

## ОТЗЫВ

на диссертацию на соискание ученой степени доктора наук  
**Цветковой Людмилы Ивановны**  
по теме «Развитие и применение теории капитала на страховом рынке»  
доктора экономических наук, профессора  
**Кирилловой Надежды Викторовны,**  
включенной в списочный состав диссертационного совета  
Финансового университета Д 505.001.119 по защите диссертаций  
на соискание ученой степени кандидата наук,  
на соискание ученой степени доктора наук

Содержание диссертации Цветковой Людмилы Ивановны на тему:  
«Развитие и применение теории капитала на страховом рынке»,  
представленной к публичному рассмотрению и защите на соискание ученой  
степени доктора экономических наук по научной специальности  
08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит соответствует паспорту  
научной специальности 08.00.10 по пунктам 7.1. «Современные тенденции  
организации и функционирования системы страхования и рынка страховых  
услуг»; 7.2. «Теоретические и методологические основы прогнозирования и  
мониторинга развития страхования и рынка страховых услуг»; 7.5. «Развитие  
систем страхования и страхового рынка в современных условиях»;  
7.6. «Теоретические и методологические проблемы повышения и обеспечения  
конкурентоспособности страховых услуг и организаций»; 7.7. «Обеспечение  
финансовой устойчивости страховых организаций».

Диссертацию Цветковой Людмилы Ивановны считаю возможным  
допустить к защите.

Представленное исследование Цветковой Людмилы Ивановны  
посвящено разработке методов эффективного управления капиталом  
страховой компании и востребованными для ее функционирования ресурсами  
и содержит элементы построения системы управления процессом  
формирования и эффективного использования капитала, необходимого для  
обеспечения развития страхового рынка и роста его значимости в российской  
экономике. В отличие от многих других отраслей экономики и финансового

рынка теория страхового капитала и методов его оценки практически остаются вне рамок российской страховой науки.

Несмотря на существенное изменение требований к достаточности капитала страховщиков в новой концепции регулирования финансовой устойчивости на основе оценки капитала под риском, инвестиционная активность новых акционеров на страховом рынке крайне низкая. Ценность исследования Цветковой Людмилы Ивановны состоит в постановке и предложениях решения вопроса о необходимости в процессе страховой деятельности обеспечения интересов не только страхователей, но и акционеров, а также иных лиц, связанных со страховой деятельностью. В этом случае страховая компания будет обладать привлекательностью для всех экономических агентов, в чьих ресурсах она нуждается. Следствием такой привлекательности будут надежные коммуникации со всеми стейкхолдерами компании как поставщиками ресурсов, следствием чего будет постоянная обеспеченность ими страховщика.

Исследование ориентировано на решение теоретических и практических вопросов управления капиталом страховой компании и содержит значительное число разработанных методик, которые могут быть использованы для формулировки целей и оценки результатов решения этих вопросов. Результаты исследования содержат рекомендации по системе мер, обеспечивающих финансовую устойчивость страховых компаний, обеспечивающих рост их капитализации и рыночной стоимости.

В работе поставлены и решены следующие задачи:

- 1) обосновать особое назначение капитала страховой компании, проанализировав при этом источники его формирования и особенности оценки;
- 2) разработать методику оценки оптимального уровня капитализации страхового рынка, при котором максимизируется рост стоимости страховых компаний;
- 3) определить внутренние источники капитализации страховщика и

разработать методику оценки их эффективности;

4) определить источники роста рыночной капитализации страховой компании и оценить уровень инновационности российского страхового рынка как источника такой капитализации;

5) сформулировать принципы создания надежных коммуникаций между страховщиком и его стейкхолдерами, как условий роста финансовой капитализации страховой компании;

6) доказать ведущую роль эквивалентности ресурсного обмена с поставщиками необходимых ресурсов в обеспечении надежного доступа к этим ресурсам, что повысит кредитный рейтинг страховщика;

7) разработать подходы к развитию поведенческого надзора за финансовой устойчивостью страховых компаний;

8) обосновать необходимость и методику поведенческого надзора за отношениями страховых компаний со всеми стейкхолдерами, как базой создания финансовой устойчивости и платежеспособности страховщика;

9) разработать модель органического роста страховой компании, которая позволяет выявить внутренние ресурсы для роста ее капитализации.

