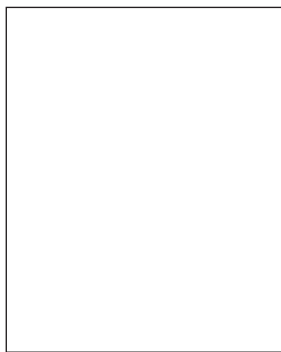


Vinsten i försäkringsrörelse beräknas felaktigt!

av civilekonom **Niklas Gustafsson**



Niklas Gustafsson

Samtliga försäkringsbolag utom Skandia beräknar försäkringsrörelsens del av kapitalavkastningen genom att applicera en kalkylränta på de försäkringstekniska skulderna. Detta redovisningsmässiga perspektiv strider mot den finansiella teorin kring företagsvärdering.

I denna artikel redovisas en analysmodell, där ackumulerat kassaflöde är basen för tilldelning av kapitalavkastning till försäkringsrörelsen. Den här metoden är teoretiskt tilltalande, men saknar inte praktiska tillämpningsproblem. Slutsatsen blir att det redovisade resultatet har underskattats i Skandia, Trygg-Hansa och Wasa. Den som vill undersöka andra försäkringsbolag kan använda de principer som har tillämpats här.

Redovisningsteorin brukar anföra att redovisade resultat skall approximera verksamhetens vinst ur ett ekonomiskt teoretiskt perspektiv. Med detta avses förändring i ekonomiskt värde (nuvärdet). Exempelvis föreslås att avskrivningar skall beräknas som skillnaden mellan förväntat nuvärde vid användningen av maskinen vid ingången och vid utgången av året. För att detta skall vara praktiskt genomförbart krävs uppskattningar av framtida kassaflöden. I praktiken ställer detta orimligt stora krav på informationsinsamling och beräkningskapacitet. Få företag tillämpar också sådana system. Icke desto mindre har detta synsätt påverkat kravet på den externa redovisningen. Ett uttryck för detta är finansieringsanalysen, som börsnoterade företag tar med som ett komplement till balans- och

resultaträkningen. Finansieringsanalysen beskriver kassaflöden och hur verksamheten har finansierats. Att byta ut årets vinst mot årets kassaflöde är dock inte rekommendabelt. Kassaflödet påverkas t ex negativt om företaget gör en stor investering. Redovisad vinst anses vara en god indikator på framtida kassaflöden, därav dess popularitet bland finansanalytiker.

I finansiell teori skiljer man på rörelsen och hur den finansieras. Verksamhet som kännetecknas av stora förskott bör tillföra rörelsen en kapitalavkastning, som beror av det överskott som genereras i rörelsen. För den externa bedömare är det avgörande att särskilja rörelsens prestation och risk från de finansiella aktiviteterna. I den interna styrningen är det en fördel om rörelsecheferna utvärderas på en

prestation som de kan påverka. I försäkringsbolaget är det avgörande att skilja på rörelsens vinst och kapitalförvaltningens prestation.

Syftet med denna artikel är att föreslå en alternativ modell för fördelning av kapitalavkastning till rörelsen. Modellen, som i det följande kallas för *kassaflödesmodellen*, bygger på följande grundprinciper:

- Tillräckliga årsredovisningsdata skall finnas tillgängliga för att ta fram modellen. Den externa bedömarens skall kunna bygga modellen oberoende av bolagets interna redovisning.
- Modellen konstrueras på aggregerad koncernnivå (exklusive liv), eftersom finansanalytiker främst är intresserade av helheten.
- Den skall vara generell för att tillåta analys av försäkringsbolag som inte ingår i undersökningen.

Syftet med den externa redovisningen är att tillfredsställa kraven från olika intressenter. För de börsnoterade försäkringsbolagen är nuvarande och potentiella ägare viktiga intressenter. Därför är det finansanalytikerns (som rådgivare till placeraren) behov som redovisningen främst skall tillfredsställa. För finansiella institutioner som banker och försäkringsbolag tillkommer kundernas, kreditgivares och återförsäkrars bedömning av bolagens stabilitet. Därför bör även de onoterade försäkringsbolagen eftersträva korrekt information om vinstens sammansättning. Om den externa bedömarens saknar information om det verkliga (kassaflödesbaserade) resultatet ökar osäkerheten kring bolagets ställning och stabilitet. För att kompensera ”informationsrisken” måste han eller hon ta ut en riskpremie. Aktieplaceringen kräver en högre avkastning för att investera och återförsäkringsbolaget tar ut en högre premie. Det ligger således i alla försäkringsbolags intresse att redovisa kassaflödesbaserad kapitalavkastning i försäkringsrörelsen.

