

**УПРАВЛЕНИЕ РИСКОМ НЕЭФФЕКТИВНОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА
СТРАХОВОЙ КОМПАНИИ****Людмила Ивановна ЦВЕТКОВА**

кандидат экономических наук, доцент кафедры управления рисками и страхования,
Московский государственный институт международных отношений МИД РФ (МГИМО – Университет),
Москва, Российская Федерация
l.tsvetkova@inno.mgimo.ru
<https://orcid.org/0000-0003-1232-956X>
SPIN-код: 9468-5942

История статьи:

Получена 19.06.2019
Получена в доработанном
виде 08.07.2019
Одобрена 24.07.2019
Доступна онлайн
15.10.2019

УДК 368.027.4

JEL: G22, G32

Ключевые слова:

стоимость компании,
акционерный капитал,
капиталоотдача, страховые
премии, принятые
обязательства

Аннотация

Предмет. Влияние структурных соотношений основных объемных финансовых показателей деятельности страховщика в интересах управления риском утраты инвестиционной привлекательности отрасли для основных стейкхолдеров страховых компаний – акционеров и страхователей, а также анализ показателей его оценки.

Цели. Поиск оптимальных значений отношения страховой суммы к страховой премии с учетом рисков, возникающих при их неконтролируемом росте.

Методология. В работе использована авторская методика расчета оптимального объема собственного капитала и объема страховых премий как капитала «заемного», для расчета оптимального коэффициента капиталоотдачи при заданном собственном капитале. Кроме того, применялись методы статистического и графического анализа.

Результат. На основании применения модели А. Грегори для расчета оптимального уровня капиталоотдачи был сделан вывод об избыточной капитализации страховой отрасли и неэффективности требований по увеличению объема акционерного капитала у российских страховых компаний. Использование предложенной методики может служить основой для пропорциональных требований к капитализации средних региональных страховщиков.

Выводы. Показана эффективность использования структурных финансовых соотношений: отдачи на капитал и отношения страховых сумм к страховым премиям по заключенным договорам для контроля рисков финансовой устойчивости и рисков утраты привлекательности страховой отрасли для инвесторов и страхователей.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2019

Для цитирования: Цветкова Л.И. Управление риском неэффективной структуры капитала страховой компании // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – 2019. – Т. 15, № 10. – С. 1857 – 1872.
<https://doi.org/10.24891/ni.15.10.1857>

Страховая предпринимательская деятельность – это деятельность по финансовому посредничеству в процессе управления капиталами участвующих в этой деятельности сторон. Страховщик управляет капиталом, созданным страхователями, назовем его страховым капиталом, и капиталом, предоставленным акционерами – акционерным капиталом [1]. Можно с некоторой долей условности сказать, что обе стороны инвестируют свои ресурсы в деятельность страховщика, рассчитывая на получение результата от этого инвестирования.

Акционеры рассчитывают на рост богатства – как в форме финансовой прибыли, так и в форме роста стоимости компании; страхователи рассчитывают, что стоимость исполненных страховых гарантий будет выше, чем стоимость платы за них¹. При этом группами страхователей, в чью пользу страховщик управляет полученным от них капиталом, является как вся совокупность

¹ Kovacheva T. Construction of Multistage Scenario Tree for Insurance Activity / Advanced Computing in Industrial Mathematics. 12th Annual Meeting of the Bulgarian Section of SIAM, December 20–22, 2017, Sofia, Bulgaria Revised Selected Papers, pp. 87–101. URL: https://doi.org/10.1007/978-3-319-49544-6_8

участников страхования, так и те из них, кто получил право на страховую выплату [2].

Исходя из посреднической роли страховщика, создание им новой стоимости возможно только в процессе перераспределения формируемых финансовых потоков, ибо иных путей создания стоимости страховщик, как финансовый посредник, не имеет. Пока нет достаточного объема привлеченных средств, выполнение страховых гарантий обеспечивается в том числе за счет акционерного капитала, оплата которого за использование, как гарантирующего, предполагается за счет средств страхователей [3].

Может показаться, что только в начале существования кампании или в дальнейшем лишь при ситуациях, когда потенциальные или реальные выплаты превышают экономическую оценку предстоящих страховых обязательств, страховые услуги создаются в том числе и за счет акционерного капитала, что является основанием для регуляторного требования сведений о его объеме. Однако акционерный капитал в объеме, эквивалентном риску несоответствия страховых резервов принятым обязательствам, участвует в формировании страховой услуги и в последующем, на всем протяжении страховой деятельности, за что акционерам и полагается соответствующая экономическая прибыль.

Обобщая сказанное, можно представить ситуацию управления капиталом страховщика следующим образом:

- во-первых, страховая компания предоставляет страховые гарантии за счет капитала самих страхователей, аккумулируя страховые премии, которые можно рассматривать как привлеченный страховщиком для выполнения им принятых страховых гарантий;
- во-вторых, акционерный капитал также участвует в обеспечении страховых гарантий в интересах страхователей, что предполагает его оплату или компенсацию,

если этот капитал был израсходован на выплаты.

Именно потому, что акционерный капитал необходим для предоставления страховой услуги, он и является источником прибыли для акционеров. Акционеры страховой компании предоставляют рисковый капитал, который последняя инвестирует от их имени в финансовые активы. Это означает, что акционеры теряют прямой контроль над своим капиталом и вдобавок подвергают его страховому риску. Более того, из-за специфики регулирования и налогообложения в страховании их инвестиционные возможности дополнительно ограничиваются. Заключение договоров страхования – единственный способ, который может создать дополнительный доход для акционеров сверх того, что им будет компенсирована стоимость потери гибкости в управлении капиталом².

Однако если бы страховые услуги, как в форме страховых гарантий, так и в форме состоявшихся страховых выплат, предоставлялись только за счет акционерного капитала, то их оплата предполагала бы распределение на участников страховой совокупности всего объема произведенных выплат для обеспечения возвратности капитала акционерам. В этот объем включалась бы дополнительно оплата риска невозврата участниками страховой совокупности полученных выплаченных средств, а также ставка дохода за их использование. Эти дополнительные начисления создавали бы налогооблагаемую базу страховщика и подлежали налогообложению. При выплате дивидендов она вновь бы подлежала налогообложению, что требовало бы еще более высокой ставки оплаты.

