
ХЕДЖИРОВАНИЕ РИСКА ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ В СИСТЕМЕ ЛИЗИНГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Кузнецов Дмитрий Валерьевич,

кандидат экономических наук, доцент, докторант кафедры финансового менеджмента Финансового университета при Правительстве Российской Федерации; publ@pochta.ru

Уменьшить потери и оценить риск платежеспособности лизингополучателя возможно, используя метод реальных опционов. В системе лизингового финансирования может быть предусмотрена не обязанность, а право субъектов лизинга совершить действие, влияющее на денежные потоки лизинговой операции. Исследованы вопросы хеджирования риска платежеспособности лизингополучателя с применением реального опциона на досрочное прекращение договора лизинга.

Ключевые слова: лизинг, лизингополучатель, лизинговое финансирование, реальный опцион, риск платежеспособности, хеджирование.

В условиях рыночных отношений для многих предприятий лизинговое финансирование становится доступным средством замены морально и физически изношенных основных фондов. Лизинговое финансирование повышает эффективность финансово-хозяйственной деятельности за счет внедрения в производственный процесс современных видов оборудования, транспортных средств, машин и других основных производственных фондов.

Лизинг является эффективным инструментом обновления основных производственных фондов предприятий различных организационно-правовых форм и отраслей экономики. Основной целью инвестирования в основной капитал является замена изношенной техники и оборудования. По данным Росстата, уровень износа основных средств в российской экономике на начало 2012 г. составляет 47,9%. Наибольший процент износа основных фондов приходится на рыболовство и рыбоводство (65,9%), транспортные средства и связь (57,2%) [8]. Высокая степень износа основных фондов в России означает колоссальный потенциал развития лизинговой отрасли.

В условиях финансового кризиса возрастают риски всех субъектов лизингового финансирования. В таких условиях многие лизингополучатели

теряют платежеспособность и банкротятся, что ведет к росту просроченной дебиторской задолженности лизингодателей и сокращению общей стоимости договоров финансового лизинга. Мировой финансовый кризис 2008 г. оказал влияние на сокращение общей стоимости договоров финансового лизинга в России. За один год общая стоимость договоров финансового лизинга сократилась с 372,1 млрд руб. в 2008 г. до 264,2 млрд руб. в 2009 г. [8].

Финансовые риски оказывают существенное влияние на эффективность системы лизингового финансирования. В табл. 1 приведены основные виды финансовых рисков, сопровождающих лизинговое финансирование.

Таблица 1

Классификация финансовых рисков лизингового финансирования

Авторы	Виды рисков
Аюпов А.А. [2]	Риск несбалансированной ликвидности; риск неплатежа; валютный риск; процентный риск; риск, связанный с мобилизацией капитала; кредитный риск; риск невозврата лизингового имущества лизингодателю; риск банкротства лизингополучателя; риск, связанный с проблемами при реализации лизингового имущества после прекращения договора лизинга
Сысоева Н.В. [9]	Риск неуплаты лизинговых платежей, процентный риск, валютный риск, портфельный риск
Попов А.Н. [6]	Риски, связанные с выбором предмета лизинга; риски, связанные с утратой лизингополучателем платежеспособности в период исполнения договора лизинга; риски, связанные с ликвидностью предмета лизинга и предметов обеспечения сделки; риски, связанные с формированием портфеля договоров лизинговой компании
Шалдохина С.Ю. [11]	имущественные; кредитные; портфельные; ликвидности

Аюпов А.А. отмечает, что риски, связанные с правильностью и обоснованностью выбора предмета лизинга, его стоимостью и техническими характеристиками, потребительскими качествами, относятся на лизингополучателя [1]. Причиной этого является то, что лизинговые компании, приобретая предмет лизинга по заявке лизингополучателя, стремятся переложить риски на других субъектов лизингового финансирования, которыми являются лизингополучатели и продавцы предмета лизинга.