Beräkning av kassaflödet

En avgörande skillnad mellan noterade och onoterade försäkringsbolag är att finansieringsanalysen är obligatorisk för de noterade bolagen. De onoterade bolagen (Folksam, Länsförsäkringsbolagens AB, Wasa) avstår från att publicera finansieringsanalyser. I det följande beskrivs ett schema för hur kassaflödesposterna tas fram i det generella fallet, dvs. för onoterade bolag.

Post	Kommentar
Premieinkomst	Hämtas direkt från not
Försäkringsersättningar	d:o
Driftkostnader	Driftkostnader minus ökning i skadebehandlingsreserv och avskrivningar. Samt justering för förändring av övriga finansiella nettotillgångar i försäkringsrörelsen*
Avgiven återförsäkring	Justeras med förändring i fordran på återförsäkrare**

* Driftkostnader blir en restpost som fångar upp resterande förändringar i balansposten: Övriga finansiella tillgångar (skulder). Jag har valt att begränsa urvalet till de poster som benämns som skuld eller fordran på annat försäkringsbolag eller försäkringstagare. Alternativet är att ta med hela posten.

** Resultat av avgiven återförsäkring justeras för ökning eller minskning i återförsäkrars andel i försäkringstekniska skulder. Observera att endast fordran i avgiven affär skall ingå i justeringen.

Ibland tillkommer ytterligare en post: *Övriga kostnader och intäkter*. Här görs normalt inga justeringar, dvs. kassaflöde antas vara lika med det värde som står i resultaträkningen.

Två modeller

Två alternativa modeller för vinstmätning används. Kapitalavkastningen beräknas som:

Kalkylräntan \times (ingående kapitalbasen +
+ hälften av årets kassaflöde).

Kalkylräntan fastställs på olika sätt. Folksam tillämpar samma ränta varje år medan övriga bolag använder obligationsräntan med olika löptider som bas. De kalkylräntor som har använts av bolagen redovisas nedan.

Modell 1

Modell 1 är känslig för val av ingående kapitalbas. Strukturella förändringar, t.ex. avyttring av verksamheter är svåra att hantera. Åtgärden blir att öka (minska) årets kapitalbas med de försäkringstekniska skulder, som tillkommer (bortfaller) på grund av strukturförändringen. Första årets ingående kapitalbas räknas fram *implicit* genom att dividera kapitalavkastningen med kalkylräntan. Ett alternativ till den implicita metoden är använda de genomsnittliga försäkringstekniska skulderna i balansräkningen. Detta benämns *genomsnittsmetoden*. Resultat i Modell 1 kallas för *kassaflödesresultat*. Modell 1 är en flerårsmodell. Sammankopplingen mellan åren sker genom att ingående kapitalbas för de följande åren beräknas som:

Utgående kapitalbas året före + kassaflöde
före kapitalavkastning + kapitalavkastningen

Modell 2

Ingående kapitalbas i Modell 2 bestäms varje år såsom marknadsvärdet på placeringstillgångarna i sakrörelsen. Strukturförändringar justeras här "av sig själva" genom att siffrorna normalt räknats om för föregående år i årsredovisningen. Modell 2 är speciellt lämpad för att utvärdera finansförvaltningens prestation. Det implicita antagandet är att alla placeringstillgångar realiserar i början av året och likviden placeras på banken till en "säker" ränta. På lång sikt bör bolaget överträffa kalkylräntan om kapitalförvaltning skall kunna betraktas som framgångsrik. Ett metodproblem är om övriga tillgångar skall inkluderas i kapitalbasen. Jag har valt att inte ta med dessa, utan begränsar analysen till enbart placeringstillgångarna. Resultat enligt Modell 2 benämns *marknadsvärderesultat*. Totalresultat definieras som rörelseresultat före kapitalavkastning plus totalavkastningen, enligt årsredovisningen, på placeringstillgångar. I det följande koncentreras analysen till Modell 1.