В реальности же страховщик выдает страховые гарантии и овецивающие их выплаты, не кредитуя страхователей, а наоборот – привлекая для страховой деятельности капитал страхователей, который поэтому и можно рассматривать как заемный,

² Экономика Страхования. Как страховщики создают доход для акционеров. URL: <http://symixins.narod.ru/aes16>

используемый акционерами для обеспечения своих предпринимательских интересов. Эта характерная особенность страхования как экономической категории в соответствии с традиционной теорией стоимости компании Д. Дюрана³ повышает как эффективность страхования, так и стоимость компании.

В соответствии с упомянутой теорией и на основе приведенного примера использование заемных средств до определенного момента выгоднее. После прохождения оптимального значения для суммы привлеченного капитала стоимость компании начинает падать в связи с ростом рисков дефолта [4].

Так называемая «инверсность» страхования позволяет повысить его эффективность и снизить цену относительно цены банковской гарантии, которая в некоторых случаях может выступать конкурирующей услугой страхованию. В силу этой особенности страховой услуги страховщики имеют возможность создавать доход, заимствуя средства страховых премий для создания гарантий у страхователей и предоставляя эту услугу им же. Плата за привлеченные ресурсы не увеличивает налогооблагаемую базу, а тот факт, что ресурсы привлекаются от страхователей, существенно снижает для страховщика риск неоплаты полученных страхователями услуг в сравнении с вариантом, при котором они должны были быть оплачены после осуществления выплат.

Для акционеров баланс страховой компании показывает в первую очередь, что инвестиции в финансовые активы уравнивают суммарно страховые обязательства и капитал, предоставленный акционерами. Они могут рассматривать страховую компанию как инвестиционный фонд с рычагом или своего рода акционерный инвестиционный фонд с той особенностью, что его долг возник путем продажи страховых полисов, а не через заимствования на рынке капитала⁴.

³ Durand D. Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems in Measurement. Conference on Research in Business Finance. National Bureau of Economic Research. New York, 1952.

Со стороны инвестиций страховая компания проигрывает в сравнении с инвестиционным фондом. Она менее гибка и работает во много менее выгодной налоговой и регуляторной обстановке, чем инвестиционный фонд. Например, в отличие от инвестиционного фонда, акционеры страховой компании вынуждены дважды платить налог на инвестиционный доход, полученный при инвестировании их капитала⁵.

Страховой рынок является неэффективным, поскольку имеет место оторванность страховщиков от информации о принимаемых рисках и страхователей – от информации о финансовых и правовых особенностях ведения страховщиком страховой деятельности [5]. Недостаток информации у сторон препятствует немедленному отражению ее содержания на стоимости страхования [6]. Эта неэффективность страхового рынка, а также то, что привлекаемые средства страховых премий, полученные от страхователей, возвращаются впоследствии им же в виде выплат, позволяют обеспечивать положительную разницу между собранными страховыми премиями и произведенными страховыми выплатами за счет субъективных представлений страхователей о полезности страховых услуг [6]. Эта разница и создает доход акционеров⁶, способность к образованию которого отражается в росте рыночной стоимости компании. Если бы страховщик мог продавать страховые услуги лишь по себестоимости, то его рыночная капитализация совпала бы с величиной чистых активов. Однако акционеры ожидают, что инвестиции в страховые

⁴ Акционерный инвестиционный фонд (АИФ) – это открытое акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, предусмотренные Законом РФ «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 (ст. 2). Открытый фонд эмитирует ценные бумаги с обязательством их обратного выкупа. См.: Абрамов А.Е., Акшенцева К.С., Чернова М.И. и др. Экономика инвестиционных фондов: монография / под общ. ред. А.Д. Радыгина. М.: Дело, 2015.

⁵ Налоговый кодекс РФ, Ч. 1: Федеральный закон от 31.07.1998 № 146-ФЗ; Ч. 2 от 05.08.2000 № 117-ФЗ.

⁶ В наших рассуждениях мы пренебрегаем расходами на ведение дела страховщика, как естественными при оплате любой посреднической деятельности.

компании будут приносить им доход, обеспечиваемый экономией на налогообложении, оплатой привлекаемых для гарантий ресурсов акционеров самими страхователями и ростом стоимости компании в связи с генерируемой таким образом прибылью.

Предложенная точка зрения позволяет оценить оптимальное соотношение капитала, который предоставляется страховщику сторонами для обеспечения их интересов в процессе страхового посредничества. В соответствии с традиционной теорией стоимости компании Д. Дюрана существует оптимальная структура капитала, при которой стоимость компании максимизируется. Наличие финансового рычага, то есть доли в активах компании привлеченного (заемного) капитала, приводит к тому, что за его счет стоимость необходимого собственного капитала компании может уменьшаться. Это выражается в росте рыночной цены компании. Причиной является то, что оплачиваемая стоимость заемного капитала вне зависимости от его величины ниже стоимости собственного капитала из-за меньшего риска для акционера, а также из-за различных подходов к формированию налогооблагаемой базы при использовании собственных и заемных средств [7]. Это понижение стоимости капитала происходит до достижения критического уровня финансового левериджа, связанного с ростом риска недостатка акционерного капитала для гарантий выплат кредиторам (страхователям), и недостаточной платой за акционерный капитал из-за роста предпринимательских и рыночных рисков для большого объема заимствований. С этого момента стоимость и собственного, и заемного капитала резко возрастает, что приводит к снижению стоимости компании.

Итак, высокий финансовый рычаг повышает рентабельность собственного капитала, но одновременно снижается финансовая устойчивость компании, поскольку возрастает риск неспособности возратить заемные средства [8]. В случае же со страховой компанией рост объема собираемых премий

даже при хорошо выравненном по страховым суммам и тарифам портфеле повышает риск кумуляции.

