Пикалов Алексей Николаевич. Стратегия оптимизации структуры капитала и ее влияние на рыночную стоимость страховой организации : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Пикалов Алексей Николаевич; [Место защиты: Всерос. гос. налоговая акад. М-ва финансов РФ].- Москва, 2009.- 246 с.: ил. РГБ ОД, 61 09-8/2368

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава І.Теоретические основы управления финансовыми ресурсами и капиталом страховой организации

1.1. Сущность и функции финансовых ресурсов и капитала организаций 12

1.2. Виды и классификация финансовых ресурсов и капитала организаций 39

1.3. Принципы и методы формирования оптимальной структуры капитала страховой

организации 55

Глава 2. Исследование системы управления финансовыми ресурсами и капиталом страховых организаций

2.1. Анализ текущего состояния и финансовых ресурсов страхового рынка 75

2.2. Взаимосвязь управления финансовыми ресурсами и капиталом страховых организаций 89

2.3. Методическое обеспечение современных концепций оценки капитала организаций 106

2.4. Оценка денежных потоков и их влияние на систему управления финансовыми

ресурсами страховых организаций 126

Глава 3.Стратегия оптимизации структуры капитала и ее влияние на рыночную стоимость страховой организации

3.1. Сравнительный анализ подходов к оптимизации структуры капитала организаций 137

3.2. Критерии оптимизации структуры капитала и возможность их использования в

практике российских страховых организаций 150

3.3. Установление границ и пороговых значений собственного и привлеченного

капитала страховой организации 159

3.4. Управление рыночной стоимостью страховой компании на основе оптимизации

структуры капитала 174

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 194

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 198

ПРИЛОЖЕНИЯ 214

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Современный российский страховой рынок функционирует в сложных условиях. На протяжении ряда последних лет и без того крайне незначительная доля реального страхования в ВВП неуклонно снижалась (в период с 2004 по 2007год с 2,7% до 2,3%), что являлось индикатором невостребованности обществом **и**нежизнеспособности сложившейся в стране модели страховых отношений.

В существующих условиях трудности развития отечественного страхового рынка многократно усилены экономическим кризисом. При этом активизируются процессы слияния и поглощения, что приводит к концентрации капитала страховых компаний с целью создания более конкурентоспособных организаций с одновременным усложнением структуры капитала; В связи с данными процессами возникают проблемы относительно оценки реальной стоимости приобретаемых активов и, необходимости изменения подходов к формированию финансовых ресурсов и оптимизации капитала.

Для страхового рынка решение указанных проблем является чрезвычайно актуальным. Поскольку, несмотря на постоянное обсуждение и активное изучение вопросов формирования и движения капитала, в исследованиях современных специалистов не уделяется достаточного внимания капиталу - как субстанции, формирующей страховой бизнес в процессе приложения к капиталу труда и предпринимательской инициативы.

Оптимизация структуры капитала особенно важна для страховой компании, так как она должна отвечать, с одной стороны, требованиям нормативных актов, а с другой — отвечать критериям финансовой устойчивости, платежеспособности, увеличению рыночной стоимости организации.

Оптимальная структура капитала подразумевает сочетание собственного и привлеченного, заемного капитала, которое обеспечивает максимум

рыночной оценки всего капитала. Поиск такого соотношения - это проблема, решаемая в данном диссертационном исследовании.

В современной финансовой теории капитал рассматривается, с одной стороны, как источник финансирования компании, а с другой - как совокупность финансовых активов. При этом исследование вопроса о влиянии структуры источников на увеличение рыночной стоимости страховой организации, реализуемое в рамках теории структуры капитала, рассматривается изолированно.

Очевидна потребность в формировании нового механизма управления финансовыми ресурсами страхового рынка на микроэкономическом уровне, ориентированного на рост и эффективное использование капитала страховых организаций при обеспечении их финансовой устойчивости и допустимого уровня финансовых рисков. Содержательный анализ имеющегося теоретического задела в названной предметной области свидетельствует об отсутствии адекватного концептуального и прикладного обеспечения процессов развития и эффективного использования финансового потенциала страховых коммерческих организаций.

В этих условиях является актуальной разработка стратегии формирования оптимальной структуры капитала страховой организации на основе непротиворечивого инструментария и с учетом факторов, ранее не рассматривавшихся в исследовательском арсенале.