Одним из основных видов рисков, сопровождающих лизинговое финансирование, является риск платежеспособности лизингополучателя. Риск платежеспособности связан с невыполнением лизингополучателем обязательств по уплате лизинговых платежей лизингодателю по договору лизинга. Одной из распространенных причин неплатежеспособности является ухудшение финансового положения лизингополучателя. Другой причиной неплатежеспособности является экономическая заинтересованность лизингополучателя вернуть предмет лизинга, который упал в цене, чтобы потом купить аналогичное имущество на более выгодных условиях [7].

Неспособность лизингополучателя своевременно и в полном объеме осу-

ществлять лизинговые платежи ведет к бесспорному списанию денежных средств со счета лизингополучателя, применению штрафных санкций и как следствие росту задолженности и изъятию предмета лизинга лизингодателем. Изъятие предмета лизинга не освобождает лизингополучателя от обязанности выплатить оставшиеся лизинговые платежи до окончания срока действия договора лизинга.

Одним из эффективных, но малоисследованных в лизинговом финансировании способов переноса рисков является хеджирование. Хеджирование дает возможность застраховать себя от возможных потерь к моменту ликвидации сделки на определенный срок; обеспечивает повышение гибкости и эффективности коммерческих операций; обеспечивает снижение затрат на финансирование торговли реальными товарами; позволяет уменьшить риски сторон [12].

Хеджирование предполагает применение производных финансовых инструментов (опционов, фьючерсов, форвардов, свопов и др.). Рассмотрим применение опционов для хеджирования риска платежеспособности лизингополучателя.

Опцион – это срочный контракт, который дает право одному из его участников отказаться от исполнения сделки. Это право предоставляется только покупателю опциона. Различают два типа опционов – опцион «колл» и опцион «пут». Опцион «колл» дает право его держателю купить, а опцион «пут» – продать базисный актив по цене исполнения, зафиксированной в контракте. Базисным активом в лизинговой операции выступает предмет лизинга, т.е. имущество, предоставляемое в лизинг. Так как предмет лизинга является реальным активом, то и сам опцион именуют реальным.

Опцион представляет собой соглашение между двумя субъектами лизинга, дающее возможность одной из сторон совершить действие, оказывающее влияние на денежные потоки обеих сторон сделки. В данном соглашении сторона, предоставляющая возможности другой, является продавцом опциона, а сторона, приобретающая возможности, – покупателем опциона. Если покупатель опциона воспользуется своим правом совершить некое действие, предусмотренное соглашением между сторонами, то продавец не сможет отказаться от выполнения своих обязанностей. В связи с тем, что продавец опциона при заключении такого соглашения находится в менее выгодных условиях, чем покупатель, последний ему уплачивает вознаграждение, называемое премией или ценой опциона.

Наиболее распространенным видом реальных опционов, предусматриваемых в договорах лизинга, является опцион на досрочное прекращение договора лизинга [3]. Уменьшить риск платежеспособности лизингополучателя предлагается путем включения в систему лизингового финансирования опциона на досрочное прекращение договора лизинга (рис. 1).