Научная новизна исследования, проведенного Цветковой Людмилой Ивановной, подкреплена теоретическими и практическими результатами, полученными лично соискателем.

Теоретические результаты исследования базируются на основной концепции, сформулированной в работе, о посреднической функции страховщика, создание которым экономической добавленной стоимости происходит за счет соединения финансового капитала своих принципалов с нефинансовыми ресурсами, находящимися в его распоряжении. К числу этих результатов относятся следующие:

1) проанализирован процесс генезиса капитала страховой компании как результата его накопления в процессе страховой деятельности путем объединения обмениваемых финансовых потоков и нефинансовых ресурсов страховщика;

2) расширена теория интеллектуального капитала Л. Эдвинссона в части обоснования свойства нефинансовых ресурсов страховщика обеспечивать приращение финансового капитала и рыночной капитализации страховой компании;

3) распространена на страховую деятельность теория Д. Дурана о существовании эффективного соотношения собственного и заемного капитала, обеспечивающего рост стоимости компании, при этом в качестве заемного капитала рассматривается объем собранной страховой премии;

4) обосновано понятие и раскрыта сущность коммуникационной и инновационной форм капитала страховой компании и их функции в обеспечении финансовой и рыночной капитализации компании;

5) доказана ведущая функция эквивалентности обмена с поставщиками при приобретении страховщиком необходимых ресурсов для обеспечения финансовой устойчивости и кредитного рейтинга страховщика;

6) разработан стандарт соотношения темпов роста затрат на приобретаемые ресурсы у различных классов стейкхолдеров как обеспечивающий оптимальную удовлетворенность их интересов, что позволяет расширить положение поведенческого надзора страховых компаний за ее отношениями со всеми стейкхолдерами;

7) разработана модель стабильного органического роста региональной страховой компании за счет увеличения вовлекаемого в страховую деятельность ее нефинансового капитала.

Практическими результатами исследования являются:

1) предложения по созданию институциональных условий для поддержания необходимого уровня собственного капитала страховщика путем изменения порядка налогообложения его доходов, что снизит требования к внешнему инвестированию;

2) методика оценки оптимальной капитализации страхового рынка с точки зрения привлекательности для инвесторов и ее применение на данных российского страхового рынка;

3) методика оценки уровня присутствия на страховом рынке инновационного капитала и ее применение к анализу данных российского страхового рынка;

5) методика оценки эффективности коммуникационного капитала страховщика, как потенциала роста его присутствия на рынке за счет применения эффективных инструментов установления коммуникаций с потребителями страховых услуг;

6) методика расчета оптимальности цены приобретения используемых страховщиком ресурсов и риска утраты доступа к ним при неэквивалентности оптимальному уровню назначенной страховщиком цены;

7) подход к динамической оценке необходимого минимального и дополнительного собственного капитала для целей пропорционального регулирования финансовой устойчивости страховых компаний;

8) оценка уровня корреляции степени соблюдения стандарта соразмерности оплаты ресурсов каждой группой стейкхолдеров их значимости с риском недостаточности страховых резервов страховщика на примере российских страховых компаний;

9) оценка адекватности модели управления затратами страховщика решению задачи роста капитализации страховщика за счет внутренних источников, что делает ее применимой для целей надзора.

Диссертация Цветковой Людмилы Ивановны на тему «Развитие и применение теории капитала на страховом рынке» обладает внутренним единством, а обоснованность теоретических положений, изложенных в диссертации, подтверждена сопоставимостью выводов исследования с выводами авторов, сделанными ранее по рассматриваемой тематике, и согласуется с ними.

1. Взгляды на происхождение и роль финансового капитала страховщика, соответствуют и развивают взгляды, излагаемые в работах К.Г. Воблого, Ф.В. Коньшина, Л.И. Рейтмана, Е.В. Коломина,

Л.А. Орланюк-Малицкой, В.А. Сухова, А.К. Шихова, Ю.Н. Тренина, Р.Т. Юлдашева, А.А. Цыганова, Г.В. Черновой и других авторов.

