

В диссертационный Совет  
Финансового университета  
Д 505.001.119 по защите  
диссертаций на соискание ученой  
степени кандидата наук, на соискание  
ученой степени доктора наук

## **ОТЗЫВ**

**на автореферат диссертации**

**Цветковой Людмилы Ивановны по теме «Развитие и применение теории  
капитала на страховом рынке» представленной на соискание  
ученой степени доктора экономических наук  
по специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит**

Процесс глобализации и интеграции России в мировое хозяйство определяет ряд ключевых задач для развития страхового рынка, связанных с необходимыми изменениями регулирования сектора и с имплементацией в него норм и требований, соответствующих международным стандартам. Требования, нашедшие отражение в нескольких поколениях Европейских директив платежеспособности, а также в других национальных и наднациональных актах, направлены на обеспечение бесперебойности функционирования отрасли через призму усиления роли эффективного корпоративного управления и изменение принципов регулирования. Одним из положений названных стандартов является риск-ориентированный подход к определению уровня финансовой устойчивости страховых компаний.

Присоединение к международным стандартам требует тщательного изучения опыта стран, уровень развития страхового рынка которых является наиболее близким к уровню российского рынка. Опыт стран Центрально-Восточной Европы, имплементировавших Второе поколение Директив

платежеспособности Solvency II наряду с западноевропейскими странами, выявил проблемы неэффективности развивающихся рынков и определил необходимость преодоления этого разрыва путем внедрения соответствующих методов управления их капиталом.

Опыт регулирования, предложенный Китаем, несмотря на схожесть с положениями Solvency II, выгодно отличается рядом параметров, которые могут служить беспрецедентным примером для развивающихся рынков, в том числе в части роли регулятора и относительной простоты использования предложенной для китайского рынка модели.

Вопрос об эффективном управлении и оптимизации структуры капитала российских страховых компаний особенно остро стоит в свете постоянно повышающихся регуляторных требований к объему имеющихся у них собственных средств. Несмотря на провозглашаемые регулятором положения об имплементации и закрепленные в международном стандарте платежеспособности Solvency II принципы управления страховыми компаниями на основе рисков, и, что логично, индивидуализации требований к нормативному размеру собственного капитала в зависимости от объема и характера портфеля страховой компании, до настоящего времени требования к объему акционерного капитала страховых компаний растут без различия стратегий компаний и качества управления ими. Учитывая современное состояние российского страхового рынка, ориентироваться на требования международного стандарта Solvency II к минимальному капиталу в 2,5 млн евро неразумно без дополнительной оценки ситуации, при которой такой капитал может быть востребован.

Принцип пропорциональности требований по капитализации размеру компании и ее страховому портфелю, реализованный в законодательстве Китая, в российское законодательство не внедрен. В этой связи на повестку дня выносится вопрос о необходимости анализа иных кроме инвестиций от акционеров источников роста капитала страховщика и об оценке возможностей по его приращению. Эти обстоятельства делают

весьма актуальной заявленную тему диссертации.

В диссертационном исследовании Л.И. Цветковой «Развитие и применение теории капитала на страховом рынке» формулируется ряд предложений по управлению ресурсами и капиталом страховой компании, реализация которых может повысить привлекательность страховой отрасли как для потребителей, так и для инвесторов.

Заявив объект и предмет исследования, автор проводит анализ и формулирует выводы, соответствующие их определению. Автореферат содержит изложение основных гипотез, справедливость которых была проанализирована в работе, а также формулировки научных результатов, достигнутых в процессе этого анализа.

Проверка полученных результатов проведена с использованием отчетности страховых компаний, размещенной на их официальных сайтах, а также данных с сайтов Центрального Банка России и Федеральной службы государственной статистики за 2010-2019 гг.

В качестве теоретической базы исследования в работе используется так называемая «ресурсная концепция конкурентоспособности фирмы» и концепция «стейкхолдерского подхода» к организации стратегического управления формированием ресурсной базы организации.