Даже если портфель растет за счет диверсификации объектов страхования и принимаемых рисков, то такое разнообразие может привести к возможным резким отклонениям убыточности по каждой отдельной группе (линии бизнеса), что приведет к недостаточности рискованной маржи или к андеррайтерскому риску в связи с одновременным изменением условий прохождения принятых рисков по отдельным линиям бизнеса. Это и определяет существование экономической границы привлечения страховых премий, при которой цена привлекаемого для обеспечения принятых обязательств капитала акционеров поглощает экономический эффект от оборота страховых услуг. Наличие такой экономической границы означает, что по мере роста соотношения заемного и собственного капитала средневзвешенного капитала WACC капитала сначала падает, а затем начинает расти (рис. 1).

Анализ финансового рычага с позиций финансовых измерений приводит к выводу, что необходим контроль соотношений «заемного страхового капитала» и собственного на уровне, обеспечивающем рост цены компании. Именно поэтому задачей менеджеров при управлении капиталом страховой компании является поиск оптимального соотношения капитала акционеров и привлекаемых страховых премий [9, 10].

Для решения этой проблемы предлагается использовать модель М.Дж. Гордона, для упрощения принявшего, что стоимость компании соответствует суммарной стоимости ее активов в прогнозном и пост-прогночном периоде [11].

Создавая свою модель, Гордон исходил из того, что стоимость компании на начало первого года прогнозного периода равна величине капитализированного дохода прогнозного периода (то есть сумме

стоимостей всех ежегодных будущих доходов в прогнозируемом периоде) и дохода, который оценивается как потенциальный в последующем после прогнозного периоде в соответствии с оценкой инвесторами потенциала конкурентоспособности компании:

$$EV = \sum_{i=1}^t \frac{CF_i}{(1 + WACC)^i} + V_{term}, \quad (1)$$

где CF_i – ожидаемый поток доходов за i -й прогнозный год;

$WACC$ – стоимость капитала, которую играет роль ставка дисконтирования [11];

V_{term} – приращение стоимости компании на момент окончания прогнозного периода или ее терминальная стоимость как потенциал роста ее конкурентоспособности.

В соответствии с этими рассуждениями терминальную стоимость компании на первый год пост-прогнозного периода М.Дж. Гордон предложил рассчитывать как:

$$V_{term} = \frac{CF_{t+1}}{R - g}, \quad (2)$$

где V_{term} – остаточная стоимость компании;

CF_{t+1} – ожидаемый поток доходов за первый пост-прогнозный год;

R – ставка дисконтирования;

g – планируемые темпы прироста денежного потока.

Модифицировав этот подход, А. Грегори для расчета терминальной стоимости компании использовал показатель свободного денежного потока – *Free Cash Flow* как разницу между операционным денежным потоком и расходами⁷:

$$V_{term} = \frac{FCF_{t+1}}{WACC - g}, \quad (3)$$

где для страховой компании:

⁷ Грегори А. Стратегическая оценка компаний: практическое руководство. М.: Квинто-Консалтинг, 2003. 224 с.

FCF_{t+1} – ожидаемый операционный поток от страховых операций как разница между страховыми премиями, выплатами и расходами на ведение дела;

$WACC$ – средневзвешенная стоимость используемого капитала;

g – планируемые темпы прироста денежного потока.

Из приведенного выражения видно, что стоимость компании растет от роста денежного потока, уменьшаясь при росте $WACC$. Как было показано ранее, для страховщика эти значения находятся во взаимосвязи, поскольку рост объема страховых премий предполагает рост стоимости привлекаемого для гарантированности принятых обязательств акционерного капитала, что повышает $WACC$. Это и создает проблему поиска оптимальных соотношений данных показателей.

Можно оценить уровень $WACC$ российского рынка и определить требования к соотношению акционерного капитала и объему собираемых страховых премий, необходимому для роста стоимости страховых компаний, то есть для инвестиционной привлекательности страхового бизнеса.

Как средневзвешенная стоимость капитала $WACC$ определяется следующим образом⁸:

$$WACC = \sum_{i=1}^n MV_i \cdot Pr_i, \quad (4)$$

где MV_i – доля ресурса i в портфеле ресурсов компании;

Pr_i – стоимость ресурса i ;

n – число используемых ресурсов.

Легко заметить, что в свете предложенных определений соотношение заемного и собственного капиталов на российском страховом рынке характеризуется коэффициентом капиталоотдачи, то есть отношением собранных премий к

⁸ Там же.

собственному капиталу. Для рынка в целом этот коэффициент на начало 2019 г. был равен 2,3⁹.

Рентабельность акционерного капитала ROE по страховому рынку на начало 2019 г. была равна 0,312¹⁰. Можем принять эту величину в качестве стоимости акционерного капитала, который должен был бы оплачен в не меньшем размере либо путем дивидендных выплат, либо путем увеличения акционерного капитала посредством реинвестирования.

Уровень выплат от собранной премии (КУ) составил 0,491¹¹, что может считаться стоимостью привлечения страховых премий как заемного капитала.

Следовательно, для страхового рынка средневзвешенная стоимость капитала:

$$WACC = 0,436. \quad (5)$$

Определим, какой должна быть оптимальная капиталоотдача при таком $WACC$, чтобы обеспечить инвестиционную привлекательность страховой отрасли за счет значительного свободного денежного потока и привести к росту стоимости компании.

Если долю привлекаемого акционерного капитала принять за MV_1 , то долю собираемой страховой премии в совокупном капитале MV_2 можно выразить:

$$MV_2 = 1 - MV_1. \quad (6)$$

Страховая компания может функционировать, если ее внутренняя норма доходности IRR будет превышать стоимость капитала $WACC$.

Показатель внутренней нормы доходности от страховой деятельности по своему смыслу должен превышать $WACC$ на уровень рентабельности активов ROA ¹², который

составил на начало 2019 г. 0,076. То есть внутренняя норма доходности IRR должна быть по крайней мере на 0,076 выше $WACC$.