2. Достаточность капитала понимается в соответствии с Европейскими директивами платежеспособности, а оценка эффективности структуры капитала компании продолжает идеи Д. Дюрана, Ф. Модильяни, М. Миллера, М. Дж. Гордона, А. Грегори.

3. Сущность управления страховым капиталом как заемным или переданным в управление понимается в соответствии со взглядами Л.И. Рейтмана, Ж. Ханкока, П. Хубера и П. Коха.

4. Декларируемая в работе в качестве основной задачи управления – обеспечение роста стоимости компании разделяется учеными Г. Арнольд, Э. Блэк, Р. Брейли, Д. Волков, А. Дамодаран, И. Ивашковская, Т. Колер, Т. Коупленд, А. Раппопорт, В. Криворотов, Е. Рогов, М. Скотт, Б. Стюарт, Т. Теплова, Е. Яковлева и другими.

5. Понятие капитала с включением в него нефинансовой составляющей расширительно трактуется в работах Л. Эдвинссона, М.С. Малона, Т. Шульца, Г.С. Бекера, Д. Норфордса, Э. Брукинга, Ю.А. Корчагина, Р.И. Капелюшникова, Я.А. Маргуляна, Т.Я. Лебедевой, С.В. Паникаровой, М.В. Власова, Е.Г. Наумика.

6. Условия обмена с поставщиками ресурсов как группами стейкхолдеров исследуются в рамках теории стратегического управления в работах Ц.Л. Бендхейма, С.А. Веддока, С.В. Грэйвса, Дж. Фрумана, Р.Е. Фримана, А.Ц. Вика, Е.М. Аврамовой, З.Б. Саидовой.

7. Используемая автором ресурсная концепция обеспечения конкурентоспособности фирмы была разработана Б. Вернерфельтом, Г. Хамелом, К.К. Прахаладом, Р.М. Грантом, Р. Нельсоном, С. Уитменом, В.С. Катъкало.

8. Модели эквивалентности ресурсного обмена разрабатывались многими исследователями и, в частности, для сферы образовательных услуг А.А. Гресько, К.С. Солодухиным, А.Я. Ченом.

Достоверность подходов и методов, разработанных в исследовании, проверена на открытых данных, собранных с использованием современных, адекватных изучаемым явлениям методик сбора и обработки исходной информации.

В частности, использованы следующие данные.

1. Расчет оптимальной капитализации страхового рынка произведен на основании данных Центрального банка России, отраженных в Обзоре ключевых показателей деятельности страховщиков № 4. 2019. URL: <https://cbr.ru/Press/event/?id=6430>.

2. Коэффициент инновационности страхового рынка рассчитан на основе Обзора деятельности страховщиков по результатам данных федерального статистического наблюдения по форме № 1-СК «Сведения о деятельности страховщика». URL: // [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/strah-org.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/strah-org.htm).

3. Вероятность роста страховых премий при современном уровне инновационности рассчитана на основе Обзора деятельности страховщиков по результатам данных федерального статистического наблюдения по форме № 1-СК «Сведения о деятельности страховщика». URL: // [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/strah-org.htm](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/strah-org.htm).

4. Оценка достаточности капитала средних страховых компаний и доказательство избыточности требований к их капитализации проведена на основе отчетности страховых компаний за 2010 г. Архива ФСФР. – URL : // <http://lks.fcsm.ru/publication>.

5. Положение о необходимости соответствия темпов роста расходов на оплату ресурсов каждой группе стейкхолдеров разработанному стандарту их значимости обосновано на данных Страховой компании «Баск» «Страховой бизнес-группы», страховой компании «Гранта» и страховой компании «Сибирский дом страхования». Использовались данные бухгалтерских балансов анализируемых компаний за 2012–2017 гг., размещенные на

официальном сайте Центрального банка Российской Федерации  
URL: // [http://old.cbr.ru/finmarket/account/account\\_repor\\_insure/](http://old.cbr.ru/finmarket/account/account_repor_insure/).

