



עקרונות בסיסיים להערכת שווי של סוכניות ביטוח: הערכת שווי סוכנות ביטוח באמצעות שיטת התשואה / מאמר מס' 4 בסדרה

מאת: רועי פולניצר

1. העקרונות הבסיסיים

הערכת השווי של סוכנות ביטוח באמצעות שיטת התשואה מייצגת דרך משמעותית לקביעת השווי של סוכנות ביטוח כיישורת עסקית. למעשה לא ניתן לשקול בכלל את קביעת שווייה של סוכנות ביטוח כמהימנה מבלי להשתמש בדרך זו. למרבה הצער דרך זו של הערכת שווי הינה התובענית ביותר, היות והיא שהיא דורשת ניתוח פיננסי מעמיק יחסית של סוכנות הביטוח ולאחריו תכנית פיננסית בהתבסס על הניתוח הפיננסי והתכנית האסטרטגית של סוכנות הביטוח.

במהלך הערכת השווי עצמה יש צורך להגדיר את הרעיון של ההשפעה השנתית עבור הבעלים. במקרה של הערכת שווי של סוכנויות ביטוח התוצאה קרובה לתשואה ברת-המשכיה (removable yield) נטו, בדומה להערכת שווי של בנקים, כאשר ההשפעה האמורה נתפסת באמצעות גודל הדיבידנדים שניתן לחלק לבעלים בשנים הבודדות, דהיינו, פוטנציאל הדיבידנד של סוכנות הביטוח. בתיאוריית הערכת השווי קיים הביטוי FCFE (תזרימי המזומנים הפנויים ברמת העלי המניות, Free Cash Flow Equity). הבסיס של מושג זה בתנאים הישראליים הינו הרווח של סוכנות ביטוח בדו"ח הרווח והפסד שלה מותאם למטרות הערכת השווי כאשר חלק מהפריטים עשויים להיות מוערכים ביתר או מושמטים, למשל, רווח יוצא דופן, היות ומטרתה של הערכת שווי הינה ליצור קשר בינה לבין הפוטנציאל המציאותי העתידי ועל כן יש להתעלם מתנודות אשר עשויות להיווצר במהלך הפעילויות הכלכליות.

המאפיינים הספציפיים של הפעילויות הכלכליות של סוכנות הביטוח משתקפים בתכונות הספציפיות של החשבונאות של סוכנויות הביטוח, בדו"ח הרווח והפסד (אשר מבטא היבטים שונים של ביטוח החיים והביטוח הכללי).



מהרווח ניתן לקבוע תזרים מזומנים פנוי או פוטנציאל דיבידנד בהתבסס על הנוהל הבא:

הרווח לתקופה חשבונאית

- השקעות דרושות משוערות על מנת להבטיח את הצמיחה הרצויה של הרווח
- הקצאות לקרן השמורה (reserve fund) המשפטית ולקרנות הסטטוטוריות
- תנאים פיננסיים מגבילים אפשריים בהתבסס על הקוד המסחרי (מקורות כספיים חד פעמיים)

תזרים מזומנים פנוי לבעלי המניות (פוטנציאל תשואת הדיבידנד ברת-המשיכה)

ראשית כל יש צורך להדגיש את העובדה כי במקרה של מוסדות פיננסיים ניתן לזהות את פריט הרווח עם תזרים המזומנים. אין לבצע התאמות על העלויות אשר אינן הוצאות (expenditures) היות והיכולת לשמור (retention) אותן כמו למשל, פחת או יצירת עתודות הינה מוצדקת לחלוטין.

שווי סוכנות הביטוח באמצעות שיטת התשואה = ערכם הנוכחי של תזרימי המזומנים הפנויים עבור בעלי המניות לתקופה של כחמש שנים + ערכו הנוכחי של ערך השייר של סוכנות הביטוח.

