

АНАЛИЗ И ОЦЕНКА НА ФИРМЕНАТА СТОЙНОСТ ПРИ МЕНИДЖМЪНТА НА ЗАСТРАХОВАТЕЛНИТЕ БРОКЕРСКИ ФИРМИ

Николай Тодоров Здравков
Стопанска академия „Д. А. Ценов“ – Свищов
Катедра „Финанси и кредит“

Резюме: Оценяването на фирмената стойност е важен контролен механизъм при управлението на застрахователните брокерски фирми, както и при тяхната продажба, сливане или разделяне на бизнеса. Сред множеството подходи за оценка се открояват три групи: (1) методи, основани на активите; (2) сравнителни/пазарни методи; (3) доходно базирани методи. Най-широко използваните похвати от всяка група са съответно: (1) нетна стойност на активите; (2) множители на брутната печалба (ЕБИТДА); (3) дисконтирани парични потоци. Резултатите от изследването сочат, че най-подходящи са методите от втора и трета категория. Свообразен „лидер“ сред методите е този на дисконтираните парични потоци поради своята прецизност, особено когато се прави оценка от вътрешни субекти при дружества от затворен тип. На свой ред от групата от модели на дисконтираните парични потоци се препоръчва използването на дивидентно-дисконтния модел или моделът на свободните парични потоци към капитала (FCFE).

Ключови думи: застрахователни брокерски фирми, оценяване, модел на множителите, модел на дисконтираните свободни парични потоци към капитала.

JEL: G22, G32.

COMPANY ANALYSIS AND VALUATION IN THE MANAGEMENT OF INSURANCE BROKERAGE FIRMS

Nikolay Todorov Zdravkov
“D. A. Tsenov” Academy of Economics – Svishtov
Department of Finance and Credit

Abstract: The valuation of insurance brokerage firms is an important mechanism of their management or in the cases of mergers and acquisitions. The models for measuring firm value can be grouped in three categories: (1) asset-based approaches; (2) relative/market-based approaches; (3) income/cash flow-based approaches. The most widely used models from each group are respectively: (1) the net asset value; (2) the method of EBITDA multiples; (3) the discounted cash flow approach. As a result of the thorough analysis of specialized publications, a conclusion can be made that the EBITDA multiples and discounted cash flows approaches stand out as being more appropriate with the latter being the most precise and especially suitable for companies of the closed type. From the discounted cash flows approach the Free Cash Flow to Equity (FCFFE) is the recommended model.

Key words: insurance brokerages, valuation, multiples method, free cash flow to equity.

JEL: G22, G32.

Въведение

Брокерските фирми са особен, но твърде важен субект на финансовите пазари и в частност на пазара на застрахователни продукти. Посредническата им роля им отрежда една всъщност централна позиция в структурата на застрахователния пазар. Брокерските фирми създават стойност за обществото преди всичко чрез своята информационна функция. Те не просто осъществяват контакта между застраховани и застрахователи, но позволяват, от една страна, на клиентите да осъществят най-добрия информиран избор, а от друга страна – на застрахователите да оптимизират дейността си. Последното е на базата на възможността, застрахователите да се фокусират върху продуктите си, а не толкова върху пласмента им, както и върху глобални политики, а не върху отделни маркетингови решения. Така на практика застрахователните брокери имат съществена роля за постигане на ефективност на пазара.

Същевременно, както всички останали дружества с неидеална (стопанска) цел, застрахователните брокери се стремят към максимализация и на собствената си стойност, което предполага изграждане на гъвкав и адекватен на всички условия на окръжаващата среда модел за управление. Ключов момент в този процес и този модел е технологията за измерване и контрол на стойността на фирмата, която да позволи следенето на влиянието на управленските решения върху тази стойност и да се вземат именно онези решения, които водят до нейното увеличаване. На тази основа за **обект** на настоящата разработка се поставя финансовото управление на застрахователни брокерски фирми, а за **предмет** – технологията за оценка и контрол на фирмената стойност. В основната **теза** се твърди, че, от една страна, анализът и измерването на стойността на застрахователните брокерски фирми се подчинява на общите правила на финансовия анализ и оценка, но от друга страна, има съществени особености, произтичащи от особената сфера на дейност, от специфичната структура на техните активи и пасиви, както и от конкретни фактори, отнасящи се до всяка отделна фирма. **Целта** на разработката е да се направи изчерпателен обзор и критичен анализ на научните и професионалните изследвания по темата, който да послужи за теоретична база за изграждане на модел за оценка и управление на застрахователни брокерски фирми в български условия.

