

Структурные особенности финансирования лизинга

Газман В.Д.,
профессор Высшей школы экономики

Финансирование лизинга – один из ключевых вопросов организации и проведения лизинговых операций. Для того чтобы лизинговые сделки состоялись, лизингодатели должны иметь доступ на рынки капитала либо иметь собственные средства для финансирования новых проектов.

Стоимость ресурсов, привлекаемых для финансирования лизинга, во многом зависит от большого количества взаимообусловленных факторов: финансовой состоятельности лизингополучателей; рисков, которые могут возникнуть у лизингодателей и других кредиторов при реализации лизинговых проектов; гарантийного обеспечения лизинговых сделок; взаимосвязанных между собой трех основных параметров: сроков амортизации имущества, сроков кредитных договоров, сроков договоров лизинга; валюты, в которой проводятся лизинговые операции; места заимствования – на внутреннем или международном рынке капиталов; инфляции и ее динамики; предусмотренных в договоре отклонений от ставки LIBOR и от ставок рефинансирования ЦБ РФ; схем проведения лизинговых операций и др.

В настоящей статье рассмотрены общие пропорции, сложившиеся в финансировании лизинга в России в 2010 г., и те особенности, которые имели место при финансировании лизинга строительного и дорожно-строительного оборудования и техники. С этой целью было отобрано 14 лизинговых компаний с

наибольшим удельным весом стройлизинга в общем объеме новых заключенных лизинговых договоров (табл. 1).

Динамика финансирования лизинга

Минимальный объем необходимого финансирования лизингового проекта предполагает наличие средств, соответствующих величине первоначальной стоимости имущества, которое приобретает по указанию лизингополучателя лизинговая компания. В эту сумму должны включаться средства, которые отражены на счете 03 «Доходные вложения в материальные ценности», если имущество поставлено на баланс лизингодателя, и суммы, соответствующие величине контрактной стоимости договора купли-продажи, если принято решение о поставке этого имущества на баланс лизингополучателя (01 счет), за минусом лизингового процента.

В рассматриваемый период имел место почти шестикратный рост фондирования. Однако этот временной интервал имеет два отрезка: благополучный докризисный и кризисный (включая период его преодоления). Так, в докризисный период, т.е. в 2003-2007 гг., среднегеометрический прирост объема финансирования новых договоров лизинга составлял 65,0%, а за весь отрезок 2003-2010 гг., т.е. с учетом кризиса, приросты финансирования сократились до 28,1%.

Исходя из практики ведения бизнеса российскими лизинговыми компаниями, можно насчитать более полутора десят-

STRUCTURAL PECULIARITIES OF RENTAL FINANCING

Gazman V.D.,
professor. of Higher School of economics

In this article are considered general proportions, which formed in the rental financing in Russia in 2010, and those peculiarities, which took place during the rental financing of construction and road-building equipment and technique.

ков различных источников финансирования лизинговых операций в стране. Некоторые из них используются постоянно, например, авансовые платежи, кредиты российских банков. Применение других обусловлено возникающей необходимостью, например, собственные средства лизингополучателей, средства, используемые в рамках сделок возвратного лизинга, факторинг, бюджетные средства и др.

Опыт ряда экономически преуспевающих стран действительно свидетельствует о том, что по мере развития лизингового бизнеса вполне вероятно некоторое изменение удельного веса источников финансирования. Например, это происходит за счет активизации таких институтов фондового рынка, как эмиссия ценных бумаг лизингодателей, секьюритизация лизинговых активов.

Кредиты банков

Банковское кредитование является наиболее значимым источником финанси-

Лизинговые компании с наивысшим удельным весом строительной техники в общем объеме договоров лизинга в 2010 г.

Таблица 1

Лизинговая компания	Стоимость лизинга строительной техники, млн. руб.	Сумма всех договоров лизинга, млн. руб.	Удельный вес стоимости строительной техники в общем объеме договоров лизинга, %
Катерпиллар Файненшл (Москва)	5509,60	5706,48	96,5
Государственная транспортная лизинговая компания (Москва)	6581,54	11326,83	58,1
Универсальная лизинговая компания (Хабаровск)	1890,50	4536,10	41,7
РУСТ (Санкт-Петербург)	90,69	217,70	41,7
БелФин (Белгород)	307,90	756,60	40,7
ЛИКОНС (Москва)	457,50	1211,21	37,8
Сибирская лизинговая компания (Москва)	227,29	611,88	37,1
Петербургская лизинговая компания (Санкт-Петербург)	403,81	1120,93	36,0
Дойче Лизинг Восток (Москва)	2173,30	6087,26	35,7
ГК «Интерлизинг» (Санкт-Петербург)	2517,88	7086,45	35,5
Лизинговая компания «Дельта» (Красноярск)	367,47	1039,85	35,3
Райффайзен-Лизинг (Москва)	1442,06	4323,37	33,4
ОЛК «Центр-Капитал» (Москва)	889,20	3349,28	26,5
Росдорлизинг (Москва)	766,50	3069,36	25,0
Итого:	23625,24	50443,30	46,8