ערך השייר של סוכנות ביטוח מחושב באופן דומה כמו במקרה של חברה רגילה, משמע, ההשפעה נטו הנאמדת בשנים הבאות מחולקות בשיעור ריבית שקטן בשיעור הנאמד של צמיחת הדיבידנדים. הנוסחה הסופית הינה כדלקמן:

$$Value = \sum_{n=1}^N \frac{Div(n)}{(1+i)^n} + \frac{Div_N \times (1+g)}{(1+i)^N}$$

כאשר:

- n - השנים הבודדות לקביעת התוכנית הפיננסית (שנים 1 עד 5),
- N - מספר השנים שעבורן נקבעה התוכנית הפיננסית,
- $Div(n)$ - תשלומי הדיבידנד בשנים הבודדות,
- i - שיעור הריבית המשמש להיוון,
- g - שיעור צמיחת הדיבידנד השנתי העתידי הרצוי



לזיהוי שיעור הריבית המשמש להיוון תפקיד חשוב, כמו בהערכת שווייה של חברה רגילה. בנוגע למבנה של סוכנות הביטוח, הרי שניתן לפקפק בהתאמתה של שיטת עלות ההון הממוצעת המשוקללת (WACC). לפיכך יהיה זה רק מתאים ביותר ליישם את שיטת התשואה בהתבסס על המודל לתמחור נכסי הון (CAPM). העיקרון של שיטה זו ידוע למדי ועל כן לא נתאר אותו כאן. העיקרון מבוסס על המשוואה הבאה.

שיעור הריבית המחושב = שיעור הרווח הרצוי = שיעור הריבית חסרת הסיכון + רכיב פרמיית הסיכון בשוק ההון + הביטא הממונפת

שיעור הריבית המשמש להיוון משקף את הסיכון הפיננסי של סטיית התקן של תשואות מחירי המניות בשוק. סיכון הטווח (term risk) יטופל בפירוט בהמשך, הן בהקשר לאמידת הרווח הפוטנציאלי והן בהקשר להערכת שוויים של כמה מנכסיה של סוכנות הביטוח. הבעיה המרכזית כאן תהיה במיוחד התכנית של הרווח הנקי העתידי הנאמד וההשפעה נטו הרצויה עבור הבעלים. מנקודת מבט של הערכת התשואה של סוכנות ביטוח, הרווח הנקי העתידי שהסוכנות עשויה לייצר הוא המספר המעניין ביותר היות וניתן להתאים אותו לצורה הנדרשת להערכת התשואה.

ניתן לקבוע את ההתפתחות העתידית של הרווחים בשתי הדרכים הבסיסיות הבאות:

(I) שיטת ניתוח הרגסיה (Regression Analysis)

זוהי שיטה סטטיסטית קלאסית שבה משתמשים בהתפתחות ההיסטורית לצורך חיזוי העתיד.

שיטה זו נחשבת על ידי מעריכי שווי כמאוד לא מדויקת, ובדין, ועל כן היא אמורה לשמש אך ורק כאומדן גס (ballpark figure) לשווייה של יישות עסקית. אף על פי כן, אם מדובר בסוכנויות ביטוח הפועלות בכלכלות/מדינות מפותחות עם שוק ביטוח יציב על פני זמן, הרי ששיטת ניתוח הרגסיה הינה ככל הנראה קצת יותר מדויקת ומידת האינפורמטיביות של רווחי סוכנויות ביטוח אלו גבוהה יותר מזו של עסקים קלאסיים.

(II) זיהוי הרווח העתידי של סוכנות ביטוח בהתבסס על עריכת תכנית פיננסית של סוכנות ביטוח לרבות תכנון המאזן ודו"ח הרווח וההפסד

נוהל זה של אמידת פוטנציאל הדיבידנד העתידי, כלומר, הנוהל הנגזר מהתכנית הפיננסית של סוכנות הביטוח הוא המדויק ביותר אולם גם באופן טבעי התובעני ביותר. על מעריך השווי להיות מסוגל לזהות את ההתפתחות העתידית של הכספים של סוכנות הביטוח, דבר שהוא מאוד מסובך לא רק בשל העובדה שהרווח של סוכנות ביטוח מורכב מכמה פריטים עיקריים כאשר כל אחד מהם מתוכנן באופן ספציפי, אלא גם משום שכמעט לכל סוכנות ביטוח יש מספר רב יחסית של יחידות אוטונומיות או סניפים ובעת עריכת התכנית הפיננסית יש צורך לשקול את התכנית ברמה המרכזית כמו גם את התכנית של הסניפים הבודדים ולהתאימם הדדית.