Исходя из соотношения $WACC \leq IRR$, можем записать, что

$$0,312 \cdot MV_1 + 0,491 \cdot (1 - MV_1) \leq 0,512, \quad (7)$$

откуда

$$MV_1 \geq 0,12;$$

$$MV_2 \leq 0,875. \quad (8)$$

Рассчитанный таким образом предельный уровень соотношения собираемой премии к акционерному капиталу (капиталоотдача акционерного капитала) $MV_2 : MV_1$, при внутренней норме доходности IRR , обеспечивающей безубыточную работу компании, должен быть 1 : 7,06, тогда как реально это соотношение составляет 1 : 2,3.

Если задать разницу между IRR и $WACC$ на уровне ключевой ставки, определенной Банком России на I, II кв. 2019 г. на уровне 7,75¹³, то значения долей акционерного капитала и привлеченной страховой премии соответственно будут:

$$MV_1 \geq 0,132;$$

$$MV_2 \leq 0,876, \quad (9)$$

это означает, что с уменьшением внутренней нормы доходности капиталоотдача страховых премий на капитал должна сокращаться.

Изменяя запросы по IRR , можно определять необходимую для его обеспечения структуру используемого страховщиком капитала.

В настоящий момент ясно, что если рассматривать капиталоотдачу страховщика в качестве соотношения заемного и собственного капиталов, то в этот показатель в страховании примерно в три раза ниже границы эффективных значений (рис. 2).

⁹ Рассчитано автором на основании информационно-аналитических материалов ЦБ РФ. Обзор ключевых показателей деятельности страховщиков за 2018 г. / Официальный сайт Банка России. URL: <http://cbr.ru/>

¹⁰ Там же.

¹¹ Там же.

¹² Там же.

¹³ Банк России принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 7,75% годовых / Официальный сайт Банка России. URL: <http://cbr.ru/>

Соотношение заемного и акционерного капиталов является самым значимым показателем для акционеров, поскольку при оценке результатов страховой деятельности их в первую очередь интересуют данные о собранных страховых премиях. Как отмечает И.Н. Жук в своей работе «Управление конкурентоспособностью страховых организаций», рыночная цена страховой компании, как правило, определяется по методу «рынка капитала». Для проведения оценки при ее покупке формируется финансовый мультипликатор на основании объема собранных премий оцениваемой компании и компании-аналога, рыночная цена которой известна из сделки по ее приобретению [12]. Отсюда следует, что принятие инвестиционного решения зависит от коэффициента капиталоотдачи приобретаемой страховой компании. Следовательно, для обеспечения конкурентоспособности компании на рынке инвестиций она должна располагать достаточным объемом страховых премий, который будет оптимален для уровня имеющегося собственного капитала.

Теперь исследуем проблему того, какие структурные соотношения должны соблюдаться с точки зрения страхователей для того, чтобы они считали вступление в страховую сделку привлекательной для себя инвестицией [13].

С этой точки зрения для каждого страхователя возможная выплата должна превышать уплачиваемую премию, разница между которыми рассматривается им как доход от совершенных инвестиций. Несмотря на то, что выплаты в совокупности для всех участников страхования будут меньше суммы уплаченных ими премий, объем выданных гарантий существенно превышает плату за них [14]. Надо сказать, что именно эта точка зрения и позволяет страховщику собирать сумму премий, превышающую выплаты, поскольку страхователь руководствуется в том числе предполагаемым размером выплат, который представляется ему значительным доходом. Кроме того, это позволяет нам рассматривать

выданные гарантии в объеме суммы страховых сумм как привлеченный страхователями капитал, на который они условно имеют право.

Отсюда можно сделать вывод, что, *во-первых*, страховые продукты должны ориентироваться на такие страховые суммы, которые представляются для выбранной ниши потребительского спроса как значительные. Если страховые суммы не представляются таковыми, то заинтересованности в обеспечении страховой защиты в их размере не будет, это снизит заинтересованность страхователей; *во-вторых*, как только страховая премия перестает существенно различаться с потенциальной страховой выплатой, возможный доход не представляется существенным, и страхователь перестает считать страховую сделку выгодной. Рост страховых премий до определенного момента не снижает страхового интереса, но как только условная «капиталоотдача на страховую премию», то есть отношение максимально возможной выплаты, приобретаемой за страховую премию, для страхователя снижается, этот интерес затухает и сходит на нет.

В этом случае ничто не мешает рассматривать динамику уровня рыночной стоимости страхования как объекта инвестиций для страхователя аналогично процессу изменения рыночной стоимости компании как объекта инвестиций для инвесторов. Можно сказать, что здесь работает та же кривая, имеющая интервал наивысшей конкурентоспособности страхового продукта, а также интервал ее падения (*рис. 3*).

Если обозначить объем выданных гарантий (сумму страховых сумм) как B , а объем собранных страховых премий – как Π , то до определенного момента рост соотношения B/Π будет способствовать росту однородных по этому критерию страховых договоров. Это обстоятельство будет иметь следствием стабильный рост страхового портфеля за счет роста доли приверженных и удовлетворенных стоимостью страхования страхователей.

Однако с определенного момента рост своеобразной «капиталоотдачи» страховых выплат на премии приведет к утрате финансовой устойчивости, неспособности страховщика выполнить свои обязательства, утрате компанией страхового портфеля и доли рынка как свидетельству утраты конкурентоспособности.

С точки зрения эффективного управления структурой капитала менеджмент в целях повышения стоимости компании должен обеспечивать рост объемов страховых премий, что будет свидетельствовать о конкурентоспособности компании на страховом рынке. Управление ростом структурных показателей страховой деятельности – соотношением страховой премии к акционерному капиталу и соотношением принятых обязательств к страховой премии – обеспечивает рост конкурентоспособности компании как на рынке страховых услуг, так и на рынке инвестиций. Однако проблема состоит в том, что положительное влияние роста этих структурных показателей ограничено оптимальным значением, после которого эффект становится обратным, и уровень конкурентоспособности страховщика на обоих рынках падает в связи с падением финансовой устойчивости страховщика.

Управление показателями эффективности деятельности страховой организации и ее финансовой устойчивости осуществляется менеджментом страховщика. Главной задачей квалифицированного менеджмента страховщика как управляющего деятельностью финансового посредника является поиск инструментов управления капиталом обоим принципалов, имеющих кардинально противоположные интересы [15].