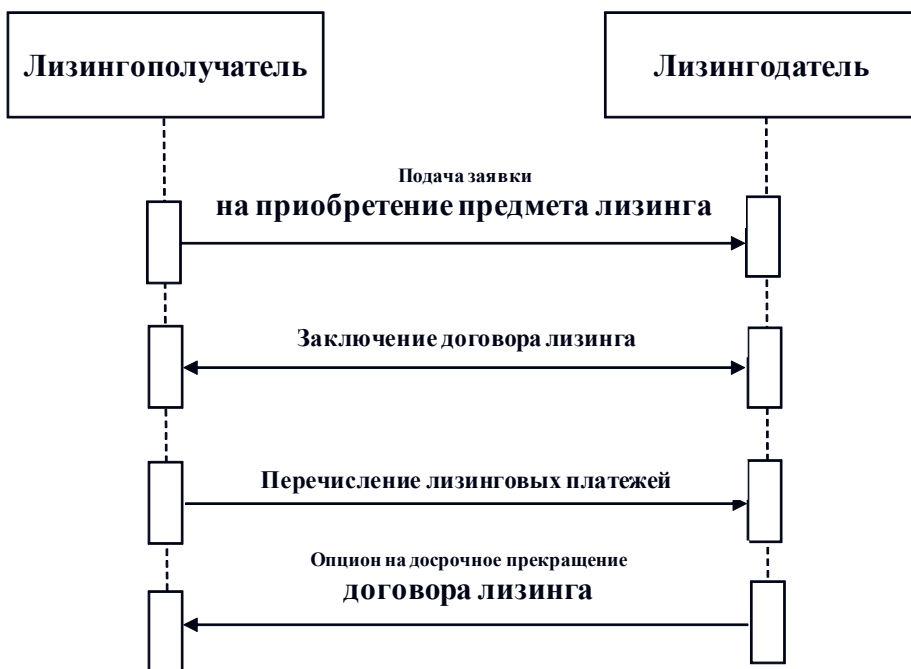


Рис. 1. Опцион на досрочное прекращение договора лизинга

В договоре лизинга может быть предусмотрена возможность лизингополучателя прекратить исполнять свои обязательства по уплате лизинговых платежей, остающихся до окончания срока действия договора. Такая возможность предоставляет лизингополучателю право, а не обязанность, прекратить исполнять свои обязательства по договору лизинга. Право лизингополучателя на досрочное прекращение договора является важнейшей отличительной особенностью операционного лизинга. Условия операционного лизинга, предусматривающего опцион на досрочное прекращение договора, более выгодны для лизингополучателя. Лизингополучатель в данном случае является покупателем опциона у лизингодателя.

При неблагоприятном обороте событий лизингополучатель может отказаться от лизингового финансирования и сократить свои затраты по обслуживанию долговых обязательств по договору лизинга. Исполнение опциона лизингополучателем означает получение им экономии, равной сумме лизинговых платежей от момента досрочного прекращения договора лизинга до окончания срока его действия в соответствии с графиком лизинговых платежей и с учетом стоимости денег во времени. Следствием досрочного прекращения договора лизинга по инициативе лизингополучателя является возврат предмета лизинга обратно лизингодателю. Возврат предмета лизинга может быть не выгоден лизингополучателю, так как до момента досрочного прекращения договора лизинга часть выкупной стоимости предмета лизинга возможно уже была включена в лизинговые платежи и им оплачена. Поэтому оставшаяся сумма лизинговых платежей по договору лизинга может быть существенно меньше рыночной стоимости аналогичного

предмета лизинга. Но, как уже было отмечено выше, выгода лизингополучателя от исполнения опциона определяется суммой сэкономленных затрат при наступлении неплатежеспособности.

В независимости от причины неплатежеспособности лизингополучателя лизинговая операция с реальным опционом на досрочное прекращение договора лизинга будет обладать большей гибкостью и стоимостью по сравнению с такой же, но не дающей этой возможности.

Для оценки стоимости реального опциона на досрочное прекращение договора лизинга выявим его детерминанты (табл. 2).

Таблица 2

Детерминанты реального опциона на досрочное прекращение договора лизинга

Детерминанты	Финансовый опцион «пут»	Реальный опцион на досрочное прекращение договора лизинга
1. Текущая цена базисного актива (S)	Спотовая цена базисного актива (финансового инструмента)	Рыночная цена предмета лизинга
2. Цена исполнения (X)	Цена продажи базисного актива (финансового инструмента) продавцу опциона	Приведенная стоимость оставшихся лизинговых платежей от даты исполнения опциона до окончания срока действия опциона
3. Срок исполнения (t)	Период времени от даты заключения опционного соглашения до даты истечения срока действия опциона	Период времени от даты заключения договора лизинга до даты истечения срока действия опциона
4. Изменчивость цены базисного актива (σ)	Стандартное отклонение цены базисного актива (финансового инструмента)	Стандартное отклонение рыночной цены предмета лизинга
5. Безрисковая процентная ставка (r)	Безрисковая процентная ставка	Безрисковая процентная ставка

Оценку стоимости опциона предлагается выполнять по модели Блэка-Шоулза, которая учитывает влияние пяти факторов. Детальное описание модели приводится в финансовой литературе [10]. В табл. 2 выполнено сравнение финансового опциона «пут» с реальным опционом на досрочное прекращение договора лизинга.