על פי רוב, המטרה צריכה להיות קביעת דו"ח רווח והפסד ומאזן מתוכננים לתקופה של חמש שנים. לאחר מכן, הרווח הנקי נגזר מתוך נתונים אלו, כמו גם הקצאות חובה לקרנות, כאשר ההקצאה מתבססת על הלימות ההון ואולי גם על השקעות פיתוח, וכמובן על גודל תשלומי הדיבידנד שיחולקו לבעלים. מחוללי הרווח (profit generators), הינם הגורמים המכריעים עבור תכנון הרווחים ועל בסיס התפתחותם נאמדים פריטי הרווח הבודדים. מחוללי הרווח העיקריים מיוצגים על ידי היקף הפרמיות שנקבעו, מבנה חוזי הביטוח, הגודל והמבנה של העתודות הטכניות, תיק ההשקעות וההתפתחות העתידית של כולם. המבנה וההתפתחות של שירותי הביטוח שניתנו (rendered) יוצרים פריט משמעותי של "המחוללים", הואיל וגם ההכנסות מדמי הניהול והעמלות מהווים חלק גדול יחסית מסך הרווחים, במיוחד בסניפים הבודדים. הנוסחה לקביעת ערך השייר המהוון הינה כדלקמן:

$$PH = \frac{Div_5 \times (1 + g)}{(1 + i)^5 - i - g}$$

כאשר:

- Div_5 - תשלום הדיבידנד האפשרי הנאמד בהתבסס על התוכנית הפיננסית,
- i - שיעור הריבית המשמש להיוון,
- g - שיעור צמיחת הדיבידנד השנתי העתידי הרצוי

השווי הסופי של סוכנות ביטוח הינו סך הצברם של שווי סוכנות הביטוח בחמש השנים הראשונות וערך השייר המהוון.

2. הניתוח הפיננסי של סוכנות ביטוח

לניתוח הפיננסי של סוכנות ביטוח במסגרת הערכת שווייה ישנן תכונות ספציפיות משלו ובדומה להערכת שוויין של חברות קלאסיות יש לו משימה בסיסית אחת: להעריך את איתנותה הפיננסית של סוכנות הביטוח, הווה אומר, את יכולתה לעמוד בהתחייבויותיה על בסיס קבוע.

תפקיד חשוב שמור להשוואת מצבה הפיננסי של סוכנות הביטוח המוערכת ביחס לסוכנויות אחרות הפועלות באותה המדינה, או במדינות אחרות, מה שעשוי להיות מדויק יותר מבחינה תיאורטית, אך לא מבחינה פרקטית. קיים יתרון ניכר כאשר מבצעים את הניתוח הפיננסי של סוכנות ביטוח בניגוד לניתוח הפיננסי של עסקים קלאסיים והוא העובדה שהנתונים בדבר עסקי הביטוח מתפרסמים על ידי המדינות עצמן.



לפיכך, אנו יכולים לקבוע יחסית די טוב האם סוכנות הביטוח המוערכת שונה מסוכנויות ביטוח אחרות באופן משמעותי וכך גם ניתן לזהות התפתחות שלילית אפשרית בעתיד, או להפך, על מנת לחשוף עתודות בפעילויות הכלכליות של הסוכנות ואולי גם פוטנציאל לא מנוצל אשר יכול להפוך לקרש קפיצה נוח לצמיחה העתידית של סוכנות הביטוח ולשווי השוק שלה. הבעיה היחידה שיכולה להיות הינה תפיסה שונה במקצת של החשבונאות בסוכנויות ביטוח. אותם מדדים אשר משמשים בניתוח האיתנות הפיננסית של חברה רגילה, יכולים לשמש גם בניתוח הפיננסי של סוכנויות הביטוח, אולם אופיים המיוחד של מוצרי הביטוח ועסקי הביטוח דורש מספר התאמות.