Показатель	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Объем финансирования новых договоров лизинга, млрд. руб.	77,3	128,4	169,5	319,2	573,0	415,6	201,4	438,8
Коэффициент темпа роста объема финансирования новых договоров лизинга к предыдущему году	–	1,66	1,32	1,88	1,80	0,73	0,48	2,18

Удельный вес источников финансирования лизинга в России в 2003-2010 гг.

Таблица 3

Источник финансирования	Удельный вес источника в общем объеме финансирования лизинга, %								
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Сумма 2003-2010
Банковские кредиты	55,0	61,8	55,1	57,5	59,5	57,7	52,2	67,1	59,3
в т.ч.:									
российских банков	–	–	43,9	47,2	48,1	46,5	39,7	56,4	48,2*
зарубежных банков	–	–	11,2	10,3	11,4	11,2	12,5	10,7	11,1*
Займы учредителей, других организаций	6,5	4,9	7,1	6,6	8,6	10,6	10,6	3,4	7,5
Коммерческие кредиты поставщиков	3,8	5,0	3,9	2,3	1,1	2,3	0,6	0,2	1,8
Авансы	14,1	16,1	16,8	15,9	17,3	15,1	19,8	13,7	16,0
Собственные средства лизингодателей	10,8	6,0	6,7	6,5	6,2	9,5	9,1	9,1	7,8
в т.ч. за счет уставного капитала	–	–	0,8	2,0	1,5	5,0	0,4	4,8	2,8*
Прибыли	–	–	5,9	4,5	4,7	4,5	8,7	4,3	5,0*
Бюджеты	3,5	2,0	3,7	0,1	0,1	0,1	0,4	0,1	0,6
Векселя	5,7	3,0	3,8	4,3	2,0	1,1	0,2	1,6	2,3
Эмиссии облигаций и валютных кредитных нот	0,6	1,2	2,9	2,7	3,7	3,6	7,1	4,7	3,7
Секьюритизация лизинговых активов	0,0	0,0	0,0	4,1	1,5	0,0	0,0	0,1	1,0

* Рассчитано по сумме 2005-2010 гг.

рования лизинговых операций во многих государствах, в том числе и в России. Это подтверждается результатами сравнения динамики банковских кредитов и суммы всех иных видов финансирования лизинга.

Оценивая условия заимствований, следует учитывать сроки договоров лизинга, которые на практике наиболее часто совпадают со сроками кредитных договоров. Чем больше продолжительность кредитного договора, тем выше риск и, следовательно, дороже кредитование.

Многие российские банки ведут активный поиск наиболее привлекательных проектов, в которые они могли бы эффективно вкладывать деньги, и поэтому с большим интересом вступают в контакты с лизингодателями, что, в общем-то, логично, т.к. лизинговые компании, формируя свой портфель заказов, облегчают банкам путь к интересным инвестиционным проектам, осуществляя их профессиональный отбор с учетом сложившихся требований кредиторов к заемщикам. Однако доля банковского кредитования в общем объеме финансирования лизинга не находится в прямой зависимости от объемов нового бизнеса. Этот показатель то рос, то сокращался, что свидетельствует о том, что:

– банковское кредитование лизинга сталкивается с конкуренцией со стороны других источников финансирования сделок, то есть лизингодатели находятся в постоянном поиске более приемлемых для себя условий привлечения средств и нередко находят их в небанковском секторе;

– менеджерами лизинговых компаний постоянно генерируется построение сложных схем многоканального финансирования лизинговых проектов;

– оказывается влияние крупных сделок с альтернативными (банковским) источниками финансирования на общие статистические результаты.