7. Справедливость разработанной модели управления затратами доказана расчетами с использованием данных о деятельности страховых компаний «Баск» и «Страховая бизнес-группа» за период 2012–2018 гг., размещенных на официальном сайте Центрального банка Российской Федерации URL:[http://old.cbr.ru/finmarket/account/account\\_repor\\_insure/](http://old.cbr.ru/finmarket/account/account_repor_insure/). Результаты исследования представлены на с. 343–348 диссертации.

Результаты диссертации Цветковой Л.И. нашли и могут найти в дальнейшем практическое применение в деятельности страховых компаний, научных и образовательных учреждениях, а также при осуществлении страхового надзора, повысив его эффективность и усовершенствовав управление страховыми организациями.

Разработанная модель внутреннего органического роста страховой компании внедрена в процесс планирования и стратегического управления страховой компанией «Страховая бизнес-группа», г. Воронеж.

Разработанный подход к оценке рисков нарушения баланса затрат при приобретении необходимых ресурсов от поставщика используется при составлении перспективных финансовых планов страховой компанией «Ангара», г. Братск.

Разработанная модель формирования приверженности страхователей страхованию и страховщику в целях стабилизации страхового портфеля применяется при подготовке страховых агентов страховой компанией ООО СК «Согласие», Москва.

Представленная в работе методика оценки риска стабильности развития страховой компании в зависимости от соблюдения эквивалентности ее ресурсного обмена со стейкхолдерами используется отделением «Макроэкономические и финансовые исследования» РАЕН при обосновании выбора надежной страховой компании для участия в тендерах по созданию систем управления рисками региональных предприятий.



Результаты исследования используются при чтении лекций и проведении практических занятий на факультете «Международные экономические отношения» Московского государственного института международных отношений МИД России по курсам «Управление рисками и страхование», «Место страхового капитала в экономике», «Практика страхового предпринимательства»; «Оценка финансовой устойчивости и платежеспособности страховой компании».

Вместе с тем работа Цветковой Л.И. вызывает некоторые вопросы.

1. Справедливо ли, что в связи с реализацией предложенной методики поддержания финансовой устойчивости страховой компании путем формирования с этой целью специального резерва акционеры будут получать прибыль ниже реального дохода на вложения, а страхователь должен участвовать в формировании собственных средств компании?

2. Неясно, какую форму могут или должны иметь ренты на предпринимательский ресурс, вкладываемый в страховой бизнес его участниками; как оцениваются эти ренты с точки зрения их эквивалентности вложениям предпринимательского ресурса?

3. Уверен ли автор, что страховой резерв, соответственно, и страховой капитал составляют страховые премии?

Тем не менее можно сделать вывод, что представленные научные результаты являются результатами глубокого научного исследования.


Вклад Цветковой Людмилы Ивановны в науку выразился в том, что все этапы процесса исследования, обработка и интерпретация используемых для анализа данных выполнены лично автором. Также лично осуществлена апробация всех методик и подготовлены основные публикации по представленной диссертации, содержащие все выносимые на защиту результаты проведенного научного исследования.

Все материалы или отдельные результаты, заимствованные Цветковой Л.И. из чужих работ, оформлены в тексте диссертации надлежащим образом с указанием источника заимствования.

Основные научные результаты диссертации опубликованы в рецензируемых научных изданиях в общем количестве 41 научная публикация, в том числе в 2 авторских монографиях и в 5 статьях в международной цитатно - аналитической базе «Scopus», в 22 статьях в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России, из которых 3 статьи входят в цитатно - аналитическую базу RSCI. Все публикации соответствуют теме диссертации.

Соискатель ученой степени доктора экономических наук Цветкова Людмила Ивановна в ходе работы над диссертацией и подготовки к публичной защите показала себя как ученый, в совершенстве владеющий обширным аппаратом исследования и применяющий современные методы научного познания.

Исходя из изложенного, полагаю, что представленная к защите диссертация Цветковой Людмилы Ивановны «Развитие и применение теории капитала на страховом рынке» соответствует заявленной научной специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит» и может быть допущена к защите.

  
\_\_\_\_\_  
Кириллова Надежда Викторовна,  
д.э.н., профессор

09 сентября 2021 г.



« 10 » сентября 2021 г.