במקביל, מנקודת המבט של הניתוח הפיננסי, קיימת עובדה חשובה שמלבד ניהול תיק הביטוח, חברת הביטוח חייבת לשלוט גם בניהול תיק ההשקעות.

המדדים הבאים מתאימים לביצוע ניתוח פיננסי של חברת ביטוח :

המדד הראשון הינו מודד את הסיכון הכולל של חיתום חברת הביטוח המנותחת ביחס לשווי הונה העצמי (מימין לשמאל): **פרמיות שנקבעו נטו / ההון העצמי המתואם של סוכנות הביטוח**. ככל שערכו של מדד זה הינו גבוה יותר, כך מידת החשיפה לסיכון של סוכנות הביטוח ביחס להון העצמי שלה גדולה יותר.

המדד השני ממלא תפקיד חשוב בקשר לביטוח המשנה, כאשר השוואתו למדד הקודם חשובה במקרה של ספקות לגבי אוסף ביטוחי המשנה (מימין לשמאל): **פרמיות שנקבעו ברוטו / הון עצמי מתואם**.

המדד השלישי הנקרא retention ratio עוקב אחר המדדים לעיל ומציג את מידת התלות של סוכנות הביטוח בביטוח המשנה (מימין לשמאל): **פרמיות שנקבעו ברוטו / פרמיות שנקבעו נטו**.

המדד הרביעי מודד כמה מהר חברת הביטוח מסוגלת להגיב כאשר עולה הצורך שלה במזומנים (מימין לשמאל): **עתודות טכניות / נכסים נזילים מתואמים**.

המדד החמישי מודד את יכולתה של סוכנות הביטוח לספק את הדרישות הפיננסיות אשר חלות עליה (מימין לשמאל): **התחייבויות / נכסים נזילים מתואמים**.

המדד השישי מודד את הקשר בין השקעות וההון העצמי (מימין לשמאל): **(אג"ח + מניות + דיבידנדים) / הון עצמי מתואם**



תוצאות פעילות החיתום נבחנות על ידי המדדים הבאים (מימין לשמאל): **נזקים נטו / פרמיות שהורווחו בשייר ו- עמלות והוצאות חיתום / פרמיות שהורווחו בשייר**. סך הצברם של של המדדים הללו אלו מצביע בדרך כלל על תוצאת החיתום - כאשר אם סך הצברם נמוך מ- 100% פירוש הדבר רווח טכני ביטוחי. מאידך, אם ערך זה גבוה מ- 100% פירושו הדבר הפסד טכני ביטוחי. עם זאת, כאשר מדובר בהפסד טכני ביטוחי יש לבדוק האם ההפסד נובע מביטוח החיים או מהביטוח הכללי (כאשר עבור ביטוח החיים חשוב לדעת כמה זמן הביטוח מופעל).

המדד השמיני מודד גם הוא את תוצאות פעילות החיתום (מימין לשמאל): **רווחים מחיתום / רווחים מהשקעות נטו**.

המדד התשיעי בודק רמה נמוכה אפשרית של עתודות או של הונה העצמי של החברה (מימין לשמאל): **(עתודות טכניות + הון עצמי מתואם) / פרמיות שנקבעו נטו**

3. הערכה פנימית וחיצונית של סוכנות ביטוח

מלבד המספרים המצויים בניתוח הפיננסי של בנק יש צורך לבחון מאפיינים מורכבים יותר של מצבה הפנימי של סוכנות ביטוח כיישות עסקית. ישנן דעות שונות לגבי עומק של הערכה הפנימית של סוכנות ביטוח אולם ניתן לבטא את הקריטריונים המשמעותיים ביותר כ"עשרת גורמי ה-P" (ten P factors) של W. D. Miller (1995) המשמשים עבור בנקים אולם ניתן להתאימם בנקל עבור סוכנויות ביטוח.