Статистические данные свидетельствуют о том, что абсолютные значения банковского кредитования всегда превышали все иные источники финансирования лизинговых операций. В отдельные годы расхождения сокращались до минимума, но все равно банковские кредиты преобладали. В частности, такая ситуация возникла в разгар кризиса – в 2009 г., когда разрыв составлял менее 10%. За весь период наблюдения суммарный коэффициент превышения банковских кредитов над иным финансированием лизинга составлял 1,459, а среднегодовые простоты банковского

кредитования (27,3%) выигрывали по аналогичной темповой характеристике у иных источников финансирования (19,8%) в 1,384 раза.

Как видно из табл. 4, коэффициент превышения банковских кредитов (российских и зарубежных банков) над иным финансированием лизинга был более чем двукратным. Вместе с тем по компаниям, специализирующимся на лизинге строительной и дорожно-строительной техники, этот показатель составлял менее 1%. То есть банковское кредитование не являлось для них определяющим. Не менее значимыми по сравнению с кредитными были займы, авансы лизингополучателей и собственные средства лизингодателей.

Одной из задач при проведении наших ежегодных обследований отечественного лизингового рынка является определение структуры банковского кредитования. В отличие от других стран, особенностью российского кредитования лизинга стала высокая зависимость от кредитов, привлеченных на Западе. Номинально удельный вес кредитов зарубежных банков в общем объеме банковских кредитов для лизинга до кризиса составлял около 20%. Примечательно, что в наиболее трудном 2009 году удельный показатель достиг

Банковские кредиты и иное финансирование лизинга в 2003-2010 гг.

Таблица 4

Источник финансирования	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Сумма
Банковские кредиты, млрд. руб.	42,5	79,3	93,4	183,4	341,2	239,7	105,2	294,3	1379,0
Иное финансирование, млрд. руб.	34,8	49,1	76,1	135,8	231,8	175,9	96,2	144,5	951,6
Коэффициент превышения банковских кредитов над иным финансированием лизинга	1,221	1,615	1,227	1,351	1,472	1,363	1,094	2,037	1,449

максимального значения – 23%. Однако реальная величина зарубежного кредитования была выше. Это обусловлено несколькими факторами:

– во-первых, многие отечественные банки выдавали кредиты в России, получив средства займы за рубежом. Так, к середине 2008 г. для значительной части банковской системы внешние займы стали крупнейшим источником финансирования пассивов (только постоянное привлечение внешних займов позволяло многим банкам наращивать объем активных операций). Этот вывод, сделанный ведущими специалистами Высшей школы экономики применительно к макроэкономической политике, достаточно точно характеризует ситуацию и с кредитованием лизинговых проектов в стране;

– во-вторых, в ряде случаев лизинговые компании получали кредиты материнских банков, которые, по сути, являлись субкредитами. Сами кредиты предоставлялись зарубежными банками российским под конкретные лизинговые проекты в нашей стране;

– в-третьих, часть кредитов лизинговые компании брали у «дочек» зарубежных банков, представленных в нашей стране.

По компаниям, специализирующимся на лизинге строительной и дорожно-строительной техники, удельный вес кредитов зарубежных банков в общем объеме банковских кредитов в 2010 г. был почти такой же, как и для всего российского лизинга. Он составлял 15,5%.

Для рынка капиталов в ведущих странах мира в течение последних десяти лет характерным было синусоидальное движение: сначала снижение, затем рост процентных ставок, позже ситуация опять повторилась. Так, учетная ставка Федеральной резервной системы США (ФРС) в течение 2001-2010 гг. сначала снизилась с 6% до 1%, потом наблюдался рост до 5,5% и опять снижение до 0,25%. Считается, что действия ФРС позволяют стимулировать развитие экономики. Однако обилие дешевых денег может стать одной из важнейших причин возникновения финансового пузыря и кризиса, что и случилось в действительности.

В России процентные ставки сокращались, поскольку изначально были чрезвычайно высоки, и к 2007 г. разрыв между стоимостью привлекаемого к фи-

нансированию инвестиционных проектов капитала в ведущих экономически развитых странах и в России составлял уже не многие десятки, а всего 7-8 процентных пунктов.

Средний показатель стоимости заемных ресурсов для финансирования проектов лизинговых компаний почти

Еще одна пропорция в финансировании лизинга сложилась между кредитами (банковскими и коммерческими кредитами поставщиков), с одной стороны, и займами – с другой...

