

Streszczenie pracy doktorskiej mgr Anny Jańskiej

## **Metody wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych**

Praca doktorska przygotowana pod kierunkiem dr hab. Teresy H. Bednarczyk, prof. UMCS

Promotor pomocniczy: dr Mariusz Kicia

Problematyka wyceny przedsiębiorstw od wielu lat jest zgłębiana i rozwijana, a rosnące zainteresowanie wynika w znacznej mierze z wyzwań stawianych przez praktykę rynkową. Prawidłowa metodyka wyceny wartości przedsiębiorstwa ma niekwestionowane znaczenie, zarówno dla potencjalnych inwestorów, jak również z perspektywy zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Rynek od lat poszukuje też odpowiedniego sposobu wyceny wartości przedsiębiorstwa prowadzącego działalność ubezpieczeniową. Wypracowano wprawdzie wiele metod wyceny, ale głównie na potrzeby sprawozdawczości, potrzeb nadzorczych czy potrzeb zarządczych. W zakresie wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych na potrzeby transakcyjne dostrzeżono zatem swoistą lukę badawczą. Z jednej strony, specyfika przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego została już w sposób widoczny zaakcentowana w literaturze naukowej, z drugiej jednak strony niejednokrotnie podkreślano konieczność każdorazowego dostosowywania metod wyceny przedsiębiorstw do ich specyfiki. Zauważono przy tym, że zasoby literaturowe łączące te dwie kwestie są dość skromne i nie wyczerpują wszystkich postulatów badawczych.

W przypadku przedsiębiorstw ubezpieczeniowych konieczne jest osobliwe podejście do procesu i metod ich wyceny. Warto zwrócić uwagę, że przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe odznaczają się specyfiką, nie tylko w porównaniu z przedsiębiorstwami niefinansowymi. Pewne istotne różnice dotyczące zasad gospodarki finansowej obserwuje się także między przedsiębiorstwami działu I (ubezpieczyciele życiowi) i działu II (ubezpieczyciele majątkowi). Brakuje również zwartego opracowania dotyczącego metod wyceny wartości przedsiębiorstw oferujących ubezpieczenia majątkowe.

Zidentyfikowana luka poznawcza stała się podstawą do sformułowania celu niniejszej pracy doktorskiej. Głównym celem o charakterze teoriopoznawczym jest zbadanie adekwatności metod wyceny wartości przedsiębiorstw niefinansowych pod kątem możliwości ich zastosowania do wyceny ubezpieczycieli majątkowych. Cel główny rozprawy realizowano etapowo, w oparciu o sformułowane pytania badawcze: (1) Jakie są kluczowe czynniki generujące wartość ubezpieczycieli majątkowych (*value drivers*) i czym różnią się one od generatorów wartości w przedsiębiorstwach niefinansowych? (2) Które metody wyceny przedsiębiorstw niefinansowych są odpowiednie do wyceny wartości przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego działu II? (3) Jakich modyfikacji wymagają metody wyceny przedsiębiorstw niefinansowych, aby można je było skutecznie zastosować przy

wycenie wartości przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego działu II? W zaprezentowanych rozważaniach weryfikacji poddano główną hipotezę badawczą w brzmieniu: Specyfika przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego i prowadzonej przez niego działalności wymaga dostosowywania do niej procesu i metod wyceny. Weryfikacji poddano także trzy hipotezy szczegółowe: (H1) Metody wyceny przedsiębiorstw niefinansowych nie są w pełni adekwatne w wycenie przedsiębiorstw ubezpieczeniowych z powodu specyfiki prowadzonej działalności ubezpieczeniowej i sprawozdawczości ubezpieczycieli. (H2) Metody wyceny przedsiębiorstw niefinansowych wymagają modyfikacji i wprowadzenia nowych wskaźników odzwierciedlających specyfikę przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego. (H3) Do wyceny wartości przedsiębiorstw ubezpieczeniowych działu II najbardziej odpowiedni jest model zintegrowany, uwzględniający zarówno istniejący dorobek teoretyczny jak i specyfikę gospodarki finansowej oraz sprawozdawczości przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego.