Така формулираните обект, предмет, теза и цел дават основание да се изведат следните **задачи**:

- 1) Да се направи подробен преглед на фундаменталните изследвания в областта на оценката на застрахователни брокерски фирми;
- 2) Да се направи критичен сравнителен анализ на резултатите от изследванията и моделите, които прилагат;
- 3) Да се формулира обобщение за най-приложимите и точни модели при съвременните условия.

1. Необходимост от оценка на стойността на брокерските фирми в застраховането

Измерването и оценката на стойността на фирмите (valuation) е особен клон на финансовата наука. Според Проданов и Павлов (Проданов, Ст. & Павлов, Ц., 2016) оценяването на активите е в сърцевината на финансовия инженеринг. Тази проблематика обаче също така (дори вероятно преимуществено) е част от практиката. Няма да е пресилено да се каже, че сякаш именно практиците – финансови анализатори, техните професионални асоциации¹ и издаваните от тях специализирани списания от години задават стандартите в тази интересна и предизвикателна сфера. Това не е учудващо, като се има предвид технократския характер и същност на процеса по оценка, който изисква тясно профилиране на извършващите го специалисти, както и постоянно и близко следене на конкретни сектори от икономиката и съставляващите ги дружества. Тези изисквания често са непостижими за академичните среди, където принципно се формират глобални, общи и теоретични форми на знанието.

По отношение на субектите на финансовия анализ и оценка най-общо можем да разграничим външен и вътрешен финансов анализ (Захариев, А. и др., 2017). Към външния могат да се причислят като субекти бъдещи индивидуални инвеститори, институционални инвеститори, обмислящи закупуване на цялото или част от дружеството, както и някои държавни органи (напр. данъчни служби). В настоящото изследване ще бъде разглеждана оценката преди всичко от гл. т. на вътрешните субекти, т.е. на финансовия мениджмънт на дружеството.

По отношение на причините за оценка и измерване на стойността на дружеството – те варират в зависимост от субекта. Най-често става дума за оценка във връзка с инвестиционни намерения или ако се гледа от гл.т. на фирмения мениджмънт – при евентуална подготовка за продаване на дружеството и свързана с това необходимост за изготвяне на офертна цена. Преди всичко обаче мениджмънтът би искал да държи коректна представа за стойността на дружеството с оглед контрол над ефекта от вземаните управленски решения.

По отношение конкретно на необходимостта от оценка на застрахователните брокерски фирми, Davis и Wood (Davis, H., Wood, D., 2004) посочват следните основни възможни причини и особености на процеса:

➤ Намерение за закупуване на агенция/брокерска фирма от страна на друг икономически агент;

¹ Така например във финансовата сфера професионалната организация, задаваща стандартите е CFA-асоциацията. При застрахователните посредници може да се посочи за пример The Chartered Property and Casualty Underwriters Society и издавания от тях CPCU Journal (вж. <https://www.cpcusociety.org/Insights>)

- Намерение от страна на собствениците за продаване на цялата или част от фирмата, в който случай се търси изготвяне на адекватна офертна цена;
- Оценка като част от план за прехвърляне и продължаване на бизнеса (perpetuation plan);
- В зависимост от това дали оценката е свързана с вътрешни мотиви или произтича от очаквана смяна на собствеността, може да има или не (конкурентен) натиск, като в този случай оценките обикновено са по-високи;
- Също така мотивът за предприемане на оценка може да влияе на избрания метод. Ако оценката е регулярна практика (както в контекста на настоящото изследване – прави се с цел по-ефективно управление), то се използва стандартизиран метод. В случай на смяна на собствеността, се изготвят по-специфични входящи данни и най-вече *съобразяване с риск*;
- Също така в някои случаи се оценява цялата брокерска фирма с всичките ѝ материални и нематериални активи и пасиви. В други случаи се оценява само отделна бизнес линия (book of business). Това се прави, когато например придобиващата институция не желае да развива придобиваната агенция в досегашния ѝ вид, а да вземе само клиентите ѝ. В този случай в стойността няма да се включи никаква търговска репутация и никакви материални активи. Оценяват се само т.нар. expirations, което е еквивалентно на оценка на конкретна бизнес линия, напр. персонални линии (personal lines).