עשרת הגורמים הינם כדלקמן:

1. רווח (Profit)
2. אנשים (People)
3. אישיות (Personality)
4. חלוקה פיזית (Physical Distribution)
5. תיק (Portfolio)
6. מוצרים (Products)
7. תהליכים (Processes)
8. רכוש (Property)
9. תכנון (Planning)
10. פוטנציאל (Potential)



מלבד הגורמים הפנימיים יש צורך לנתח כס את הסביבות החיצוניות של סוכנות הביטוח.

הסביבות החיצוניות מצביעות על האפשרויות של יישום מוצרי הביטוח המתאימים. ניתוח הגורמים הפנימיים מספק מידע על האופן שבו סוכנות הביטוח מסוגלת לנצל את ההזדמנויות. על מנת להעריך בצורה הטובה את הסביבות החיצוניות של סוכנות ביטוח יש צורך תחילה לקבל את הנתונים המתאימים, ככל שאלו זמינים כמובן. הכרחי במיוחד לבצע:

- א. ניתוח דמוגרפי,**
- ב. ניתוח כלכלי,**
- ג. ניתוח תחרותי.**

התפתחותה העתידית של סוכנות ביטוח קשורה לשאלה אלו סיכונים עליה לכסות וכיצד ניסיונה בתביעות (claims record) שלה יתפתח. מאידך, היות וסוכנות הביטוח מתפקדת גם כמשקיע, הרי שהתפתחותה העתידית קשורה גם לתוצאות השקעותיה. במספר מוצרי ביטוח של סוכנות ביטוח, חברות הביטוח מבטיחות (ערבות לכך) כמות מסוימת של לקוחות. לפיכך, התפתחותה העתידית של סוכנות ביטוח תלויה בשאלה האם תשואות ההשקעה של סוכנות הביטוח הינן לכל הפחות מתאימות לכמות או להיקף שנאמד בחישובים הטכניים של הביטוח.

4. התכנון הפיננסי של סוכנות ביטוח

בדומה לעסקים קלאסיים, הניתוח האסטרטגי הינו אבן הראשה של הערכת התשואה של סוכנות ביטוח והוא מגדיר את פוטנציאל התשואה הכוללת של סוכנות הביטוח הנתונה. הפוטנציאל מבוסס באופן הגיוני על הניתוח הפיננסי המלא של סוכנות הביטוח ועל ניתוח הגורמים הפנימיים והחיצוניים, כאחד. כאשר הזכרנו את המילה פוטנציאל המילה עלינו להבחין בין הפוטנציאל הפנימי לבין הפוטנציאל החיצוני. הפוטנציאל החיצוני יכול לבוא לידי ביטוי בסיכויים ובסיכונים ששוק הביטוח מציע. הפוטנציאל הפנימי משקף את המידה שבה סוכנות הביטוח מסוגלת להשתמש בסיכויים של הסביבות החיצוניות ולעמוד בפני הסיכונים שלהן.

נוהל עריכת התוכנית הינו כדלקמן:

1. הסוכנויות או הסניפים הבודדים יאספו את התשואות הנאמדות מהתיק של מוצרי התשואה, מהחוזים החדשים וחוזים שנחתמו בעבר, מהחוזים על בסיס פילוח בהתאם לאזור, לסוג הביטוח ולסוג הלקוח לבין ופריטי ביטוח המשנה המזוהים על פי סוג מוצרי הביטוח. במקביל יש לבצע את הצבירות והדחיות של הפרמיות.
2. זיהוי התשואות מהשוקים הפיננסיים.
3. תוכנית של עמלות ביטוח המשנה של סוכנות הביטוח.



4. הכנת תוכניות של עלויות הכוללות, בין היתר :

א. השיפוי שישולם,

ב. הזמן שיעבור בין תחילת הביטוח לבין תשלום השיפוי.

5. השוואת עתודות עבור בונוסים והנחות עבור ביטוח ותנודות בשיפויים.

6. הבונוסים וההנחות אשר ניתנו כמו גם בונוסים בביטוח תאונות.