Интерес акционеров состоит в максимальном превышении страховых премий над акционерным капиталом (максимальной отдачей на капитал) при минимизации требований к капиталу под риском, то есть – максимально возможном превышении взимаемой премии средней стоимости

застрахованного риска. Это косвенно означает, что акционеры заинтересованы в минимальных выплатах при максимальных сборах страховых премий – так, чтобы минимизировать участие акционерного капитала в гарантировании этих выплат.

Что касается интересов страхователей, то они обеспечиваются максимальными совокупными гарантиями страховых выплат относительно уплаченных премий. Это косвенно означает, что страхователи заинтересованы в минимальных сборах страховых премий при максимальных выплатах, которые в этом случае будут обеспечиваться за счет акционерного капитала.

Противоположная направленность взглядов на соотношение акционерного капитала и собранной страховой премии вполне логично приводит менеджмент к потребности постоянного приращения обеих форм капиталов путем:

- обоснования необходимости роста акционерного капитала вместо выплат дивидендов;
- повышения сборов страховых премий для предъявления акционерам видимых результатов своей деятельности.

Обеспечивая интересы принципалов, менеджмент не только следует целям, соответствующим их разумной согласованности, но и учитывает свои собственные интересы.

Как уже упоминалось, стоимость компании, имеющей долговые обязательства, при равных показателях риска и ожидаемой доходности¹⁴ всегда больше, чем стоимость компании без таковых. Чаще всего выход компании на рынок долговых инструментов сигнализирует о наличии у таких компаний проектов, положительный приток денежных средств от которых намного перекроет издержки по

¹⁴ Durand D. Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems in Measurement. Conference on Research in Business Finance. National Bureau of Economic Research. New York, 1952.

займам, а значит, и менеджмент этих компаний достаточно профессионален и успешен. Менеджеры заинтересованы в привлечении заемных средств для максимизации собственного вознаграждения, привязанного к росту стоимости компании, перераспределения финансовых потоков в свою пользу или для блокирования завышенных дивидендных притязаний акционеров наличием долговой нагрузки [15].

Подводя итог, можно утверждать, что менеджмент страховщика, заинтересованный в росте объемов управляемых им финансовых потоков, ищет пути как к реинвестированию прибыли вместо выплат дивидендов, так и к росту сборов страховых премий без учета возникающих при этом рисков роста убытков [16].

Так, в последние пять лет в условиях низкого инновационного капитала, необходимого для стимулирования интенсивного развития отрасли, наращивание страхового портфеля часто сопровождалось ростом его убыточности. Решая задачу повышения объема собираемых премий, управляющие страховыми компаниями пренебрегают селекцией, в связи с чем наблюдается резкий скачок коэффициента убыточности. В этом случае перегруженность отрасли акционерным капиталом является единственным инструментом противодействия возникающим рискам, что вполне соответствует интересам менеджмента (рис. 4, 5). Как видно из диаграмм развития портфеля договоров федеральных страховых компаний «Интач

Страхование»¹⁵ и «Либерти страхование», находящихся примерно в одном сегменте по уровню рейтинга, имеется отчетливая тенденция роста коэффициента убыточности при росте портфеля договоров.

Однако анализ деятельности двух региональных компаний, работающих на территории Республики Татарстан, не позволяет сделать аналогичных выводов (рис. 6, 7). Наоборот, в ряде периодов рост страхового портфеля снижает риск недостаточности собранных страховых премий для формирования адекватных принимаемым рискам резервов, что проявляется в снижении коэффициента убыточности. Вне зависимости от финансового результата менеджмент региональной компании стремится к выполнению своих обязательств, что и выражается в обратной корреляции коэффициента убыточности и темпов роста собранных премий.

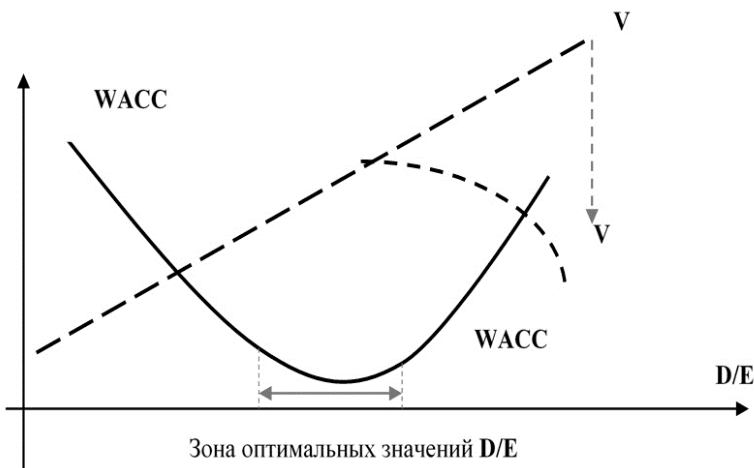
Анализируемые региональные компании имеют разный рейтинг, однако тенденции соответствия роста сбора страховой премии снижению коэффициента убыточности имеют место у обеих компаний.

Это позволяет выдвинуть гипотезу о большем потенциале менеджмента региональных компаний по обеспечению интересов страхователей и акционеров, а также об имеющихся у них лучших возможностях селекции рисков в связи с хорошим знанием региональными страховщиками особенностей рисков своих клиентов.

¹⁵ Банк России приказом от 31 мая 2018 г. отозвал страховые лицензии АО «Интач Страхование» (регистрационный номер по единому государственному реестру субъектов страхового дела 0870) в связи с добровольным отказом компании от предусмотренной лицензиями деятельности.