2. Изследвания върху модели за оценка на стойността на брокерските фирми

В повечето специализирани издания и научни статии по въпроса се открояват три основни групи модели за изчисляване, за оценка на стойността (valuation). Добро обобщение дава Coyne (2004):

- I. Доходно-базирани модели
 - a. Метод на капитализираните печалби;
 - b. Метод на дисконтираните бъдещи печалби.
- II. Пазарни модели
 - a. Метод на разходите по сливане/придобиване
 - b. Сравнителен метод (пазарна цена на аналогично дружество; към тази група модели следва да се причисли и широко използваният метод на множителите – earnings multiples method).
- III. Модели на базовите активи
 - a. Метод на приспособената нетна стойност на активите;
 - b. Метод на ликвидационната стойност.

Дамодаран (Damodaran, 2013) също разглежда три подхода за оценка:

А. Модели на дисконтираните парични потоци (парични потоци към фирмата или към капитала, дивиденди, модели на остатъчния доход);

В. Модели за оценка, основана на активите (Net Assets Value);

С. Относително оценяване (коефициенти Value to EBITDA, Value to EBIT, Price to Earnings, Price to Book Value, множители на комисионите).

В специализираните изследвания, фокусирани конкретно върху оценка на фирма от областта на застрахователното посредничество (агенция или брокерска фирма), също са застъпени представители на горните групи модели. Наблюдава се еволюция и усъвършенстване на моделите (Davis, H., Wood, D., 2004). Така например в едно от първите изследвания по въпроса Лapidус (Lapidus, 1974) разработва оценка по подхода за относително оценяване и по-конкретно чрез множител на brutните годишни комисиони. Базовата стойност, която се предлага, е 1.5 до 2 пъти размера на brutните годишни комисионни. (Тази стойност може да нараства при увеличаване на множителя, което е функция на рисковия профил на компанията. Колкото по-нисък е рискът, толкова по-сигурни са прогнозните комисиони, толкова по-висок следва да е множителят и оттам стойността – (вж. Койн (Coyne, 2004)).

По-късни изследвания тестват по-софистицирани и изчерпателни методи за изчисляване на стойността. Основополагащо е изследването на Левърет и Тришман (Leverett, E. J. Jr., Trieschmann, J., 1979), които доказват, че оценката трябва да е структуриран процес, изграден с логическа последователност. Това трябва да позволи да се обхванат повече фактори като например влиянието на регулативните изисквания върху амортизациите на закупени бизнес линии² или пък влиянието на фазата от икономическия цикъл на застрахователния пазар (underwriting cycle (Trieschmann, S., Leverett, E. J. Jr., 1985)). В други изследвания на същите автори се тества прилагането на по-авангардни техники за прогнозиране и моделиране на участващите променливи като например Монте Карло симулация (Trieschmann, J., Davis, R., 1975). Hagerty, Pettinicchi и Flannagan (2009) обобщават актуалните тенденции във фирменото оценяване като посочват, че често използваната разновидност на сравнителното оценяване – множител на приходите³ – не може да даде адекватна оценка, доколкото приходите не са гарант за печалба и не може да се получи представа за фирмената способност да генерира доход.

Прави впечатление, че с избора на най-добрия модел не се гарантира максимално точна оценка. Това се дължи на спецификата на дейността на застрахователните посредници и множеството фактори, които влияят върху успеха на техния бизнес. Ето защо в множество изследвания, паралелно с тестване на различни модели, авторите полагат усилия да тестват раз-

² Пак там.

³ Revenue multiples.