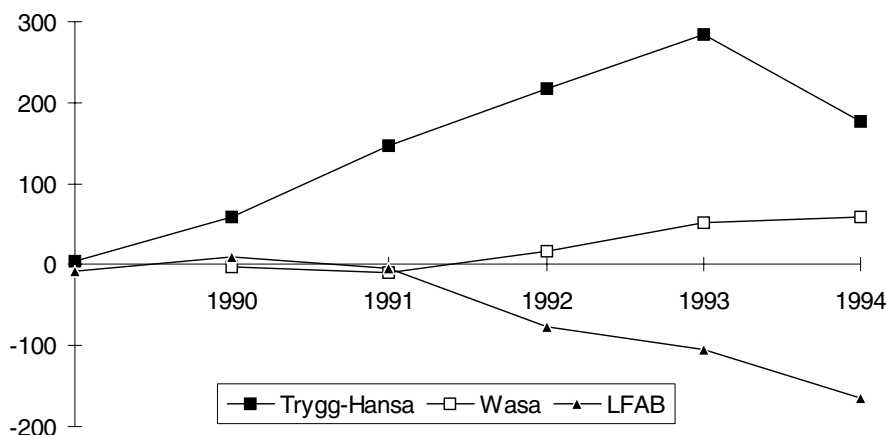
I figur 1. på nästa sida visas *relativt rörelseresultat* (kassaflödesresultat minus rörelseresultat) för Trygg-Hansa, Wasa och LFAB.

Av bolagen använda kalkylräntor (i procent)

Bolag	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Trygg-Hansa	11,6	12,1	12,9	11,1	9,6	7,1
Skandia				8,1*	7,9*	6,7*
Wasa	12	11	8	8	7,5	7
Folksam	10	10	10	10	10	10
LFAB	12	14	12	12,5	8,8	6,7**

* Beräknats genom viktning efter placeringstillgångarna i lokala valuta.
** Försäkringsrörelsens redovisade kapitalavkastning divideras med genomsnittliga försäkringstekniska skulder.

Figur 1. Relativt rörelseresultat för Trygg-Hansa, Wasa och LFAB - implicit metod



Trygg-Hansa

Kapitalbasen fastställs som genomsnittliga försäkringstekniska skulder för egen räkning. Kalkylräntan beräknas som årsgenomsnittet för räntan på tvååriga obligationer viktad efter lokal valuta. Positivt är, att den använda kalkylräntan presenteras i årsredovisningens flerårsöversikt. Ingående kapitalbas för 1989 blir 9 189 Mkr (tillförd kapitalavkastning/

kalkylränta). Hänsyn har tagits till en strukturell förändring. TFA exkluderas fr.o.m. 1994. För att beakta detta har ingående kapitalbas i Modell 1 minskats med försäkringstekniska skulder i TFA, 2 254 Mkr. Även tidigare års kalkylränta ändrades. Någon justering för detta har ej gjorts eftersom kassaflödena har beräknats inklusive TFA till och med 1993.

Trygg-Hansa

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	Snitt
Rörelseresultat	492	621	931	502	884	-322	518
Kassaflöde	1138	1505	1916	1953	3005	644	1694
Kassaflöderesultat	496	679	1077	720	1169	-146	666
Marknadsvärderes.	258	1910	2064	1203	1376	98	1318
Totalresultat	1726	-1753	1004	-9	3641	-650	660

Resultat: Ett starkt kassaflöde har bidragit till ett högt kassaflödesresultat. Kassaflödesresultatet är 148 Mkr högre än rörelseresultatet.

Länsförsäkringsbolagens AB

Här har metoden för beräkning av kapitalbas och kalkylränta ändrats under den studerade perioden. Före 1994 bestod kapitalbasen av genomsnittliga försäkringstekniska skulder, exklusive premiereserven plus halva premieinkomsten. Från 1994 inkluderas premie-

reserven i försäkringstekniska skulder. Kalkylräntan motsvarade tidigare räntan 60-dagars statsskuldväxlar. 1994 införde LFAB ett mer sofistikerat system. Den långa trafikaffären tillförs nu den 3-åriga obligationsräntan medan all övrig affär får räntan på 60-dagars-

papper. Här analyseras moderbolaget och inte koncernen. Detta har två orsaker: 1989-1990 saknas noter till koncernräkenskaperna och samtliga år presenteras placeringstillgångarnas totalavkastning för enbart moderbolaget. Det innebär att jag måste frånga koncernen och istället analysera moderbola-

get. Fram till och med 1993 redovisas använd kalkylränta i förvaltningsberättelsen. Tyvärr upphörde bolaget med att redovisa kalkylräntan 1994. Ingående kapitalbas 1989 beräknas som försäkringsrörelsens kapitalavkastning, dividerat med kalkylräntan, vilket blev 2 267 Mkr.