Рисунок 1
Оптимальная структура капитала

Figure 1
The leveraged capital structure



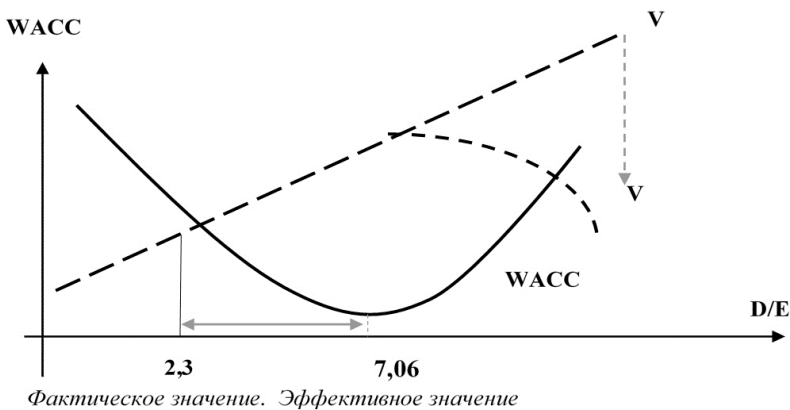
V – стоимость компании
 D – страховые премии
 E – собственный капитал

Источник: Durand D. Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems in Measurement. Conference on Research in Business Finance. National Bureau of Economic Research. New York. 1952. P. 215–247.

Source: Durand D. Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems in Measurement. Conference on Research in Business Finance. New York, National Bureau of Economic Research, 1952, pp. 215–247.

Рисунок 2
Значения реальной и эффективной капиталотдачи страховых компаний на рынке РФ

Figure 2
Real and effective return on capital of insurance companies in the Russian market



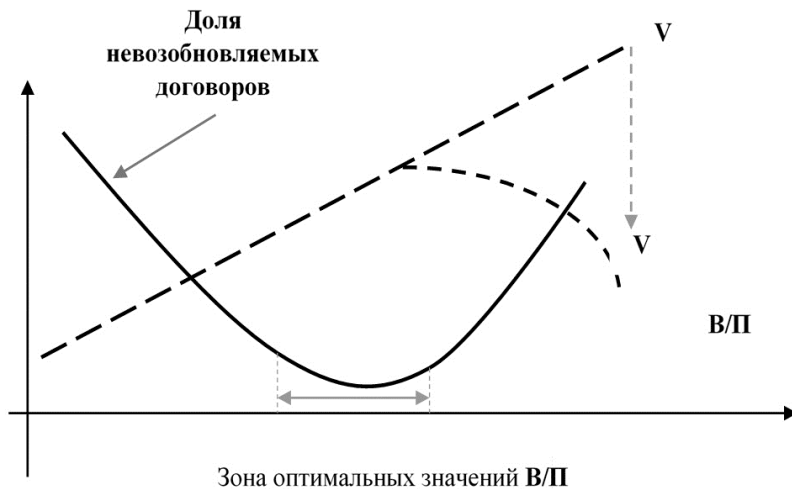
V – стоимость компании
 D – собранные страховые премии (денежный поток, заемный капитал)
 E – собственный капитал

Источник: авторская разработка на основе данных Банка России

Source: Authoring based on the Bank of Russia data

Рисунок 3
Формирование оптимальной структуры капиталотдачи страховой премии на выплаты

Figure 3
Formation of the leveraged structure of return on capital from insurance premiums against insurance payment



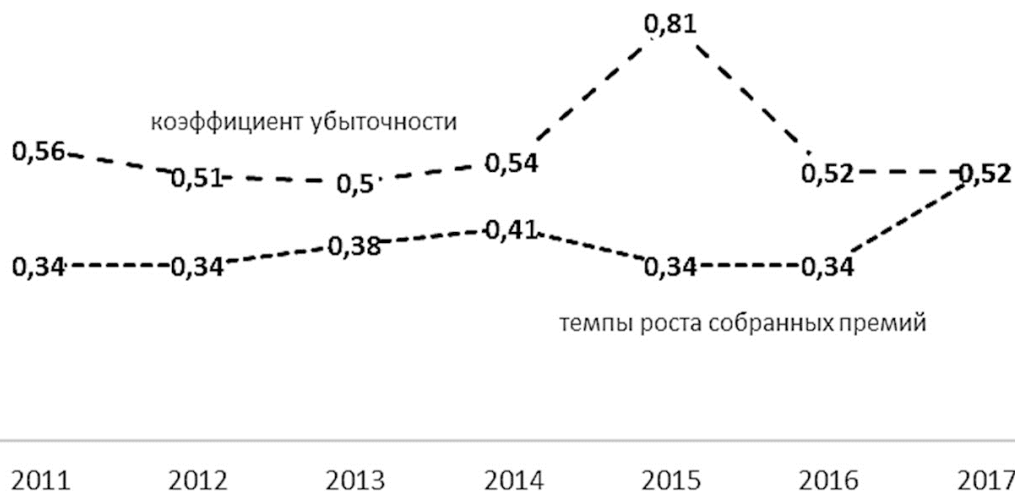
V – доля рынка
 В – сумма страховых сумм
 П – сумма страховых премий

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Рисунок 4
Динамика соответствия пополняемости портфеля договоров и коэффициента убыточности страховой компании «Интач Страхование»

Figure 4
Trends in the correlation of contractual portfolio replenishment and the loss ratio of InTouch Insurance Company



Источник: авторская разработка на основе данных информационного портала «Страхование сегодня».
 URL: <http://insur-info.ru>

Source: Authoring based on data from *Strakhovanie Segodnya* (Insurance Today) website.
 URL: <http://insur-info.ru> (In Russ.)

Рисунок 5

Динамика соответствия пополняемости портфеля договоров и коэффициента убыточности страховой компании «Либерти»

Figure 5

Trends in the correlation of the contractual portfolio replenishment and the loss ratio of Liberty Insurance Company



Источник: авторская разработка на основе данных информационного портала «Страхование сегодня».
URL: <http://insur-info.ru>