лични фактори, влияещи върху фирмената стойност, които да бъдат включени в модела. Така например Тришман и Левърет в статията си „Анализ на чувствителността на избрани променливи при оценка на агенции“ (Trieschmann, James S. & Leverett, J., 1987) и McGee (1982) изследват влиянието на федералните данъчни закони и третирането на нематериалните активи и влиянието им върху разполагаемия паричен поток и оттам върху стойността на фирмата.

Значително внимание се отделя на влиянието на различните регулации, на които са подложени застрахователните брокери поради естеството на позицията си на финансовите пазари. Няколко автори (Boose и Ittenbach (1993), O Keefe и Hodges (1994)) изследват влиянието на поправки в данъчното законодателство като например т.нар. Revenue Reconciliation Act⁴. Cheng, Elyasiani и Lin (2010) изследват влиянието на регулаторните действия по отношение на условните комисиони, като достигат до извода, че регулаторните промени за изследвания период имат негативни ефекти върху сектора.

Davis и Wood в цитираното по-горе изследване, основавайки се на по-ранни изследвания на Kudla (1983), Murphy (1995), Wevodau (Wevodau, 2002), обобщават, че съществуват множество променливи, които се отразяват на стойността на брокерските фирми и не съществува единствена опростена формула, с която коректно да се изчисли тази стойност. Съществуват много различни стойности, които са свързани с конкретна брокерска/агентска фирма, в зависимост от целта на изготвяне на оценката. На тази база двамата автори предлагат подробно разработен модел за дисконтиране на очакваните парични потоци, като правят уговорката, че приложението на всеки такъв модел също не е автоматично, а е добре да се прави под ръководството на консултант с дълбоко познаване на бизнеса. Последното е в унисон с направеното по-горе съждение и обяснява защо именно професионалните среди и техните специализирани издания са „двигател“ на развитието на развитието и практиката, но и на теорията на оценяването.

3. Сравнителен анализ на моделите. Специфични особености на моделите за оценка на фирмите в брокерския бизнес

На основа на горния преглед както на по-съвременни, така и на основополагащи изследвания по темата на оценяването на брокерските фирми в застраховането могат да се обобщят следните конкретни модели, които се прилагат или са се прилагали в исторически план за оценка на застрахователните брокерски фирми:

⁴ <https://www.congress.gov/bill/103rd-congress/senate-bill/876>

3.1. Нетна стойност на активите

В основата си този метод изисква оценка на съществуващите активи, нето дълга и други задължения и получената величина се представя като стойност на собствения капитал (2013). При брокерските фирми обаче този подход е определен като проблематичен в изследванията. Койн (2004) посочва, че подходът на базовите активи е специален метод, който обикновено има малка или никаква приложимост при определяне на справедливата пазарна стойност на бизнеса от сферата на финансовото посредничество. Тази група подходи е подходяща при оценка на дружества със значителен обем материални активи, докато при брокерските фирми най-значимият актив е т.нар. book of business, т.е. съвкупността от клиенти и отношенията на брокера с тях. По същество този актив е нематериален, следователно най-подходящи за неговата оценка са подходите, основани на очакваните доходи⁵.

В подкрепа на горното може да се приведе една елементарна статистика за пет от най-големите застрахователни брокери в САЩ. Една част от тях дори са напълно съизмерими като мащаб на активите (вж. Таблица 1). От таблицата се вижда, че при тях делът на дълготрайните материални активи, на основата на които би могъл да се приложи методът „Нетна стойност на активите“, не надхвърлят 5%.

Таблица 1

Процент на инвестициите в дълготрайни материални активи на брокерските фирми в САЩ