Celem aplikacyjnym dysertacji było zaprojektowanie uniwersalnego rozwiązania modelowego, objaśniającego proces wyceny ubezpieczycieli uwzględniającego parametry charakterystyczne tylko dla ubezpieczycieli działu II. Uniwersalność tego modelu polega na tym, że może on być wykorzystywany do wyceny ubezpieczycieli zarówno dla potrzeb zarządczych - perspektywa wartości dla właścicieli (shareholder value), jak i na potrzeby transakcyjne - perspektywa wartości wymiennej (value in exchange). W ramach części badawczej pracy przeprowadzono badanie empiryczne w zakresie aplikacji zaproponowanego modelu teoretycznego na przykładzie wybranego ubezpieczyciela. Jako standard wartości przyjęto godziwą wartość rynkową, rozumianą za D. Zarzeckim jako „wyrażoną w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie cenę, której kupujący mógłby w sposób uzasadniony oczekiwać, a sprzedający byłby gotów ją zaakceptować przy sprzedaży na otwartym rynku i przy założeniu że zarówno kupujący jak i sprzedający są w posiadaniu wszelkich związanych z transakcją informacji oraz że żaden z nich nie działa pod jakimkolwiek przymusem”.

Realizacja celów pracy oraz zweryfikowanie postawionych hipotez badawczych wymagały wykorzystania następujących metod badawczych: krytycznej analizy literatury przedmiotu w oparciu o studia polskiego i zagranicznego piśmiennictwa, analizy obowiązujących regulacji prawnych, analizy danych wtórnych: treści rekomendacji analityków biur maklerskich pod kątem stosowanych metod wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych. W badaniu wykorzystano ponadto analizę porównawczą metod wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych rozwijanych w teorii i stosowanych w praktyce, proste metody statystyczne (wyznaczanie współczynników zmienności), metodę scenariuszową oraz metodę graficznej prezentacji danych. W zaprezentowanym badaniu wykorzystano różnorodne źródła zapisane elektronicznie oraz tradycyjne: publikacje naukowe (książki i czasopisma) o charakterze źródłowym, przeglądowym oraz polemicznym, akty prawne, sprawozdania finansowe, rekomendacje biur maklerskich, materiały publikowane w ramach relacji inwestorskich, a także encyklopedie, słowniki, bazy danych.

W dysertacji wykazano, że istnieją liczne przesłanki uzasadniające konieczność modyfikacji metod wyceny przedsiębiorstw niefinansowych w celu oszacowania wartości przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego działu II. Po pierwsze – są to czynniki związane

27

z ogólną specyfiką przedsiębiorstw ubezpieczeniowych, takie jak: majątek głównie w formie instrumentów finansowych, relatywnie niski poziom kapitałów własnych (traktowanych jako kapitał gwarancyjny), relatywnie duży udział obcych źródeł finansowania w postaci rezerw techniczno-ubezpieczeniowych (choć o nieco innym charakterze niż w pozostałych przedsiębiorstwach), czy konieczność stosowania odrębnych regulacji ustawowych. Po drugie - ubezpieczyciele ponoszą nie tylko ryzyko aktuarialne, ale i ryzyko rynkowe z uwagi na prowadzoną działalność inwestycyjną w celu osiągnięcia dodatkowego zysku. W wielu przypadkach przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe akceptują straty z działalności techniczno-ubezpieczeniowej, jeśli są w stanie pokryć je zyskami z inwestycji. Po trzecie – ubezpieczyciele muszą wdrażać jednolite wymogi kapitałowe dotyczące wypłacalności oraz standardy zarządzania ryzykiem wynikające z Dyrektywy unijnej Solvency II. Wymienione przesłanki sprawiają, że zastosowanie metod wyceny przedsiębiorstw w klasycznej postaci jest w znacznym stopniu utrudnione z uwagi na istniejące bariery informacyjne. Poza tym może skutkować zniekształceniem wyników wyceny. Powstaje zatem potrzeba modyfikacji istniejących metod wyceny przedsiębiorstw, aby zachowując ich charakter, pozwalały w lepszy sposób odzwierciedlać godziwą wartość rynkową przedsiębiorstw ubezpieczeniowych.