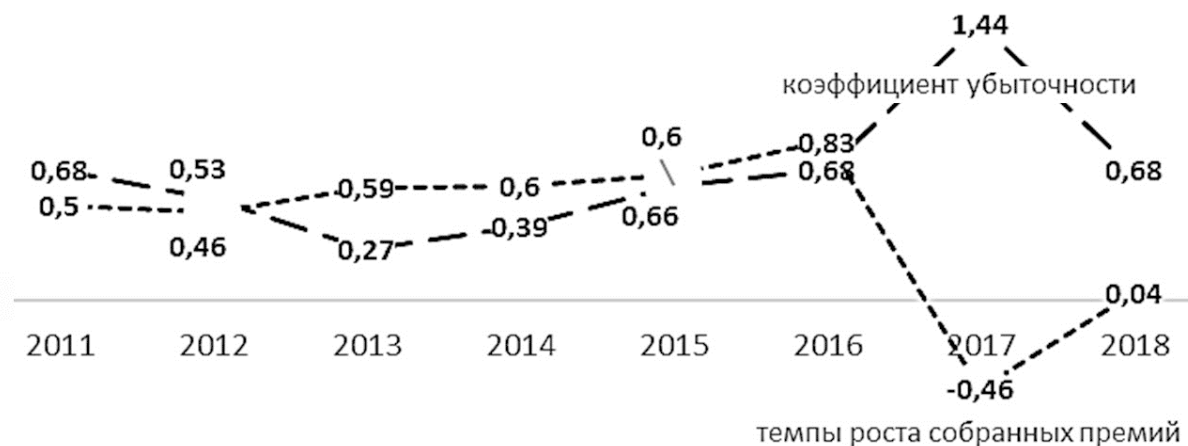
Source: Authoring based on data from *Strakhovanie Segodnya* (Insurance Today) website.
URL: <http://insur-info.ru> (In Russ.)

Рисунок 6

Динамика соответствия пополняемости портфеля договоров и коэффициента убыточности страховой компании «Армеец»

Figure 6

Trends in the correlation of the contractual portfolio replenishment and the loss ratio of Armeets Insurance Company



Источник: авторская разработка на основе данных информационного портала «Страхование сегодня».
URL: <http://insur-info.ru>

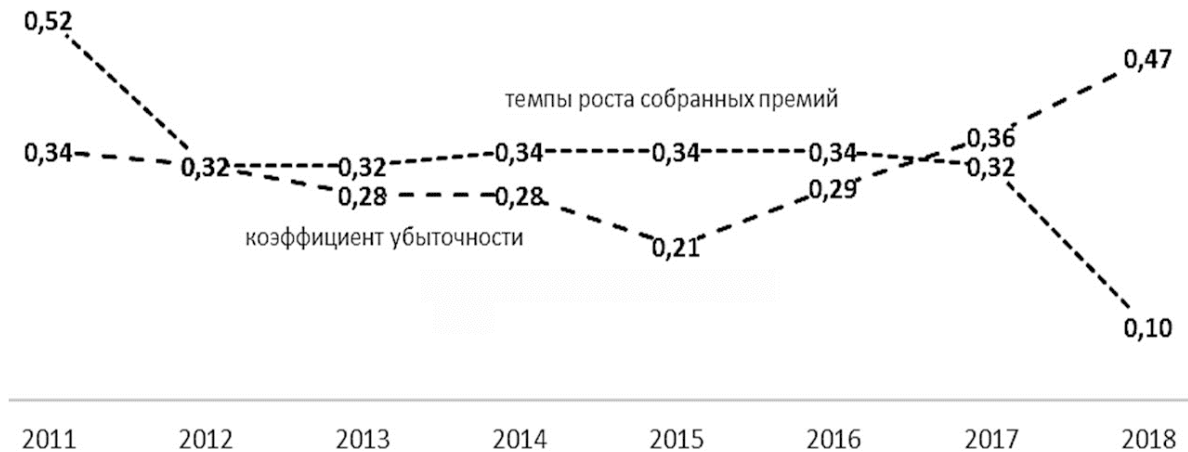
Source: Authoring based on data from *Strakhovanie Segodnya* (Insurance Today) website.
URL: <http://insur-info.ru> (In Russ.)

Рисунок 7

Динамика соответствия пополняемости портфеля договоров и коэффициента убыточности страховой компании «Чулпан»

Figure 7

Trends in the correlation of the contractual portfolio replenishment and the loss ratio of Chulpan Insurance Company



Источник: авторская разработка на основе данных информационного портала «Страхование сегодня».
URL: <http://insur-info.ru>

Source: Authoring based on data from *Strakhovanie Segodnya* (Insurance Today) website.
URL: <http://insur-info.ru> (In Russ.)

Список литературы

1. Njegomir V., Miškić M. Insurance Companies' Financial Intermediation. *CIVITAS*, 2017, vol. 8, no. 1, pp. 47–59. URL: <https://doi.org/10.5937/Civitas1801047N>
2. Ballester C.P.M. Determinants of Equity Pension Plan Flows. *Economics Discussion Papers*, 2013, no. 15. URL: <http://economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/2013-15>
3. Ramos P.L. Premium Calculation in Insurance Activity. *Journal of Statistics & Management Systems*, 2017, vol. 20, no. 1, pp. 39–65. URL: <https://doi.org/10.1080/09720510.2016.1187927>
4. Simatupang H.J., Purwanti L., Mardiaty E. Determinants of Capital Structures Based on the Pecking Order Theory and Trade-off Theory. *Journal Keuangan dan Perbankan*, 2019, vol. 23, no. 1. URL: <https://doi.org/10.26905/jkdp.v23i1.2579>
5. Lee C.H., Ying Y.H., Chang K. Dynamic Financial Decisions with Varying Degrees of Information Asymmetry and Profitability. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 2016, vol. 19, no. 1. URL: <https://doi.org/10.1142/S021909151650003X>
6. Мошенский С.З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы. М.: Экономика, 2010. 108 с.
7. Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 1958, vol. 48, no. 3, pp. 261–297. URL: <https://jstor.org/stable/1809766>
8. Modigliani F., Miller M.H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 1963, vol. 53, no. 3, pp. 433–443. URL: <https://jstor.org/stable/1809167>

9. Chen Zh., Harford J., Kamara A. Operating Leverage, Profitability, and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2018, vol. 54, no. 1, pp. 1–24. URL: <https://doi.org/10.1017/S0022109018000595>
10. Henock L., Oktay U. Agency Conflicts, Dividend Payout, and the Direct Benefits of Conservative Financial Reporting to Equity-Holders. *Contemporary Accounting Research*, 2015, vol. 32, no. 2, pp. 455–484. URL: <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12085>
11. Gordon M.J. Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 1959, vol. 41, no. 2-1, pp. 99–105. URL: <https://doi.org/10.2307/1927792>
12. Жук И.Н. Управление конкурентоспособностью страховых организаций. М.: Анкил, 2011. 140 с.
13. Ивашкова И.В., Солнцева М.С. Структура капитала российских компаний: тестирование концепций компромисса и порядка источников финансирования // Корпоративные финансы. 2007. № 2. С. 17–31.
14. Козырь Ю.В. Особенности оценки риска бизнеса и реализации концепции VBM. М.: Квинто-Консалтинг, 2006. 285 с.
15. Rejda G.E. Principles of Risk Management and Insurance. *Journal of Risk & Insurance*, 2011, vol. 62, no. 4. URL: <https://doi.org/10.2307/253600>
16. Kasturi R. Performance Management in Insurance Corporation. *Journal of Business Administration Online*, 2006, vol. 5, no. 1.