| Общо активи, млн. USD | | | | | |
|-----------------------|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
| 1 | Marsh & McLennan Cos. Inc. | 20429 | 18190 | 18216 | 17793 |
| 2 | Aon P.L.C. | 26088 | 26615 | 26883 | 29772 |
| 3 | Willis Towers Watson P.L.C. | 32458 | 30253 | 18839 | 15421 |
| 4 | Arthur J. Gallagher. | 14910 | 11490 | 10911 | 10010 |
| 5 | Brown & Brown Inc. | 5748 | 5263 | 5004 | 4956 |
| ДМА, млн. USD | | | | | |
| 1 | Marsh & McLennan Cos. Inc. | 712 | 725 | 773 | 809 |
| 2 | Aon P.L.C. | 564 | 550 | 765 | 765 |
| 3 | Willis Towers Watson P.L.C. | 985 | 839 | 563 | 483 |
| 4 | Arthur J. Gallagher. | 412 | 378 | 203 | 195 |
| 5 | Brown & Brown Inc. | 77 | 76 | 82 | 85 |
| ДМА, % от общо активи | | | | | |
| 1 | Marsh & McLennan Cos. Inc. | 3.49% | 3.99% | 4.24% | 4.55% |
| 2 | Aon P.L.C. | 2.16% | 2.07% | 2.85% | 2.57% |
| 3 | Willis Towers Watson P.L.C. | 3.03% | 2.77% | 2.99% | 3.13% |
| 4 | Arthur J. Gallagher. | 2.76% | 3.29% | 1.86% | 1.95% |
| 5 | Brown & Brown Inc. | 1.34% | 1.44% | 1.63% | 1.71% |

Забележка: Източник: www.investing.com

⁵ Income approach

На тази основа уверено може да се направи извод, че вниманието трябва да се насочи към модел от другите две групи – на относителното оценяване и на фундаменталното оценяване чрез дисконтиране на парични потоци.

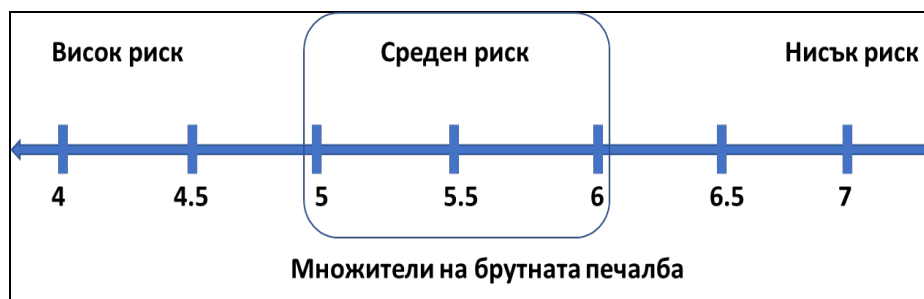
3.2. Оценяване чрез пазарни множители (relative valuation)

Добра представа за основните правила и предимства на този тип оценяване дава статията на Нисим (2013). Подходът изисква умножаване на даден фундаментален показател на дружеството (напр. брутна печалба, приходи, комисиони) с множител. Така, ако допуснем, че стойността на множителя е 2, то стойността на компанията се получава равна например на 2 пъти EBITDA или 2 x Revenue.

$$(3.1) V = \text{Множител} \times \text{Фундаментален показател}$$

Стойността на множителя обикновено може да бъде получена чрез осредняване на исторически стойности за сравними дружества, за фирми от същия отрасъл и т.н. Понякога тази стойност се коригира за специфични за конкретното дружество особености (напр. риск). Като фундаментален показател могат да се използват различните форми на печалбата (EBITDA, EPS), приходи от продажби, паричен поток, както и счетоводна стойност на дружеството.

Стойността на коефициента варира в зависимост от фундаменталния показател, към който се прилага. Шофлър и Оук (2017) посочват, че типичната стойност на множителя на брутната печалба (EBITDA) е между 6 и 7, което кореспондира 1.2 и 1.7 пъти приходите. Койн (2004) прилага обобщаваща статистика за стойностите на множителя на брутната печалба (EBITDA) в зависимост от риска на дружеството:



Източник: Койн (2004)

Фигура 1. Средни множители на брутната печалба спрямо риска на дружеството

Възможно е да се направи един прост експеримент с горните пет компании, като се изчисли отклонението между реалната цена на техните акции и теоретичната стойност, изчислена чрез множител на приходите. Стойността на множителя се определя пропорционално на риска, аналогично на примера от Фигура 1, като за рисков индикатор се използва бета коефициентът на всяка компания. Тъй като обаче на тази фигура са дадени множители на брутната печалба, които по определение са по-високи от тези на приходите, то ще приложим стойности в цитирания по-горе диапазон (1.2-1.7). Резултатите показват значителни отклонения в посока подценяване (вж. Таблица 2).