Szacowanie wartości przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego klasyczną metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) w praktyce napotyka na liczne trudności, wynikające głównie z obowiązującej struktury sprawozdań finansowych ubezpieczycieli. Dlatego w dysertacji uznano metodę zdyskontowanych dywidend (DDM) za bardziej adekwatną w procesie wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego działu II. Za odpowiednią aproksymantę wolnych przepływów pieniężnych przyjęto dywidendę, która obrazuje środki dostępne w przedsiębiorstwie po uwzględnieniu ograniczeń wynikających z wymogów kapitałowych. Jako przydatną w procesie wyceny ubezpieczyciela uznano także metodę porównawczą, rekomendowaną jako wycenę mającą charakter wspomagający i weryfikujący wycenę, sporządzoną metodą dochodową.

Zaproponowany zintegrowany model wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego składa się z wielu komponentów, takich jak: prognoza i analiza w trzech wariantach scenariuszowych, wielowariantowa wycena zmodyfikowaną metodą zdyskontowanych dywidend, wycena metodą porównawczą, prezentacja i interpretacja uzyskanych wyników na tle wyceny rynkowej (notowania giełdowe). Warto podkreślić uniwersalność zaproponowanego modelu. W ujęciu teoretycznym możliwe jest dalsze doskonalenie poszczególnych etapów wyceny w zaprezentowanym modelu, np. zastosowanie zaawansowanych metod prognozowania, wbudowanie do modelu mechanizmu cykli ubezpieczeniowych, czy parametrów charakteryzujących jakość portfela ubezpieczeń.

Zakres przedmiotowy badania empirycznego obejmował wycenę Powszechnego Zakładu Ubezpieczeń Spółka Akcyjna (PZU S.A.). Podczas realizacji wyceny badano również właściwości wybranych spółek sektora ubezpieczeniowego, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW), jako przedsiębiorstw porównywalnych. Zakres czasowy badania obejmował lata 2011-2018 w ujęciu historycznym oraz lata 2019-2023 jako okres prognozy. Materiałami empirycznymi podlegającymi analizie były

sprawozdania finansowe ubezpieczycieli zakwalifikowanych do badania, wyniki notowań historycznych badanych spółek, rekomendacje biur maklerskich, materiały publikowane w ramach relacji inwestorskich przez badane przedsiębiorstwa (m.in. strategia spółki, geneza i charakterystyka przedsiębiorstwa wycenianego itp.). Zakres merytoryczny badania obejmował zasadniczo te pozycje sprawozdań finansowych, które wykorzystywane są w procesie wyceny przedsiębiorstw metodą zdyskontowanych dywidend (DDM) oraz przy wycenie metodą porównawczą, a ponadto poziom cen rynkowych akcji badanych przedsiębiorstw. Analiza stanowi opracowanie ekonomiczne zgodne ze stanem wiedzy o przedmiocie wyceny na dzień 31.12.2018 r., z uwagi na dostępność danych finansowych. Zostały w nim uwzględnione wyłącznie te informacje o charakterze formalnoprawnym i technicznym, których wpływ na aspekty ekonomiczno-finansowe został uznany za istotny. Wszelkie dane finansowe dotyczące przedmiotu wyceny oraz przedsiębiorstw porównywalnych zostały wyrażone w złotych polskich.

Przeprowadzona weryfikacja empiryczna zaproponowanego modelu wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego potwierdziła jego wysokie walory aplikacyjne. Ostateczny wynik wyceny badanego ubezpieczyciela okazał się w dużej mierze zbieżny z wyceną rynkową odzwierciedloną przez kurs jego akcji notowanych na GPW w Warszawie w badanym okresie. Zdając sobie sprawę z tego, że cena rynkowa nie zawsze właściwie odzwierciedla wartość godziwą przedsiębiorstwa, to jednak w tym przypadku, przedmiotem rynkowego obrotu jest podmiot o znaczącej kapitalizacji i dużej liczbie inwestorów dokonujących transakcji. Można zatem domniemywać, że rynek dla PZU jest efektywny i ujmuje w wycenie wszystkie istotne przeszłe, bieżące i przyszłe informacje. Wartość rynkowa w tym przypadku może stanowić benchmark dla wyniku stosowanej wyceny.

*Anna Jaislne*