...именно в этом сегменте финансирования лизинга заложены основные резервы на привлечение средств для лизинга

всегда был близок по значению ставке рефинансирования, устанавливаемой ЦБ РФ, которая за пять лет, с апреля 2002 г. до июля 2007 г., неуклонно снижалась – с 23% до 10%, то есть более чем вдвое. В результате отечественные компании обнаружили для себя улучшение условий финансирования инвестиционных проектов, в том числе лизинговых. Однако с сентября 2007 г. стоимость заимствований в связи с разразившимся на Западе кризисом начала расти, так как российская банковская система во многом оставалась зависимой от условий западного кредитования.

Таким образом, начавшийся еще в четвертом квартале 2007 г. и продолжившийся в 2008 г. и первом полугодии 2009 г. рост ставок кредитования лизингодателей ввиду снижения ликвидности банковских активов является следствием кризиса на мировых финансовых и фондовых рынках.

С мая 2009 г. и до июня 2010 г. ставки рефинансирования снижались со средней скоростью примерно в половину-четверть процентного пункта в месяц, затем более полугодом соблюдался статус-кво. Однако в начале II квартала 2011 г. рынок почувствовал нехватку ликвидности, ставки ЦБ РФ опять стали увеличиваться.

Средства лизингодателей и лизингополучателей

Представляет аналитический интерес пропорция, которая характеризует соотношение собственных средств лизингополучателей и лизинговых компаний, направленных на ежегодное финансирование новых сделок. Устоявшихся соотношений здесь нет. Коэффициент, определяющий превышение первого показателя над вторым, колеблется в пределах от 1,3 до 2,8.

По своей правовой природе, в соответствии со ст. 823 ГК РФ, аванс (или предварительная оплата) является формой коммерческого кредита. Это обстоятельство предполагает их возвратность, за исключением случаев, когда обязательства лизингодателя исполнены в полном объеме и суммы авансовых платежей перекалфицированы в платежи в счет стоимости товаров, работ, услуг. Таким образом, авансовые платежи, перечисляемые лизингополучателями в адрес лизингодателей, следует рассматривать как одну из форм финансирования лизинговых сделок. Вместе с тем аванс является и способом обеспечения сделки. Следовательно, авансы при лизинге выполняют несколько функций.

В 1990-е годы сложилось и укрепилось представление о том, что аванс лизингополучателя должен составлять не менее 25-30%. В те времена это связывалось с большими рисками лизингодателей, нехваткой финансирования и его короткими сроками. Вместе с тем за полтора

Российские и зарубежные банки – кредиторы лизинговых операций в России

Таблица 5

Источник финансирования	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Сумма
Банковские кредиты для лизинга, млрд. руб.	93,4	183,4	341,2	239,7	105,2	294,3	1257,2
в т.ч.:							
кредиты российских банков	74,4	150,6	275,7	193,1	80,1	247,5	1021,4
кредиты зарубежных банков	19,0	32,8	65,5	46,6	25,1	46,8	235,8
Удельный вес кредитов российских банков в общем объеме банковских кредитов для лизинга, %	79,7	82,1	80,8	80,6	76,1	84,1	81,3
Удельный вес кредитов зарубежных банков в общем объеме банковских кредитов для лизинга, %	20,3	17,9	19,2	19,4	23,9	15,9	18,7

десять лет произошло постепенное уменьшение величины авансовых платежей, причем у многих лизинговых компаний. Каковы причины изменений «авансоемкости» лизинговых сделок в России? Здесь заметную роль сыграли несколько факторов.

Во-первых, стала более явной и даже обострилась конкуренция среди участников лизингового бизнеса в регионах и в отдельных сегментах рынка. Имеется много примеров того, что лизингодатели пошли по пути существенного сокращения авансов. Так, лизинговые компании, работающие с автотранспортом, нередко устанавливают величину авансов на уровне 10-20%. В отдельных случаях лизинговые компании вообще не берут авансового платежа. Дело в том, что если клиент приходит к лизингодателю в третий, четвертый, десятый раз и у него сформировалась вполне добропорядочная лизинговая история (по аналогии с кредитной), то велика вероятность того, что у лизинговой компании авансовый платеж как функция обеспечения сделки отойдет на второй план, а превалировать будет намерение повысить доходность проводимой операции. Ведь чем меньше авансовый платеж, тем больше задолженность клиента и тем большим получается доход лизингодателя. Таким образом, лизингодателю при наличии уверенности в финансовой состоятельности лизингополучателя и наличии средств для приобретения имущества и обустройства лизинговой сделки нет никакого резона настаивать на значительных по размеру авансовых платежах.