תשואות טכניות נוספות גם כן מזהות, למשל עקב תמותה נמוכה יותר או רזרבה עבור שיפוי הקשור לביטוח חיים – יש לשקול האם יחולו שינויים בתוחלת החיים או פציעות רבות אשר יביאו לתמותה גבוהה יותר. בהמשך, תשואות ממקורות אחרים, למשל זיהוי עתודות טכניות.

להלן פרטי המשרד:

משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי מתמחה בביצוע הערכות שווי בלתי תלויות לתאגידים, פרויקטים, מגזרים, נכסים בלתי מוחשיים, מחירי העברה בין חברתיים, נכסים והתחייבויות המועברים בעסקאות עם בעלי עניין/שליטה ומבצע עבודות ייחוס עלויות רכישה (PPA) ותמחור מכשירי הון מורכבים, נגזרים משובצים, איגרות חוב להמרה ואופציות, ESOP ו-409A, יעוץ לחשבונאות גידור ובדיקות אפקטיביות (Effectiveness Tests), זכויות והתחייבויות מותנות, ערבויות, נזיקין ובטוחות. הערכות השווי ניתנות לצרכי אמידת השווי ההוגן, בין היתר בהתאמה לתקני חשבונאות ישראליים, בין לאומיים (IFRS) ואמריקאים (US GAAP) לצרכי היערכות לקראת מיזוגים, רכישות ותהליכי מכירה, לצרכי רשויות המס השונות, כחוות דעת לצרכים משפטיים ומטרות חשבונאיות ועסקיות אחרות. בין לקוחות המשרד נמנים, בין היתר, חברות ציבוריות ופרטיות בישראל, משרדי רואי חשבון, משרדי ייעוץ כלכלי וגופים פיננסיים.





להלן פרטי השכלת מעריך השווי מטעם שווי פנימי: מר רועי פולניצר

בעל תואר MBA (בהצטיינות) במנהל עסקים, תואר BA (בהצטיינות) מאוניברסיטת בן גוריון בכלכלה עם התמחות במימון, מחזיק בהסמכה כמעריך שווי מימון תאגידי (CFV), בהסמכה כמעריך שווי מימון כמותי (QFV), הסמכה כמודליסט פיננסי וכלכלי (FEM), הסמכה כאקטואר סיכוני שוק (MRA), הסמכה כאקטואר סיכוני אשראי (CRA), הסמכה כאקטואר סיכונים תפעוליים (ORA), הסמכה כאקטואר סיכוני השקעות (IRA), הסמכה כאקטואר סיכוני חיים (LRA) והסמכה כאקטואר סיכונים פנסיוניים (PRA) כולן מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), ובעל הסמכה בינלאומית כמנהל סיכונים פיננסיים (FRM) מטעם האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP) והסמכה כמנהל סיכונים מוסמך (CRM) מטעם האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM).

להלן פרטי ניסיונו המקצועי של מעריך השווי כאמור

בעלים של משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים. לשעבר מרצה בהערכת שווי תאגידיים ומגזרים במט"י חיפה, מרצה בסטטיסטיקה ותהליכים סטוכסטיים ביחידה ללימודי חוץ של אוניברסיטת אריאל, מרצה בנגזרות וניהול סיכונים בפקולטה לניהול במכללה האקדמית אחוה, מרצה בניתוח דוחות כספיים והערכות שווי בבית הספר לכלכלה במכללה האקדמית אשקלון, עוזר מחקר בתחום ניהול הסיכונים בבנקאות הישראלית של ד"ר שילה ליפשיץ, ראש תחום הערכות השווי במשרד רואי החשבון רוה-רביד (כיום Russell Bedford ישראל), מנהל סיכונים וראש תחום שווי הוגן של חברת עגן יעוץ אקטוארי פיננסי ועסקי בע"מ, מנהל סיכונים ומודליסט ראשי של ועדת השקעות באוניברסיטת בן גוריון ומרצה בקורסים בתחום ניתוח ניירות ערך ומכשירים פיננסיים ובניהול תיקים בקורס הכנה פרטי לבחינות הרשות לניירות ערך לרישיון מנהל תיקים בישראל.