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

MANAGING THE INEFFECTIVE CAPITAL STRUCTURE RISK IN AN INSURANCE COMPANY

Lyudmila I. TSVETKOVA

Moscow State Institute of International Relations of Ministry of Foreign Affairs of Russian Federation
(MGIMO University), Moscow, Russian Federation
l.tsvetkova@inno.mgimo.ru
<https://orcid.org/0000-0003-1232-956X>

Article history:

Received 19 June 2019
Received in revised form
8 July 2019
Accepted 24 July 2019
Available online
15 October 2019

JEL classification: G22,
G32

Keywords: business value,
share capital, return on capital,
insurance premium,
obligation

Abstract

Subject The article investigates how the structure of key financial indicators of the insurer's activity works to manage the investment attractiveness risk of key stakeholders of insurance companies and analyzes the risk assessment.

Objectives The research is aimed to find the leveraged ratio of insurance coverage to insurance premium in line with risks arising from their uncontrolled growth.

Methods The research is based on my own method to assess the appropriate amount of equity and insurance premiums as borrowings so as to calculate the leveraged rate of return on capital with the amount of equity being given. In addition, I applied methods of statistical and graphic analysis.

Results Applying the model proposed by A. Gregory to assess the optimal rate of return on capital, I note the excessive capitalization of the insurance sector and inefficiency of the requirement to increase the share capital of the Russian insurance companies. If the proposed method is used, this will underlie the proportionate requirement to capitalization of average regional insurers.

Conclusions and Relevance The article demonstrates that it is efficient to use structural financial ratios, such as return on capital and ratio of insurance coverage to insurance premiums under contracts so as to control financial sustainability risks and risks of investment attractiveness for investors and insured.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2019

Please cite this article as: Tsvetkova L.I. Managing the Ineffective Capital Structure Risk in an Insurance Company. *National Interests: Priorities and Security*, 2019, vol. 15, iss. 10, pp. 1857–1872.
<https://doi.org/10.24891/ni.15.10.1857>

References

1. Njegomir V., Miškić M. Insurance Companies' Financial Intermediation. *CIVITAS*, 2017, vol. 8, no. 1, pp. 47–59. URL: <https://doi.org/10.5937/Civitas1801047N>
2. Ballester C.P.M. Determinants of Equity Pension Plan Flows. *Economics Discussion Papers*, 2013, no. 15. URL: <http://economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/2013-15>
3. Ramos P.L. Premium Calculation in Insurance Activity. *Journal of Statistics & Management Systems*, 2017, vol. 20, no. 1, pp. 39–65. URL: <https://doi.org/10.1080/09720510.2016.1187927>
4. Simatupang H.J., Purwanti L., Mardiaty E. Determinants of Capital Structures Based on the Pecking Order Theory and Trade-Off Theory. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 2019, vol. 23, no. 1. URL: <https://doi.org/10.26905/jkdp.v23i1.2579>
5. Lee C.H., Ying Y.H., Chang K. Dynamic Financial Decisions with Varying Degrees of Information Asymmetry and Profitability. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 2016, vol. 19, no. 1. URL: <https://doi.org/10.1142/S021909151650003X>

6. Moshenskii S.Z. *Rynok tsennykh bumag: transformatsionnye protsessy* [Securities market: Transformational processes]. Moscow, Ekonomika Publ., 2010, 108 p.
7. Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 1958, vol. 48, no. 3, pp. 261–297.
URL: <https://jstor.org/stable/1809766>
8. Modigliani F., Miller M.H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 1963, vol. 53, no. 3, pp. 433–443.
URL: <https://jstor.org/stable/1809167>
9. Chen Zh., Harford J., Kamara A. Operating Leverage, Profitability, and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2018, vol. 54, no. 1, pp. 1–24.
URL: <https://doi.org/10.1017/S0022109018000595>
10. Henock L., Oktay U. Agency Conflicts, Dividend Payout, and the Direct Benefits of Conservative Financial Reporting to Equity-Holders. *Contemporary Accounting Research*, 2015, vol. 32, no. 2, pp. 455–484. URL: <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12085>
11. Gordon M.J. Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 1959, vol. 41, no. 2-1, pp. 99–105. URL: <https://doi.org/10.2307/1927792>
12. Zhuk I.N. *Upravlenie konkurentosposobnost'yu strakhovykh organizatsii* [Managing the competitiveness of insurance companies]. Moscow, Ankil Publ., 2011, 140 p.
13. Ivashkovskaya I.V., Solntseva M.S. [Capital structure of the Russian companies: Testing the concepts of compromise and the order of sources of financing]. *Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance Research*, 2007, no. 2, pp. 17–31. (In Russ.)
14. Kozyr' Yu.V. *Osobennosti otsenki riska biznesa i realizatsii kontseptsii VBM* [The specifics of business risk assessment and implementation of the VBM concept]. Moscow, Kvinto-Konsalting Publ., 2006, 285 p.
15. Rejda G.E. Principles of Risk Management And Insurance. *Journal of Risk & Insurance*, 2011, vol. 62, no. 4. URL: <https://doi.org/10.2307/253600>
16. Kasturi R. Performance Management in Insurance Corporation. *Journal of Business Administration Online*, 2006, vol. 5, no. 1.

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.