2010. - №14. - С. 161-167.
9. Салов С.П. Оценка стоимости страховых компаний, занимающихся рисковыми видами страхования: автореф. дис. на соиск. учен. степени канд. экон. наук: 08.00.10 [Электронный ресурс] / С.П. Салов. – СПб., 2006. – 24 с. – Режим доступа: <http://www.dissercat.com/content/otsenka-stoimosti-strakhovykh-kompanii-zanimayushchikhsya-riskovymi-vidami-strakhovaniya>
10. Рыбин А.В. Управление финансами страховых компаний на основе концепции стоимостного менеджмента: автореф. дис. на соиск. учен. степени канд. экон. наук: 08.00.10 [Электронный ресурс] / А.В.Рыбин – Санкт-Петербург., 2015. – Режим доступа: <http://economy-lib.com/upravlenie-finansami-strahovyh-kompaniy-na-osnove-kontseptsii-stoimostnogo-menedzhmenta>.
11. Говорушко Т.А. Управління фінансовою діяльністю страхової компанії з метою забезпечення її ефективного розвитку: монографія / Т.А. Говорушко, В.М. Стецюк, О.Ю. Толстенко – К.: «Центр учбової літератури», 2012. – 168 с.

References

1. Damodaran, A. (2011) *Investitsionnaia otsenka. Instrumenty i metody otsenki liubykh aktivov* [Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset] (7th ed.). Moskva: Alpyna Pablysher.
2. Kouplend, T., & Koler, T., & Murin, Dzh. (2008) *Stoimost' kompanii: otsenka i upravleniye* [Cost of Companies: Assessment and Management] (3th ed.). Moskva: Olimp-Biznes.
3. Anderson, P. (2013) *Economics of Business Valuation*. Stanford: Stanford Economics and Finance.
4. Rappoport, A. (1998) *Creating Shareholder Value. A Guide For Managers and Investors*. Revised and updated. New York: The FREE PRESS.

5. Blackburn W., & Jones D., & Schwartzman J, & Siegman D. *The Application of Fundamental Valuation Principles to Property/Casualty Insurance Companies*. Available at: <https://www.casact.org/research/valpap2.pdf>
6. Martin, Dzh., & Peti, Dzh. (2006) *VBM – upravleniye, osnovannoe na stoimosti. Korporativnyi otvet revoliutsii aktsionerov* [Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution]. Dnepropetrovsk: Balans Biznes Buks.
7. Griaznova, A., & Fedotova, M., & Eskindarov, M., & Tazykhina, T., & Ivanova, E., & Shcherbakova, O. (2003) *Otsenka stoimosti predpriyatiya (biznesa)* [Valuation of Enterprise (Business)]. Moskva:INTERREKLAMA.
8. Ionin, D., & Bespalova, A., & Romenska, A. (2010) Otsinka rynkovoyi vartosti strakhovoyi kompanii [Evaluation of the market value of the insurance company]. *Naukovi zapysky Natsionalnoho universytetu "Ostrozka akademiia". Ekonomika*, 14, 161-167.
9. Salov, S.P.(2006) *Otsenka stoimosti strakhovykh kompaniy, zanimaiushchikhsia riskovymi vidami strakhovaniia* [Valuation of insurance companies engaged in risk forms of insurance]. PhD Thesis . Available at: <http://www.dissercat.com/content/otsenka-stoimosti-strakhovykh-kompanii-zanimayushchikhsya-riskovymi-vidami-strakhovaniya>
10. Rybin, A.V. (2015) *Upravleniye finansami strakhovykh kompaniy na osnove kontseptsii stoimostnogo menedzhmenta* [Finance Management of Insurance Companies Based on the Concept of Cost Management] PhD Thesis . Available at: <http://economy-lib.com/upravlenie-finansami-strahovykh-kompaniy-na-osnove-kontseptsii-stoimostnogo-menedzhmenta>.
11. Hovorushko, T.A., & Stetsiuk, V.M. & Tolstenko, O.U. *Upravlinnia finansovoiu diialnistiu strakhovoyi kompanii z metoiu zabezpechennia yii efektyvnoho rozvytku* [Financial management of insurance company to ensure its effective development]. Kyiv: Tsentr uchbovoi literatury.

Стаття надсилається для публікації лише до збірника наукових праць “Фінансово – кредитна діяльність: проблеми теорії та практики”.

02.03.2017