Länsförsäkringsbolagens AB

	<u>1989</u>	<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>Snitt</u>
Rörelseresultat	295	12	-62	-160	-80	-237	-39
Kassaflöde	120	371	-72	-929	406	80	-4
Kassaflöderesultat	287	22	-66	-236	-184	-402	-97
Marknadsvärderes.	584	423	154	-52	19	-199	155
Totalresultat	789	-668	-452	-180	373	-415	-92

Resultat: Kassaflödesresultatet hamnar 58 Mkr under rörelseresultatet på snittvärdet. Kraftigt negativa värden 1992 har påverkat snittresultatet negativt.

Wasa Sak

Kalkylräntan skall avspegla avkastningen på medellånga statsobligationer. Årsredovisningen för 1989 innehåller inga noter vilket medför att startåret blir 1990. Ingående kapitalbas 1990 blir 3 745 Mkr med den implicita metoden och 3 851 Mkr med genomsnittsmetoden.

1993 omstrukturerades Wasa Sak. Justering gjordes genom att minska kapitalbasen med 1 059 Mkr. Det motsvarar minskningen i försäkringstekniska skulder för mottagen återförsäkring.

Wasa Sak

	<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>Snitt</u>
Rörelseresultat	-81	-550	-236	-25	-76	-161
Kassaflöde	401	546	777	263	168	359
Kassaflöderesultat	-84	-559	-219	26	-18	-142
Marknadsvärderes.	476	-208	-161	34	-66	13
Totalresultat	-880	-1395	-1084	179	-216	-566

Resultat: Kassaflödesresultatet är ungefär lika stor som rörelseresultatet. 1994 blir kassaflödesresultatet 58 Mkr högre än rörelseresultatet.

Skandia

Kapitalbasen fastställs som skillnaden mellan försäkringsrörelsens genomsnittliga försäkringstekniska skulder och utestående nettofordringar. Detta innebär att bolaget redan tillämpar en metod som bygger på kassaflöden. Kalkylräntan beräknas som treårsgenomsnittet på femåriga statsobligationer. De

vägs samman efter placeringstillgångarnas fördelning på olika valutor. Först 1992 (i 1993 års redovisning) skiljer bolaget på skadeförsäkring och Unit-linked. Därför blev detta analysens första år. Ingående kapitalbas blir 41 667 enligt den implicita metoden och 39 207 Mkr enligt genomsnittsmetoden.

Skandia

	<u>1992</u>	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>Snitt</u>
Rörelseresultat	-394	533	1002	380
Kassaflöde	3394	2565	3031	2997
Kassaflöderesultat	-441	723	1624	635
Marknadsvärderesultat	3243	-539	630	1111
Totalresultat	-2442	3017	-1618	-348

Resultat: Kassaflödesresultatet överstiger rörelseresultatet med 622 Mkr 1994. Figur 2 avslöjar att genomsnittsmetoden skulle ha sänkt relativt rörelseresultat väsentligt.

Fig 2. Relativt rörelseresultat - Skandia

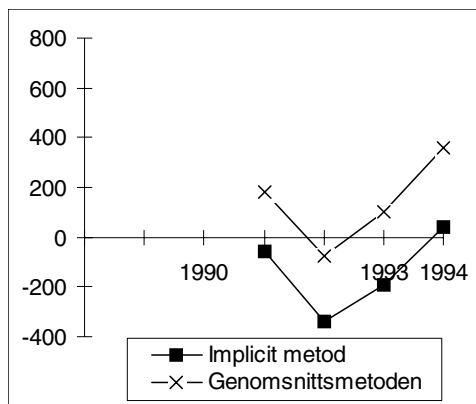
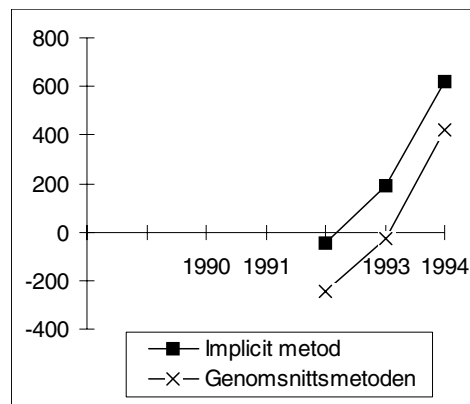