Опцион «пут» дает покупателю опциона продать базисный актив продавцу опциона по цене исполнения в установленные сроки или отказаться от этой продажи. Инвестор приобретает опцион «пут», если ожидает падения курсовой стоимости базисного актива.

Стоимость опциона «пут» на момент исполнения будет равна:

$$V_p = \max [0, X - S],$$

где V_p – стоимость опциона «пут»; X – цена исполнения опциона; S – текущая (рыночная) цена актива на дату исполнения опциона.

График выплат для покупателя опциона «пут» на дату исполнения представлен на рис. 2.

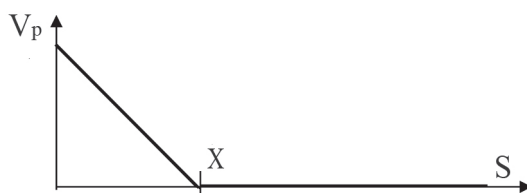


Рис. 2. График выплат для покупателя опциона «пут» на дату исполнения

Из рис. 2 видно, что для покупателя опцион «пут» имеет ценность на дату исполнения при текущей (рыночной) цене актива ниже цены исполнения. Если текущая (рыночная) цена актива выше или равна цене исполнения, опцион будет иметь нулевую стоимость.

Модель Блэка-Шоулза можно использовать для оценки стоимости реального опциона на досрочное прекращение договора лизинга. Текущая цена базового актива (S) в данном случае – это рыночная стоимость предмета лизинга. Следствием досрочного прекращения договора лизинга является возврат предмета лизинга обратно лизингодателю. Лизингополучатель, принимая решение исполнить опцион, сопоставляет приведенную стоимость оставшихся лизинговых платежей с рыночной стоимостью предмета лизинга в момент исполнения опциона. Исполнять опцион на досрочное прекращение договора лизинга имеет смысл лизингополучателю в том случае, если цена исполнения окажется выше рыночной стоимости предмета лизинга. Приведенная стоимость оставшихся лизинговых платежей от даты исполнения опциона до окончания срока действия опциона представляет собой цену исполнения опциона (X).

В результате исполнения опциона на досрочное прекращение договора лизинга у лизингополучателя возникает экономия, равная разности между ценой исполнения опциона и текущей ценой базисного актива ($X-S$). Опцион на досрочное прекращение договора лизинга по своему типу является опционом «пут», так как обеспечивает выигрыш его владельцу при снижении текущей цены базисного актива.

Субъекты лизинга определяют срок исполнения опциона (t) и фиксируют его в договоре лизинга, заключаемом между лизингополучателем и лизингодателем. Срок исполнения опциона не может превышать срок действия договора лизинга. При прочих равных условиях чем больше времени до окончания срока действия опциона, тем выше его стоимость.

В течение срока действия договора лизинга рыночная стоимость предмета лизинга под воздействием множества факторов изменяется. Поэтому применение модели Блэка-Шоулза для оценки стоимости реальных опционов в лизинговом финансировании предполагает оценку стандартного отклонения

рыночной цены предмета лизинга (σ). Этот параметр представляет собой оценку риска изменения рыночной стоимости предмета лизинга. Реальный опцион на досрочное прекращение договора лизинга позволяет ограничить убытки лизингополучателя, что делает его более ценным в условиях повышенной изменчивости рыночной стоимости предмета лизинга.