**Степень разработанности проблемы исследования**определяется состоянием фундаментальных теоретических положений, раскрывающих сущность финансовых ресурсов и капитала, содержание механизма их влияния на рыночную стоимость страховых организации. Основой исследования послужили труды отечественных и зарубежных специалистов в области страхования, финансов, финансового менеджмента и теории управления таких, как Ю.Т.Ахвледиани, И.А.Бланк, А.Г.Грязнова, Л.А.Дробозина, В.В.Ковалев, Е.В.Коломин, Ф.В.Коныпин, Л.А.Орланюк-Малицкая, Л.П.Павлова, В.М.Родионова, М.В.Романовский, В.К.Сенчагов, К.Е.Турбина, Т.А.Федорова,

Д.Д.Хэмптон, Г.В.Чернова, В.В.Шахов, Р.Т.Юлдашев, и др. Исследование проводилось в соответствии с правовой базой, регламентирующей деятельность страховых организаций в Российской Федерации.

Анализ научных публикаций и диссертационных исследований на страховую тематику за последние годы показывает, что в большинстве случаев в работах перечисленных отечественных и зарубежных авторов, рассматривались, в основном, финансово-экономические аспекты страхового дела. Вместе с тем, представленные концепции являются в большинстве подходов, ограниченными и не предусматривают выделение фундаментальных специализированных качественных признаков сферы управления современными финансовыми процессами страховых компаний, отличающиеся особой сложностью и динамизмом. Терминологический аппарат не является общепринятым и унифицированным, при этом даже термины «финансовые ресурсы», «капитал» не имеют однозначной трактовки.

Проблема универсализации и унификации подходов и методик оптимизации структуры капитала страховых организаций не нашла достаточно обоснованного решения, поскольку авторы, как правило, ограничиваются перечислением типовых финансовых задач и способов их решения.

Отсутствие единого методического подхода в управлении различными источниками финансирования, обуславливает необходимость разработки и обоснования стратегии с универсальными свойствами и их адаптации к организационно-финансовым особенностям страховой организации, что является принципиально новым в формировании комплексной системы финансового управления субъектами страховой отрасли.

Создание научно обоснованной системы управления различными источниками финансирования требует синтезированного использования достижений теорий финансового менеджмента, теории системного анализа, оценки бизнеса и страхового дела. Обобщение научных положений в области финансового менеджмента на принципах системного подхода позволяет формировать единую стратегию управления различными источниками

финансирования страховых организаций с целью увеличения их рыночной стоимости.

Отдельные элементы такого подхода имеют место в отечественных исследованиях, однако его целостного теоретического оформления не представлено, что с учетом сложности и специфики проблем управления источниками финансирования страховых организаций определило выбор *цели и задач диссертационного исследования.*

**Целью исследования**является разработка стратегии оптимизации структуры капитала страховых организаций и определение ее влияния на повышение их рыночной стоимости.

Для достижения цели поставлены следующие **задачи:**

систематизировать теоретические основы управления финансовыми ресурсами и капиталом страховой организации, влияющие на рыночную стоимость и показать отличия финансов страховых организаций от финансов организаций других сфер экономической деятельности; исследовать экономическую сущность и содержание категории «финансовые ресурсы» и «капитал» страховых организаций, определить источники финансирования организации;

выявить особенности функционирования страхового рынка России в кризисных условиях;

- провести анализ специфики деятельности страховых компаний,  
занимающихся рисковыми видами страхования, с точки зрения теории и  
практики оценки стоимости бизнеса;

- разработать алгоритм стратегии оптимизации структуры капитала  
страховых организаций, учитывающий комплекс критериев и заданные  
параметры роста рыночной стоимости; разработать подходы к адаптации  
моделей оценки стоимости организации как критерия принятия решений по  
формированию оптимальной структуры капитала к условиям  
функционирования российских организаций;

- разработать модель управления рыночной стоимостью страховой компании на основе оптимизации структуры капитала.

**Объект исследования**— финансовые ресурсы и капитал российских страховых организаций, занимающихся видами страхования иными, чем страхование жизни.

**Предметом исследования**являются финансовые отношения, опосредующие процессы формирования и использования финансовых ресурсов, по поводу оптимизации структуры капитала страховых организаций и на этой основе увеличения их рыночной стоимости.

**Теоретико-методологической основой**исследования послужили классические концепции и научные положения экономической теории, корпоративных финансов, финансового менеджмента, инвестиционной оценки, финансово-экономического анализа и страхового дела, содержащиеся в фундаментальных трудах отечественных и зарубежных ученых, изучающих закономерности формирования и использования финансовых ресурсов страховых организаций, их трансформации в капитал, определении подходов к оптимизации структуры капитала организаций. В диссертации применялись общенаучные методы и приемы: научная абстракция, анализ и синтез, группировки, сравнения, качественные и количественные экспертные оценки, использовался аппарат финансовой математики, финансово-экономического анализа.