Fig 3. Relativt rörelseresultat - Folksam



Folksam

I likhet med LFAB redovisas inga noter för koncernräkenskaper 1989-1991. Utifrån årsredovisningen 1992 kan kassaflöden för 1991 approximeras. Ingående kapitalbas 1992 blir 13 740 Mkr eller 16 062 om man

utgår från genomsnittliga försäkringstekniska skulder. Det är svårt att förklara skillnaden då bolaget uppger att kapitalbasen fastställs enligt genomsnittsmetoden.

Folksam

	<u>1991</u>	<u>1992</u>	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>Snitt</u>
Rörelseresultat	-2606	-1040	273	621	-688
Kassaflöde	670	-1854	1341	990	287
Kassaflöderesultat	-2658	-1378	81	660	-824
Marknadsvärderes.	-2192	-1116	466	1093	-437
Totalresultat	-3877	-1364	1525	-413	-1032

Resultat: Det redovisade resultatet har varit bättre än kassaflödesresultatet. 1994 blev dock kassaflödesresultatet 39 Mkr högre än redovisat rörelseresultat. Genomsnittsmetoden skulle ha höjt kassaflödesresultatet eftersom den ingående kapitalbasen skulle ha varit större med genomsnittsmetoden.

Framgångsrik kapitalförvaltning?

Försäkringsbolagen har drabbats hårt av fastighets- och finanskrisen. Minskande värden på aktier och fastigheter i kombination med stora ersättningar i vissa specialaffärer som kreditförsäkring drabbade exempelvis LFAB och Folksam. Nedan visas ackumulerad skillnad mellan marknadsvärderesultat och totalresultat.

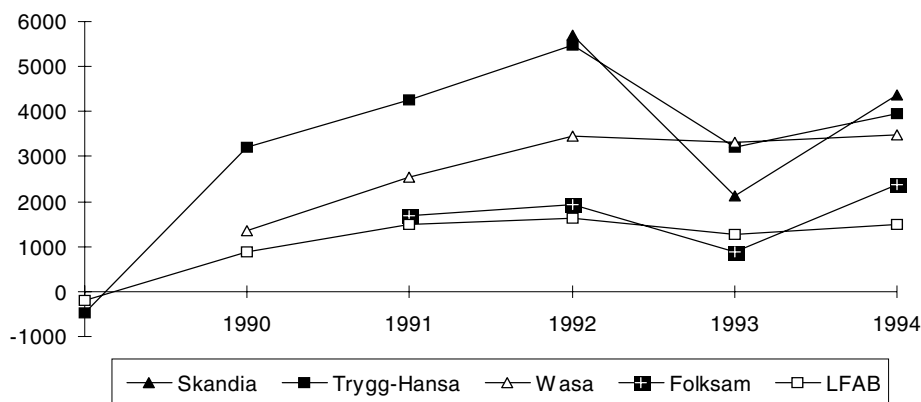
Samtliga bolag har presterat sämre än vad de skulle kunnat om de varje år satt in placeringstillgångarna på ett hypotetiskt konto som avkastar kalkylräntan. En rättvis utvärdering bör dock göras över en längre tidsperiod. För att ta hänsyn till bolagens olika storlek har en *marknadsvärdekvot* (=ackumulerat relativt marknadsvärderesultat /placeringstillgångarnas marknadsvärde 1994) beräknats. Ackumulerat marknadsvärderesultat beskriver vilken förmögenhet bolaget potentiellt skulle ha

haft. Låg kvot (helst negativ) innebär att kapitalförvaltningen har fattat bra investeringsbeslut. Skandia och Folksam har klarat sig minst dåligt. Betydligt sämre gick det för Wasa, som skulle kunnat ha dubbelt så högt värde på placeringstillgångarna om en försiktigare placeringsstrategi hade tillämpats. Även femårs genomsnittlig totalavkastning var signifikant sämre i Wasa.