Таблица 2

Отклоненията на теоретичната стойност от пазарната цена

| | | Бета | Множител | Отклонение | | | |
|---|-----------------------------|------|----------|------------|---------|---------|---------|
| | | | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| 1 | Marsh & McLennan Cos. Inc. | 0.89 | 1.6 | N/A | -24.51% | -39.56% | -49.58% |
| 2 | Aon P.L.C. | 0.94 | 1.4 | -70.77% | -71.71% | -70.96% | -75.08% |
| 3 | Willis Towers Watson P.L.C. | 0.85 | 1.6 | -78.11% | -80.58% | -90.08% | -92.01% |
| 4 | Arthur J. Gallagher. | 1.07 | 1.3 | -66.32% | -64.82% | -73.28% | -81.18% |
| 6 | Brown & Brown Inc. | 0.73 | 1.7 | -61.50% | -62.95% | -75.08% | -79.39% |

Този експеримент, макар и неизчерпателен, показва със значителните получени отклонения, че методът на множителите, въпреки простотата си, очевидно има своите особености. Изчисляването на множителя и подборът на най-правилния фундаментален показател е от ключово значение⁶. Като цяло в повечето изследвания се посочва, че брутната печалба или паричният поток са най-добрите фундаментални показатели и са за предпочитане пред приходите.

Горните резултати насочват вниманието към другия край на спектъра от изследвания относно използваемостта на метода на множителите. Така например Дейвис и Ууд в цитираното по-горе изследване посочват, че това е един от най-старите методи, изследван още от Лapidус (Lapidus, 1974), който предлага оценяването да започне от 1.5–2 пъти брутните комисиони. В по-новите изследвания обаче съществуват достатъчно доводи, които убедително отхвърлят този метод. Дамодаран (2013) посочва, че показатели като стойност към брутна печалба и стойност към оперативна печалба не могат лесно да бъдат използвани за фирми от сферата на финансовите услуги.

⁶ По-подробно за отклоненията, които дават различните показатели, вж. Лиу, Нисим и Томас (2007).

Към горните проблематични моменти следва да се добави и още едно съществено съображение. Тъй като методът спада към пазарните/сравнителните подходи, то неговото приложение зависи от наличието на развит отрасъл или на фирми с аналогични финансови показатели с тези на анализираната, които да послужат за база да се изчисли коректно сравнителният множител. Ако това не е налице, приложението на метода става силно затруднено. Също така, ако фирмата не е публично котирано дружество, то не може да се приложи и другият основен подход за изчисляване на множителя – историческият.

Горните съображения насочват вниманието към третия основен подход за оценка – методът на дисконтираните парични потоци.

3.3. Дисконтирани парични потоци

Тези методи са застъпени в изследванията на Тришман, Дейвис и Левърет (1975), Дейвис и Ууд (2004), Дамодаран (2013). Тъй като тази група от модели вероятно предлага най-софистицираната, универсална методология за оценка на застрахователни брокерски фирми, особено отгледна точка на вътрешния анализ, то е удачно, тя да бъде разгледана в самостоятелно изследване. Тук само ще бъде отбелязано, че в специализираната литература се препоръчва използването или на дивидентно-дисконтен модел или на модел на свободните парични потоци, но към капитала (FCFE). Това според Дамодаран (2013) се дължи на проблематичното изчисляване на дълга и плащанията по дълга при фирмите от сферата на финансовите услуги, което води до проблем при прилагането на методологията за изчисляване на след-данъчните парични потоци към фирмата и дисконтирането им със среднопретеглената цена на капиталите (WACC).