Во-вторых, относительно небольшая доля авансовых платежей в лизинговых компаниях, которые обслуживают крупные холдинги, когда лизингополучателями являются корпоративные клиенты. Нередко авансы в договорах лизинга, заключенных этими компаниями, вообще отсутствуют. Однако такая тактика лизингодателей характерна для взаимоотношений с финансово обеспеченными клиентами в проектах, риски по которым определены как незначительные.

В-третьих, в тех случаях, когда растет доля лизинга с использованием государственных средств, сокращается удельный вес авансовых платежей, размер которых регулируется на уровне незначи-

тельного фиксированного процента, например, при лизинге сельхозтехники.

В-четвертых, применение в практике работы лизингодателей большого количества новых лизинговых продуктов, предусматривающих минимизацию авансовых платежей и максимизацию доходности по сделке.

В-пятых, кредитование лизинговых сделок поставщиками имущества. Эта схема вендор-лизинга изначально предполагает освобождение лизингополучателя от уплаты авансового платежа.

В 2009-2010 гг. авансоемкость лизинговых проектов сократилась – с 19,8% до 13,7%. В то же время доля собственных средств лизингодателей в общем объеме финансирования оставалась неизменной – 9,1%. В результате почти на треть сократилось превышение авансов над средствами, инвестированными лизингодателями.

По компаниям, специализирующимся на лизинге строительной и дорожно-строительной техники, ситуация была несколько иной. В 2010 г. авансоемкость составляла 17,8%, т.е. почти на треть выше, чем в целом по рынку, что свидетельствует о повышенной осторожности лизингодателей к клиентам с точки зрения риска-менеджмента. В то же время доля собственных средств специализированных лизингодателей в общем объеме финансирования была на уровне 21,7%, т.е. в 2,4 раза выше. Эта пропорция во многом была обусловлена направлением бюджетных средств в уставный капитал Государственной транспортной лизинговой компании – крупнейшего оператора на рынке лизинга дорожно-строительного оборудования и техники.

Кредиты и займы

Еще одна пропорция в финансировании лизинга сложилась между кредитами (банковскими и коммерческими кредитами поставщиков), с одной стороны, и займами – с другой. Здесь усредненный показатель за восемь лет свидетельствует о том, что опережение первого над вторым превышает пятикратный уровень, причем в 2010 г. оно было более чем восьмикратным. Полагаю, что именно в этом сегменте финансирования лизинга заложены основные резервы на привлечение средств для лизинга. Особо

выделил бы эмиссию облигаций и секьюритизацию лизинговых активов как наиболее перспективные направления в финансировании.

По компаниям, специализирующимся на лизинге строительной и дорожно-строительной техники, ситуация складывалась следующим образом. В 2010 г. банковские и коммерческие кредиты, включая авансы, были больше займов в 6,6 раза против 8,17 раза превышения по всему отечественному лизинговому рынку.

Специализирующиеся на стройлизинге компании не использовали в качестве источников финансирования векселя, облигации и не занимались секьюритизацией лизинговых активов. Однако не специализирующиеся компании, имевшие существенные объемы новых договоров лизинга строительной техники, активно использовали такое направление финансирования своих сделок, как эмиссия облигаций. Например, компании «ВЭБ-лизинг Финанс» и «ВТБ-Лизинг Финанс» эмитировали облигации на 63 млрд руб., что составляет более половины от суммы всех эмиссий российских лизингодателей. Причем у этих двух компаний самые дешевые привлеченные средства инвесторов в рублях и в валюте.

Так, эмиссия еврооблигаций, номинированных в долларах, которую осуществила компания «ВЭБ-лизинг» в мае 2011 г. через свою дочернюю компанию VEB Leasing Limited, расположенную в Ирландии, позволила лизингодателю привлечь самые дешевые деньги за всю десятилетнюю историю эмиссий облигаций – на уровне 5,125% на 5 лет с полугодовым периодом выплаты процентов. Организаторами сделки выступили: Goldman Sachs, Credit Suisse и ВЭБ Капитал, координатором Raiffeisen Bank International AG. Международные рейтинговые агентства Fitch и Standard&Poor's присвоили выпуску рейтинги BBB, что отражает высокий уровень надежности и финансовой устойчивости компании, которая оценивается на уровне материнской компании «Внешэкономбанк» и соответствует суверенному рейтингу России. Большая часть еврооблигаций была размещена среди широкого круга высококлассных долгосрочных инвесторов. Общее число инвесторов, подавших

Кредиты и займы для финансирования лизинга в 2003-2010 гг., млрд. руб.