**Информационную базу исследования**составили законодательные Акты Российской Федерации, официальные документы законодательных и исполнительных органов власти, Постановления Правительства РФ, официальные статистические данные и отчеты Министерства финансов РФ, Федеральной службы государственной статистики, Федеральной службы страхового надзора, зарубежные издания по вопросам страховой, финансовой и инвестиционной деятельности страховых организаций; данные, содержащиеся в периодических изданиях по финансово-экономической тематике в области страхования, собственные разработки и расчеты авторов.

**Научная новизна исследования**заключается в создании алгоритма стратегии разработки направлений поэтапной оптимизации структуры капитала страховой организации с целью увеличения ее рыночной стоимости.

В числе конкретных результатов, характеризующих новизну работы и выносимых на защиту, могут быть названы следующие:

- сформулированы авторские определения финансовых ресурсов как совокупности аккумулируемых ею собственных, привлеченных и заемных денежных средств и их эквивалентов в форме целевых денежных фондов, предназначенных для обеспечения ее страховой деятельности в предстоящем периоде и финансовой устойчивости как определенного состояния финансовых ресурсов организации, при котором обеспечивается непрерывность их кругооборота в условиях допустимого уровня финансового риска для достижения оптимальной структуры капитала; Капитал — это совокупность финансовых ресурсов, преобразованных в процессе делового оборота страховых организаций в материальные, нематериальные и финансовые активы, форма организации финансовых ресурсов, которую отличают две характеристики:

участие в реальном хозяйственном обороте страховой организации;

способность приносить прибыль.

— выявлены особенности функционирования страховой отрасли России в кризисных условиях и специфика деятельности страховых компаний, занимающихся рисковыми видами страхования, с точки зрения теории и практики оценки стоимости бизнеса. Определены и систематизированы специфические факторы, формирующие стоимость российского страхового бизнеса: особые риски страховой компании, клиентская база, нормативные ограничения страховой деятельности, включая достаточный уровень собственного капитала; удовлетворение требований по качеству капитала; соблюдение правил формирования и размещения страховых резервов;

— разработан алгоритм стратегии оптимизации структуры капитала

организации, включающий этапы перехода от стратегии выживания к стратегии

роста, путем выбора параметров оптимизации, а также определения лимитирующих факторов, к числу которых относятся: организационно-правовая форма, специфика страхового бизнеса, стадия жизненного цикла страховой организации и страховых услуг, количество конкурентов, задающих финансово-экономическое ограничение в процессе практической реализации финансовой стратегии страховой организации;

- предложена модель управления рыночной стоимостью страховой компании, поэлементная характеристика которой представляет собой параметры, обеспечивающие увеличение рыночной стоимости с учетом оптимизации структуры капитала.

**Практическая значимость результатов исследования.**Положения и выводы диссертации могут служить основой для конкретных рекомендаций и мер по формированию и использованию финансовых ресурсов и капитала страховых организаций, разработки оптимизационных моделей управления структурой капитала с целью увеличения рыночной стоимости, что даст возможность получать более объективные результаты о стоимости той или иной страховой компании, и, в конечном счете, характеризовать отечественный рынок купли-продажи как более цивилизованный.

Предлагаемая стратегия оптимизации структуры капитала с учетом влияния на рыночную стоимость страховой организации и основные научные выводы, отраженные в диссертационном исследовании, могут быть использованы в финансовой практике экономических субъектов различного типа, включая корпоративные структуры, что обеспечит повышение эффективности принимаемых ими финансовых решений.

**Апробация основных результатов исследования.**Результаты  
исследования используются в учебном процессе Всероссийской

государственной налоговой академии при преподавании дисциплин: «Финансы», «Финансы страховых организаций», «Управление страховыми рисками», «Финансовый анализ деятельности страховых организаций».

Основные положения диссертации докладывались и получали одобрение на 10 международной межвузовской научно-практической конференции «Проблемы модернизации экономики России в 21 веке» (г. Москва, 2008г.); на 19 Международном симпозиума «Новые технологии в образовании и экономике» (о.Хайнань, Китай, 2007г.); на 12 Международном симпозиуме «Новые технологии в образовании и экономике» ( г.Шарджа, ОАЭ, 2006г.).

Различные аспекты исследуемой проблемы нашли отражение в научных статьях автора, опубликованных в периодических научных изданиях и сборниках научных трудов. Всего по теме диссертации опубликовано 7 работ общим объемом 3,2 п.л., в т.ч. лично автором — 2,8 п.л.