Заклучение

В заключение може да се изтъкне, че оценяването е важен елемент при текущото управление, сливането и придобиването на застрахователни брокерски фирми, както и при процеса на прехвърляне с цел продължаване на функционирането на бизнеса (perpetuation). В научните изследвания се посочват три групи методи за оценка: (1) методи, основани на активите; (2) сравнителни/пазарни методи; (3) доходно базирани методи. Най-широко използваните конкретни похвати от всяка група са съответно: (1) нетна стойност на активите; (2) множители на brutната печалба; (3) дисконтирани парични потоци. От трите метода първият е с ограничено приложение, а вторият е традиционен и застъпен в по-стари изследвания, но не е толкова съвършен и се прилага трудно при липса на аналогични компании, липса на развит сектор или при непублични дружества. Така като

„лидер“ сред методите се оформя методът на дисконтираните парични потоци, особено когато се прави оценка от вътрешни субекти, при дружества от затворен тип. При тях често няма надеждна външна база за сравнение, но пък е налице цялата необходима вътрешна информация. На свой ред от групата от модели на дисконтираните парични потоци се препоръчва използването на дивидентно-дисконтния модел или модела на свободните парични потоци към капитала (FCFE).

Използвани източници

- Захариев, А. и др. (2017). *Финансов анализ*. Велико Търново: Фабер.
- Проданов, Ст. & Павлов, Ц. (2016). Сравнителен анализ на водещи модели за оценка на финансови активи, основани на потреблението. *Народно стопански архив*(1), 22-49.
- Boose, M. & Ittenbach, V. (1993). Depreciation of Customer-Based Intangibles. *CPCU Journal*, December.
- Cheng, J., Elyasiani, E. & T. Lin. (2010). Market Reaction to Regulatory Action in the Insurance Industry: The Case of Contingent Commission. *The Journal of Risk and Insuran*, 77(2), 347-368.
- Coyne, C. (2004, September).
http://www.empireval.com/sites/default/files/library/Agency_Value_Part_5.pdf. Retrieved from <http://www.empireval.com/library-archive:>
http://www.empireval.com/sites/default/files/library/Agency_Value_Part_5.pdf
- Damodaran, A. (2013). Valuing Financial Services Firms. *Journal of Financial Perspectives*, 1(1).
- Damodaran, A. (2013, March 21). Valuing Financial Services Firms. *Journal of Financial Perspectives*, 1(1).
- Davis, H., Wood, D. (2004). An Insurance Agency Valuation Model. *CPCU eJOURNAL*.
- Hagerty, S. P. (2009, August). Agency Valuation And Finance: What's My Agency Worth. (T. Cunningham, Interviewer) Best's Review .
- Kudla, R. (1983, March). Valuation of a Closely Held Insurance Agency/Brokerage Firm. *CPCU Journal*.
- Lapidus, H. (1974, September). Considerations in Establishing the Price of an Insurance Agency for Acquisition or Merger. *CPCU Journal*.

- Leverett, E. J. Jr., Trieschmann, J. (1979, October). Agency Valuation. *Best's Review (Property/Casualty Insurance)*.
- Liu, J. N. (2007). Is Cash Flow King in Valuations? *Financial Analyst Journal*, 63(2).
- McGee, J. (1982, June). Allocation of Purchase Price of an Insurance Agency. *CPCU Journal*.
- Murphy, K. (1995, April). Thumbs Down on the 'Rule of Thumb' for Agency Valuations. *American Agent & Broker*.
- Nissim, D. (2013). Relative Valuation of Insurance Companies. *Review of Accounting Studies*.
- O Keefe, H. & Hodges, F. (1994, May). The Effect of the 1993 Tax Act on Insurance Agency Valuation. *Rough Notes*.
- Schoeffler, B. & Oak, K. (2017). The Tale of Two Values. *INSURANCE JOURNAL*.
- Trieschmann, J., Davis, R. (1975, June). A Probabilistic Valuation Model for a Property-Liability Insurance. *Journal of Risk and Insurance*.
- Trieschmann, James S. & Leverett, J. (1987, June). Sensitivity Analysis of Selected Variables in Agency. *Journal of Risk and Insurance*.
- Trieschmann, S., Leverett, E. J. Jr. (1985, September). The Underwriting Cycle and Agency Valuation. *CPCU Journal*.
- Wevodau, S. (2002, November). Agency Valuation Is an Art, Not Science. *National Underwriter (Property &*