Таблица 6

Источник финансирования	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Сумма
Банковские и коммерческие кредиты, включая авансы	56,3	106,4	128,5	241,3	446,6	312,0	146,3	355,4	1792,8
Займы, всего	9,9	11,7	23,3	57,0	90,3	63,7	36,0	43,5	335,4
Займы юридических и физических лиц	5,0	6,3	12,0	21,0	49,3	44,1	21,3	15,1	174,1
Векселя	4,4	3,9	6,4	13,7	11,5	4,6	0,4	7,2	52,1
Облигации	0,5	1,5	4,9	8,6	21,2	15,0	14,3	20,6	86,6
Секьюритизация	0,0	0,0	0,0	13,7	8,3	0,0	0,0	0,6	22,6
Превышение кредитов над займами, в разы	5,69	9,09	5,52	4,23	4,95	4,90	4,06	8,17	5,35

заявки при размещении, превысило 200. Книга заявок была переподписана более чем в 7 раз, что позволило разместить бумаги ниже первоначального ценового диапазона. Размещение ВЭБ-лизинг еврооблигаций обеспечило иностранным инвесторам возможность инвестировать в публичные долговые ценные бумаги в российский лизинговый сектор, в компанию, участвующую в крупных инфраструктурных проектах по модернизации основных секторов экономики.

По имеющимся у нас данным, за десять лет, т.е. с апреля 2001 г. до середины 2011 г., не менее 40 эмитентов-лизингодателей осуществили более 80 эмиссий на российских и зарубежных фондовых биржах на сумму около 6,7 млрд. долл. (в пересчете), включая выпуск корпоративных и биржевых облигаций на внутреннем рынке, а также еврооблигаций, евро нот и эмиссий облигаций при секьюритизации лизинговых активов, которые были проведены на рынках в других странах.

Лeverедж в лизинге

Как известно, лeverедж представляет собой отношение заемных средств к собственным средствам компании. Расчет лeverеджа для лизингодателя имеет некоторые особенности по сравнению с аналогичным расчетом для обычного хозяйствующего субъекта. При расчете лeverеджа, условно назовем его экономическим (L_E), на основе данных проводимых нами обследований российских лизинговых компаний использовался следующий порядок:

$$L_E = (BC + Loan + CC + PN + B) / ER,$$

где: BC – средства, полученные за счет всех банковских кредитов; Loan – займы учредителей, других организаций; CC – коммерческие кредиты поставщиков; PN – векселя; B – эмиссии облигаций и валютных кредитных нот; ER – собственные средства лизингодателей.

Здесь необходимо иметь в виду, что расчет лeverеджа привязан к показателям, характеризующим структуру финансирования новых лизинговых договоров, которые были заключены лизингодателями в течение отчетного периода.

В результате получилось, что благодаря возможности расширять заимствования лeverедж в течение трех докризисных

лет увеличивался, а с наступлением кризиса последовал двухлетний спад. Начавшийся посткризисный подъем охарактеризовался опять ростом лeverеджа.

Теперь сопоставим величину лeverеджа за 2010 г. в целом по российскому рынку с аналогичным показателем, сложившимся у компаний, специализирующихся на лизинге строительной и дорожно-строительной техники. Расчеты показали, что у группы из 14 лизингодателей величина лeverеджа составляла всего 2,79, т.е. была более чем втрое меньше. Данное обстоятельство также свидетельствует о повышенной осторожности лизингодателей к рискам в посткризисный период.

Вместе с тем по мере развития лизинга в России происходило упорядочение соотношения заемного капитала к собственному капиталу лизинговых компаний. Формирующиеся тенденции установления этого соотношения способствуют выработке приемлемого норматива лeverеджа для лизингового бизнеса в стране. Следовательно, возникает резонный вопрос, насколько размерность показателей, приведенных в таблице 6, приемлема для нормального развития лизингового бизнеса. Чтобы на него ответить, целесообразно выяснить пропорции, которые складываются в других странах.