	Marknadsvärdekvot (%)	5-års genomsnitt avkastning*
Skandia	8,6	5,5
Trygg-Hansa	20,2	6,4
Wasa	93,8	- 0,3
Folksam	12,0	5,5
LFAB	32,5	4,0

*Enligt årsredovisning.

Figur 4. Relativt marknadsvärdesresultat



Aktiemarknadens perspektiv

Aktieplaceringarna ser primärt på 1995 års resultat när de skall värdera en aktie. Men för att få jämförelse används de redovisade resultaten för 1994. Eftersom försäkringsrörelsen är en del i Skandias och Tryggs verksamhet, måste

resultatet av de övriga verksamheterna adderas till bolagens totala resultat. Det nyckeltal, som är vanligast vid värdering av försäkringsbolag, är troligen substansvärde. Här fokuseras inte substans utan mätning av ut-

Kr per aktie	Rörelse- resultat	Kassaflödes- resultat	Total- resultat	Marknads- värderesultat	Vinst enl. bolaget
Trygg-Hansa	3,2	5,7	13,6	10,1	-49,3
Skandia	4,8	7,3	2,9	3,2	0,0
P/E-tal					Kurs (7/8)
Trygg-Hansa	25,0	14,0	5,9	7,9	80,0
Skandia	31,4	20,6	51,9	47,0	150,5

hållig vinst. Därför används vinstmultipl (P/E-tal) i analysen. P/E-talet definieras som: Kurs/vinst per aktie. Börsgenomsnittet för P/E-tal ligger på ca 11 och för banker på ca 7. För att minska känsligheten för resultatutfallet enskilda år beräknas ett medelvärde enligt: $[\text{Snitt} + 1993 + 1994]/3$. För 1994 redovisade båda bolagen förluster efter värdeförändringar. Vinst per aktie var - 49 kr i Trygg-Hansa och 0 kr i Skandia.

Trygg-Hansa: Under rubriken övrigt finns tre poster: resultatandelar i intressebolag, resultat av engångskaraktär och övrigt resultat. De två förstnämnda har varit kraftigt negativa de senaste fyra åren, 1994: -3 469 Mkr. Jag väljer att endast ta med övrigt resultat som bl a inkluderar finansiella intäkter och kostnader, -94 Mkr. Trygg har stora förlustavdrag och därför belastas inte resultatet med skatt.

Skandia: Till försäkringsrörelsens resultat adderas: förvaltningsresultat livförsäkring (716), bankresultat (75), övrigt (-21) och koncerngemensamma kostnader (-702 Mkr), totalt 68 Mkr. I koncerngemensamma kostnader ingår avskrivning av goodwill med 219 Mkr. Från det justerade förvaltningsresultatet dras schablonskatt på 30%.

Vinstnivån höjs avsevärt när kassaflödesresultatet betraktas. I jämförelse med det redovisade rörelseresultatet ökar vinsten per aktie med 78% i Trygg-Hansa och 52% i Skandia. P/E-talen sjunker från 25-30 ner till mer realistiska 14-20. Som framgått är det svårt att tolka Skandias total- och marknads-

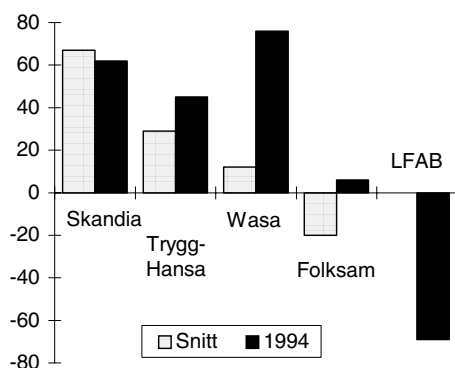
värderesultat då P/E-talen blir orimligt höga. Trygg-Hansas marknadsvärderesultat verkar hamna i närheten av den genomsnittliga värderingen för banker.