**Логика изложения**и **структура работы.**Исследование включает последовательное раскрытие:

- сущности категорий «финансовые ресурсы» и «капитал» страховых  
организаций в их диалектическом единстве;

- комплексной системы управления финансовыми ресурсами и капиталом  
организаций, соответствующей стадиям их кругооборота;

- практических рекомендаций по совершенствованию процесса формирования  
и использования финансовых ресурсов и капитала страховых организаций на  
основе учета тенденций развития страхового рынка;

-стратегии оптимизации структуры капитала, способствующей эффективному формированию и использованию финансовых ресурсов и капитала страховых организаций при сохранении их финансовой устойчивости;

- модели управления рыночной стоимостью страховой компании на основе  
оптимизации структуры капитала.

**Структура**и содержание диссертации определяется общей концепцией исследования, целью, поставленными задачами, логикой исследования и раскрываются во введении, трех главах, содержащих одиннадцать параграфов, заключении, списке использованных источников и литературы, приложении. Наглядность изложения материалов диссертационного исследования обеспечивается таблицами, диаграммами и графиками. Структура диссертации

позволяет последовательно рассмотреть теоретические и практические проблемы темы, избранной для исследования.

## Сущность и функции финансовых ресурсов и капитала организаций

Страхование является важным элементом национальной экономики и мирового хозяйства. Качественные преобразования в социально-экономической системе и формирование рыночных отношений актуализировали проблему всестороннего развития страхования. В последнее время усилилось значение страхования как системы, обеспечивающей страховую защиту имущественных и социальных интересов субъектов хозяйствования.

Страхование представляет собой отношения по защите интересов физических и юридических лиц РФ, субъектов РФ и муниципальных образований при наступлении определенных страховых случаев за счет денежных фондов, формируемых страховщиками из уплаченных страховых премий (страховых взносов), а также за счет иных средств страховщиков . Отсюда следует, что страхование предполагает: необходимость формирования денежных фондов, за счет которых осуществляются страховые выплаты; перераспределение средств страховых фондов между субъектами страховых отношений вероятностный характер страховых выплат

Страховые организации в силу специфики своей деятельности, направленной на принятие на страхование определенных видов рисков, аккумулируют огромные страховые ресурсы, которые могут инвестироваться в экономику страны.

Страховые организации являются юридическими лицами, осуществляющими страховую деятельность в соответствии с действующим законодательством. Они могут создаваться в форме как коммерческих, так и некоммерческих организаций. Данное диссертационное исследование включает анализ деятельности коммерческих страховых организаций, занимающихся рисковыми видами страхования.

Финансам страховых организаций присущи наряду с общими для коммерческих организаций принципами организации финансов специфические признаки, обусловленные проявлением сущности страхования .

1.Страховая организация как субъект рынка работает в условиях так называемого «двойного риска»: наряду с тем, который она приняла на себя от страхователей по договору, она несет собственный бизнес-риск, связанный в основном с инвестиционной деятельностью.

2. Между моментом поступления страховой премии (платы за страховую услугу) и страховой выплатой может проходить значительный промежуток времени, в связи, с чем страховая организация получает возможность инвестировать аккумулированную премию, получая инвестиционный доход.

3. Существуют особенности в источниках средств и структуре финансовых ресурсов страховой организации:

- специфическим источником средств страховой организации является страховая премия, которая поступает по договору и является привлеченными средствами;

- в структуре финансовых ресурсов страховой организации имеют значительный удельный вес страховые резервы.

## Анализ текущего состояния и финансовых ресурсов страхового рынка

Страхование - динамично развивающаяся сфера российского бизнеса. Объемы страховых операций на финансовом рынке ежегодно увеличивались вплоть до конца третьего квартала 2008 года.

В настоящее время возмещение вреда, причиненного в результате стихийных бедствий, катастроф, пожаров, ядерного воздействия, террористических актов и т.д. в большем объеме осуществляется за счет средств бюджетов разных уровней и фондов Правительства Российской Федерации. В 2005 году из резервного фонда Правительства Российской Федерации по предупреждению и ликвидации чрезвычайных ситуаций и последствий стихийных бедствий на возмещение вреда, причиненного в результате стихийных бедствий, выделено 2017,9 млн. рублей, в 2006 году -2417,9 млн. рублей, в 2007 году — 2558 млн. рублей. Среди наиболее значительных чрезвычайных происшествий, произошедших на территории Российской Федерации в период с 2005 года по 2007 год можно выделить следующие: паводок в Чеченской Республике в мае 2005 года - 132,5 млн. рублей; мороз и снегодождевой паводок в Краснодарском крае в январе-марте 2006 года - 277,1 млн. рублей; землетрясение в Корякском административном округе в апреле 2006 года -223,3 млн. рублей и 747 государственных жилищных сертификатов (около 705,4 млн. рублей); землетрясение в Сахалинской области в августе 2007 года - 864,2 млн. рублей и 1850 государственных жилищных сертификатов (около 3323,1 млн. рублей).