Проведенный автором анализ позволил прийти к выводу, что повышение популярности страхования и увеличение его роли в развитии экономики зависят от вовлечения страховыми компаниями в оборот не только капитала в финансовой форме, но нефинансового капитала, представляющего собой капитализацию нефинансовых ресурсов компании.

Страховая компания рассматривается в работе не только как субъект предпринимательской деятельности, реализующий страховые операции, но и как объект предпринимательства для своих стейкхолдеров – поставщиков необходимых в ее деятельности ресурсов. Как аргументированно демонстрирует автор, объединение всех вовлекаемых в страховую деятельность финансовых и нефинансовых ресурсов обеспечивает рост

рыночной стоимости компании при условии соединения их с особым предпринимательским ресурсом заинтересованных сторон, что и создает базу для обеспечения финансовой устойчивости страховой компании, рост ее «продуктивного капитала».

Автор доказывает, что только нефинансовый капитал в его самых различных формах, соединяясь с капиталом финансовым, порождает добавленную стоимость, приобретающую финансовую форму. То есть способность к эффективному росту страховой компании как финансового посредника является результатом отдачи на произведенные затраты по приобретению нефинансовых ресурсов.

Нефинансовые ресурсы обеспечивают принятие эффективных предпринимательских решений, накопление положительных коммуникаций со всеми участниками рынка, обеспечивающими рыночный успех компании, формируют адаптивность управления компанией и рост ее конкурентных преимуществ. Эффективность нефинансовых ресурсов повышает рентабельность компании и рост ее рыночной стоимости, что позволяет говорить о капитализации этих ресурсов.

В работе предлагается практическая методика повышения эффективности управления нефинансовыми ресурсами путем моделирования уровня «отдачи на нефинансовый капитал». Адекватность предложенной модели проверена на показателях конкретных страховых компаний и модель выглядит вполне убедительно.

Рассматривая в качестве источников капитала компании все виды ресурсов, автор доказывает сложную структуру и особое происхождение финансового капитала.

Несомненно, новым является взгляд автора на наличие в составе финансового капитала компании «основного» и «оборотного». Это позволило разработать методы оценки необходимого объема каждой из этих частей, и сформулировать условия их сохранения и преумножения. Эти идеи являются кардинально новыми и обоснованными, они служат базой для

сформулированных требований к институциональным условиям управления капиталом страховой компании.

Оригинальность подхода диссертации состоит во взгляде на минимально необходимый для начала страховой деятельности капитал как приобретаемый акционерами опцион CALL на получение отдачи на инвестированный капитал.

Поскольку в настоящее время в России норматив на минимально необходимый капитал не является пропорциональным предполагаемому объему страхового портфеля, то внедрение данного подхода в надзорную практику сможет послужить фактором роста местных страховых компаний и страхового рынка в целом.

Поставленная в исследовании задача проанализировать эффективность использования нефинансовых форм капитала для повышения стоимости российских страховых компаний и сформулировать подходы к повышению этой эффективности может считаться решенной. Выводы автора представляются логичными, а высказанные идеи – оригинальными.

Несмотря на очевидные достоинства, к работе имеется несколько замечаний, требующих уточнений.

1. Введенный термин «коммуникационный капитал» подразумевает некий набор технологий общения с поставщиками ресурсов или их результат? И в последнем случае не является ли «коммуникационный капитал» синонимом понятия «отношенческий капитал» в соответствии с терминологией Эдвинссона?

2. Указывая на стратегию риск-менеджмента как элемент «нефинансового» капитала, автор не отразил в автореферате идеи последних документов Центрального Банка относительно внедрения в управление страховой компанией концепции риск-ориентированного подхода.

Тем не менее, работа в целом может быть оценена позитивно и служить основой для совершенствования финансового и правового регулирования страховой деятельности. Диссертационное исследование