Slutsatser

Syftet med undersökningen var att identifiera eventuella skillnader mellan redovisade resultat i försäkringsrörelsen och ett resultat baserat på kassaflödets utveckling. Fyra bolag redovisar ett lägre rörelseresultat 1994 än vad som skulle bli fallet om Modell 1 tillämpats. Underskattningen av rörelseresultatet är störst i Skandia och Wasa. Känsligheten för antaganden om ingående kapitalbas illustreras om genomsnittsmetoden används för Skandia och Folksam. För Skandia höjer genomsnittsmetoden den ingående kapitalbasen med 6%. Skandias relativa mått sjunker till 13% för snittet och 42% för 1994. Folksams ingående kapitalbas höjs med 17% med genomsnittsmetoden vilket medför en nivåhöjning med ungefär 40 procentenheter för de båda måtten. Uppenbarligen påverkas slutsatserna signifikant vid förändringar av ingående kapitalbas.

För LFAB var kassaflödesresultatet 148% lägre för snittet. Värderna nära noll medför extrema procentuella skillnader. Stabiliteten i resultaten är tillfredställande i Skandia och Trygg-Hansa. Värderna för snittet och 1994 uppvisar viss överensstämmelse. Generellt sett är differensen mellan snittvärdet och värdet för 1994 stor. Därför kan inte någon enkel multiplikator användas för att transformera

Figur 5. Kassaflödesresultat i relation till rörelseresultat (%)



det redovisade resultatet till ett kassaflödesresultat. Nya beräkningar måste göras varje år. Nedan redovisas absoluta skillnader som motsvarar de procentuella differenserna i diagrammet.

Kan modellen användas i den interna styrningen eller för bedömning av enskilda försäkringsverksamheter? Utan tillgång till intern redovisningsinformation kan inte kassaflödesresultat beräknas på lägre nivåer utan att vissa förenklingar måste göras. Eventuella avskrivningar redovisas inte för respektive försäkringsverksamhet. Samma sak gäller övriga finansiella tillgångar och skulder. Approximativt kan dock kassaflödet beräknas utifrån befintlig information om försäkringstekniska skulder. För en utförlig diskussion om kassaflödesresultat i den interna styrningen se NFT 2/95 sid 169-180.

Följande svagheter med kassaflödesmodellen och förslag till förbättringar av bolagens information är tänkbara:

- Utfallet är känsligt för bestämning av ingå-

ende kapitalbas. Jag har använt den implicita metoden för att bolagen skall behandlas på ett enhetligt sätt. Till detta kommer hur justeringar görs för omstruktureringar. Här har justeringen gjorts genom att dra av eller lägga till försäkringstekniska skulder.

- För att få full jämförbarhet borde samma kriterium för bestämning av kalkylräntan användas. Det kräver mer information från bolagens sida. Endast Skandia redovisar kalkylräntor och placeringstillgångarnas fördelning på olika valutor. Det skulle inte skada om andra bolag följde Skandias goda exempel. Trygg-Hansa tar med kalkylräntorna i flerårsöversikten, vilket också är rekommendabelt.
- Några approximationer krävdes när 1) bolaget har ändrat redovisningsprinciper och 2) när information saknas, t ex då Wasa inte redovisar detaljinhållet i posten: "Övriga finansiella tillgångar". Här är det upp till bolagen att förbättra informationsgivningen.

Jag anser att kassaflödesresultat är ett klart bättre mått på försäkringsrörelsens prestation. Utifrån finansiell teori bör ambitionen vara att vinstmåten skall avspegla den underliggande ekonomiska logiken i verksamheten. Kapitalavkastningen utgör en viktig del av försäkringsrörelsens resultat. Därför bör den mätas så exakt som möjligt. Det är förklaringen till att kassaflödesresultatet är ett bättre vinstmått i försäkringsrörelsen.

De framräknade alternativa resultaten bygger på mina antaganden. Den som anser att andra antaganden är bättre måste genomföra nya beräkningar. Min analys är därför inte den slutgiltigt korrekta, utan är avsedd att tjäna som en introduktion till ett nytt synsätt på vinstmätning i försäkringsrörelse.

Kassaflödesresultat i relation till rörelseresultat (absoluta skillnader)

	Skandia	Trygg-Hansa	Wasa	Folksam	LFAB
Snittvärden	255	148	19	-136	-58
Värden 1994	622	176	58	39	-165