В 2007 году произошло 2488 чрезвычайных происшествий, в том числе, техногенных — 2211, природных — 236, биолого-социальных — 40, крупных террористических актов - 1, в которых погибло 5148 человек, пострадало 20369 человек.

Масштабы разрушений свидетельствуют о необходимости использования механизмов страхования и участия страховщиков в системе защиты населения и территорий от чрезвычайных событий, в том числе природного и техногенного характера. Эти проблемы предъявляют определенные требования к объемам финансовых ресурсов страховых организаций страны и финансовым ресурсам страхового рынка.

Основными показателями, характеризующими тенденции и развитие финансовых ресурсов страхового рынка в России являются следующие:

1.Устойчивый рост страховых премий, приходящихся на душу населения. Страховая премия, приходящаяся на одного человека увеличилась с 2085 рублей в 2002 году до 5370 рублей в 2007 году, т.е. более, чем в 2,5 раза. Общий объем страховых премий увеличился с 300,4 млрд. рублей в, 2002 году до 776 млрд. рублей в 2007 году (258,3%). Рост объема страховых премий происходил по всем видам страхования, за исключением страхования жизни. В страховании жизни произошло резкое снижение объема страховых премий со 104 млрд. рублей в 2002 г. до 16 млрд. рублей 2006 г. и их последующий рост в 2007 г. до 22,5 млрд. рублей. На фоне роста объема совокупной страховой премии в абсолютном выражении в период с 2002 года по 2005 год наблюдалось снижение темпов ее роста с 8,6% до 4%. В 2007 году прирост поступлений страховых премий по сравнению с 2006 годом составил 28,9%. Увеличение общего объема страховых премий в период с 2002 года по 2007 год произошло в основном за счет роста премий по страхованию имущества с 90 млрд. рублей до 274,3 млрд. рублей, личному страхованию, кроме страхования жизни, с 32 млрд. рублей до 90 млрд. рублей и страхованию ответственности с 12 млрд. рублей до 20,3 млрд. рублей.

## Сравнительный анализ подходов к оптимизации структуры капитала организаций

Стратегии финансового развития компаний могут иметь различные установочные цели: стратегия повышения ликвидности активов, стратегия оптимизации структуры капитала, стратегия оптимизации прибыли, улучшения учета и контроля издержек и др. Учитывая приоритетность влияния структуры капитала на увеличение рыночной стоимости компании, в данной работе более подробно рассмотрена оптимизация капитала. Для достижения поставленной цели проанализированы теоретические аспекты рассматриваемой проблемы в трудах известных экономистов, как: Ф. Кенэ ", К. Маркс. Особую значимость при рассмотрении представляют положения В. В. Бочарова,53 Л.Н Васильева, Е.А. Деевой54 в вопросах исследования классификации источников финансирования организации; В. В. Ковалева -в сфере управления финансовыми ресурсами. В процессе анализа выявлено, что некоторые концептуально-методологические аспекты управления капиталом организации являются достаточно дискуссионными и требуют более углубленного изучения. Для разработки методики оптимизации структуры капитала с целью повышения рыночной стоимости страховой организации при заданном уровне финансовой устойчивости проведен сравнительный анализ подходов к оптимизации структуры капитала организаций.

Управление структурой капитала заключается в создании смешанной его структуры, представляющей такое оптимальное соотношение собственных и заемных источников, при котором минимизируется средневзвешенная стоимость капитала и максимизируется рыночная стоимость организации.

Одна из главнейших проблем управления финансами — формирование рациональной структуры источников средств организации целях финансирования необходимых объемов затрат и обеспечения желательного уровня доходов. Оптимальная структура капитала подразумевает сочетание собственного и заемного капитала, которое обеспечивает максимум рыночной оценки всего капитала. Поиск такого соотношения — это проблема, решаемая в данном диссертационном исследовании.

Теория структуры капитала базируется на сравнении затрат на привлечение собственного и заемного капитала и анализе влияния различных комбинированных вариантов финансирования на рыночную оценку.

Основной проблемой, возникающей при определении оптимальной структуры капитала, является необходимость учета большого числа факторов, которые могут воздействовать на оптимальность (эффективность) такой структуры.