Рассмотрим опыт Китая, где в последнее время очень активно развивалась лизинговая индустрия. Эта страна сумела всего за пять лет подняться с 26-го на 4-е место в мире по объему нового бизнеса, увеличив стоимость заключенных договоров лизинга с 2,4 млрд. долл. до 41 млрд. долл., то есть более чем в 17 раз. Директор Исследовательского центра по лизингу Пекинского университета международного бизнеса и экономики, профессор финансов, доктор Янпинг Ши отмечает, что в Китае в соответствии с действующими нормативами для лизингодателей, работающих при банках, уровень финансового лeverеджа должен быть не выше 12,5:1, а для небанковских лизинговых компаний эта пропорция не может превышать соотношения 10:1¹. Если сверить эти показатели с данными таблицы 7, которые характеризуют значения лeverеджа в России, то можно отметить, что наши лизингодатели вполне «вписываются» в соответствующие китайские требования.

Полагаю, что в дальнейшем по мере развития отечественного лизингового рынка лeverедж может несколько возрасти. Однако здесь возможны и противоборствующие тенденции. Например: более активное реинвестирование собственных средств лизингодателей в проекты; увеличение авансоемкости в связи с намерением лизингополучателей сократить общие расходы по сделкам; увеличение приростов нового бизнеса за счет роста средней продолжительности договоров лизинга.

В некоторых лизинговых компаниях аналитики исследуют результаты деятельности по аналогии с обычным предпринятием. При этом определяют один из показателей финансовой устойчивости – коэффициент отношения заемных средств к собственным средствам (плечо финансового лeverеджа), который рассчитывается на основе данных бухгалтерского баланса предприятия. Назовем этот показатель лeverеджем бухгалтерским (LB). Он рассчитывается как частное от деления суммы обязательств предприятия, включающей долгосрочные и краткосрочные обязательства (итоговые значения раздела IV баланса предприятия, стр. 590 и раздела V баланса, стр. 690), на собственный капитал (итог раздела III баланса, стр. 490).

Определение LB подобным образом, конечно же, имеет право на существование, но представляется нам не совсем точным применительно к лизингу. Дело в том, что в краткосрочные обязательства включают авансовые платежи лизингополучателей. Мы же их рассматриваем как один из источников финансирования лизинга, и поэтому их следует исключить из краткосрочных обязательств. Кроме того, на величину данного показателя может повлиять и нелизинговая деятельность той или иной лизинговой компании. Например, в период кризиса многие лизингодатели были вынуждены расторгать договоры лизинга и заниматься изъятием имущества у неплатежеспособных и неисполнительных лизингополучателей. Затем такого рода имущество вне рамок лизинговой деятельности реализовывалось на рынке. Соответственно, эти операции отразились на величине выручки лизинговых компаний.

Таким образом, если рассматривать лeverедж лизингового проекта как ин-

Лeverедж на лизинговом рынке России в 2003-2010 гг., млрд. руб.

Таблица 7

Источник финансирования	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Сумма
Заемные средства, млрд. руб.	58,0	100,0	129,6	247,6	438,4	313,4	143,2	338,8	1782,4
Средства лизингодателей и лизингополучателей, млрд. руб.	19,3	28,4	39,9	71,3	134,6	102,2	58,2	100,0	553,9
Собственные средства лизингодателей, млрд. руб.	8,4	7,7	11,4	20,7	35,5	39,5	18,3	39,9	181,4
Козффициент лeverеджа	3,01	3,52	3,25	3,47	3,26	3,07	2,46	3,39	3,22
Лeverедж	6,90	12,99	11,37	11,96	12,35	7,93	7,82	8,49	9,82

¹ Yanping Shi China. Market Review // World Leasing Yearbook 2011 / ed. by L. Paul – London: Euromoney Institutional Investor Publication, 2011, p. 167.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Сумма
Стоимость новых заключенных договоров лизинга, млрд. руб.	111	192	241	463	832	657	325	730	3551
Объемы финансирования лизинга, млрд. руб.	77	128	170	319	573	416	201	439	2323
Отношение финансирования лизинга к стоимости договоров лизинга, %	69,4	66,7	70,5	68,9	68,9	63,3	61,8	60,1	65,4

вестиционного проекта, то логично было бы рассчитывать этот показатель как отношение заемных средств к сумме собственных средств лизингодателя и авансовым платежам.

В том случае, если мы рассчитываем леввередж лизингодателя, то как минимум авансовые платежи необходимо исключить. Кроме того, необходимо учитывать, что никакой платы за перечисленные лизинговой компании авансовые платежи лизингополучатель не имеет. В то же время по заемным средствам в соответствии со статьей 809 ГК РФ предусматривается, что «если иное не предусмотрено законом или договором займа, займодавец имеет право на получение с заемщика процентов на сумму займа в размере и порядке, определенными договором. При отсутствии в договоре условия о размере процентов их размер определяется <...> если займодавец является юридическим лицом, в месте его нахождения (ставкой рефинансирования) на день уплаты заемщиком суммы долга или его соответствующей части». Как известно, для займа характерны принципы кредитования: платность, возвратность, срочность. В то же время по авансовым платежам лизингополучателей при лизинговых операциях формально платность не предусматривается. Хотя лизингодатель может иметь в виду, что «стоимость» полученных от клиента средств, необходимых для финансирования лизингового проекта, учитывается при установлении величины лизингового процента. Поэтому считаю оправданным при определении леввереджа лизингодателя в части краткосрочной задолженности осуществлять корректировку в сторону уменьшения как минимум на величину авансов полученных (раздел V, стр. 625-626 баланса).

Подведем итог определения финансоемкости лизинга в России. Расчеты показывают, что сумма финансирования лизинга или первоначальная стоимость лизингового имущества в контрактной стоимости новых договоров лизинга, заключенных в стране в 2003-2010 гг., равняется: (2323,2 млрд. руб. : 3551,0 млрд. руб.) x 100% = 65,4%.

Это означает, что контрактная стоимость договоров лизинга превышала пер-

воначальную стоимость в 1,528 раза, или на 52,8%.

В течение четырех крайних лет рассматриваемого периода отношение объемов финансирования лизинга (первоначальной стоимости имущества) к контрактной стоимости договоров лизинга неуклонно сокращалось, т.е. финансоемкость договоров уменьшалась, а стоимостная отдача (фондоотдача) для лизинговых компаний соответственно увеличивалась. На первый взгляд это положительное явление. Однако за сложившейся пропорцией следует также видеть ускоренный рост стоимости лизинга для

Уровень концентрации финансирования по компаниям, специализирующимся на лизинге строительной и дорожно-строительной техники, был более чем в полтора раза меньше, чем в целом по всему лизинговому рынку страны

пользователей арендованного имущества. Здесь важно детально разобраться в причинах и принять во внимание рост сроков договоров и увеличение количества услуг лизингодателей.

Концентрация финансирования лизинга

Действительно, мировой финансовый кризис внес существенные коррективы в политику заимствований, и вполне резонно предположить, что произошедшие изменения могли наиболее значимо отразиться на показателях концентрации применяемых источников финансирования.

Постараемся проверить это предположение. Для этой цели воспользуемся в качестве измерителя модифицированным выражением индекса Herfindahl-Hirschman (ННIfin), проводя соответствующие расчеты по следующей формуле:

$$ННIfin = \sum D_{fin i}^2,$$

где $D_{fin i}$ – доля i -ого источника финансирования лизингового рынка в общем объеме финансирования новых заключенных договоров лизинга в стране.

При этом $i = 1, 2, 3 \dots n$.

Для расчетов индекса использовались данные, приведенные в табл. 4 за период 2005-2010 гг., по одиннадцати направлениям финансирования лизинга.

Расчеты индекса ННIfin показали, что в благоприятные годы (т.е. до кризиса) имел место рост концентрации финансирования. Происходило это прежде всего за счет роста банковского кредитования. С началом проявления негативных тенденций и позже, с наступлением непосредственно кризиса, стали активнее использоваться иные направления фондирования лизинга. Причем пока не было достигнуто дно кризиса в середине 2009 г., эта тенденция не прекращалась. Затем начался медленный, а вскоре убыстряющийся рост объемов нового бизнеса на рынке лизинговых услуг, который сопровождался притоком в отрасль банковских кредитов. В результате уровень концентрации финансирования в 2010 г. превысил почти на четверть значение индекса, имевшего место в наиболее благополучном до настоящего времени для отечественного лизинга 2007 году.

Уровень концентрации финансирования по компаниям, специализирующимся на лизинге строительной и дорожно-строительной техники, был более чем в полтора раза меньше, чем в целом по всему лизинговому рынку страны. Индекс ННIfin этих компаний находился на уровне 2167, хотя общее количество всех источников финансирования, использованных этими лизингодателями, было меньше. Данное обстоятельство свидетельствует о более равномерном привлечении денежных средств по шести основным направлениям финансирования лизинга строительной и дорожно-строительной техники. **СТТ**

Значения индекса Herfindahl-Hirschman по концентрации финансирования лизинга

Таблица 9

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ННIfin	2472	2701	2861	2693	2364	3561