Вывод модели Блэка-Шоулза основывается на концепции безрискового хеджирования. Безрисковая хеджированная позиция должна приносить доход по ставке, равной безрисковой процентной ставке (r), в противном случае существовала бы возможность извлечения арбитражной прибыли, и инвесторы, пытаясь получить преимущества от этой возможности, приводили бы цену опциона к равновесному уровню, который определяется моделью.

Применение реального опциона на досрочное прекращение договора лизинга в системе лизингового финансирования ограничивает риск платежеспособности лизингополучателя. У лизингополучателя появляется возможность сократить свои затраты в случае досрочного прекращения договора лизинга и вернуть предмет лизинга до окончания срока действия договора. Включение в систему лизингового финансирования опциона на досрочное прекращение договора лизинга ведет к увеличению риска ликвидности предмета лизинга у лизингодателя. Выявлены детерминанты, определяющие стоимость опциона на досрочное прекращение договора лизинга. Применение модели Блэка-Шоулза и учет факторов, определяющих стоимость опциона на досрочное прекращение договора лизинга, позволяет оценить уровень риска платежеспособности лизингополучателя.

Список источников

1. Аюпов, А.А. Методология формирования и использования инновационных финансовых продуктов: дис. докт. экон. наук [текст] / А.А. Аюпов. – Тольятти, 2008. – 331 с.
2. Аюпов, А.А. Риски в лизинговых операциях коммерческих банков [текст] / А.А. Аюпов // Вестник Казанского технологического университета. – 2009. – № 2. – С. 229 – 234.
3. Баженов, А.А. Особенности налогообложения лизинговых операций с реальными опционами на продление и прекращение договора лизинга [текст] / А.А. Баженов, Д.В. Кузнецов // Налоги и налогообложение. – 2012. – № 3. – С. 15 – 19.
4. Буренин, А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов : учеб. пособие [текст] / А.Н. Буренин. – М.: Научное общество академика С.И. Вавилова, 2011. – 394 с.
5. Кузнецов, Д.В. Хеджирование финансовых рисков лизингополучателей в системе лизингового финансирования [текст] / Д.В. Кузнецов // Финансовые исследования. – 2013. – № 3 (40). – С. 115 – 127.
6. Попов, А.Н. Теория и методология формирования эффективной финансовой системы лизинга: дис. докт. экон. наук [текст] / А.Н. Попов. – Йошкар-Ола, 2007. – 413 с.
7. Раилеан, С. Актуальные проблемы управления финансами и рисками

в лизинговых компаниях [текст] / С. Раилеан // Управление финансами и рисками в лизинговой компании. – 2009. – № 3.

8. Российский статистический ежегодник. 2012 : стат. сб. [текст] // Росстат. – М., 2012. – 786 с.

9. Сысоева, Н.В. Внутренние механизмы, направленные на нейтрализацию финансовых рисков лизинговой компании [текст] / Н.В. Сысоева // Вестник Московской государственной академии делового администрирования. Сер. Экономика. – 2010. – № 6. – С. 134 – 138.

10. Халл, Джон К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты [текст] / Джон К. Халл / Пер. с англ. – 6-е изд. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2007. – 1056 с.

11. Шалдохина, С.Ю. Классификация специфических рисков лизинговой компании [текст] / С.Ю. Шалдохина // Terra Economicus. – 2009. – Т. 7. – № 2-3. – С. 157 – 159.

12. Юзвович, Л.В. Финансирование реальных инвестиций: теория, методология и практика : дис. докт. экон. наук [текст] / Л.И. Юзвович. – Самара, 2012. – 314 с.

HEDGING OF SOLVENCY RISK IN SYSTEM LEASE FINANCING

Kuznetsov Dmitry Valeryevich,

Ph. D. of Economics, Associate Professor, doctoral student of Financial Management department, Financial University under the government of Russian Federation; publ@pochta.ru

Using real options method may reduce losses and also to evaluate solvency risk of the lessee. The system of lease financing can be provided with no obligation, and the right to lease the subjects perform an action affecting the cash flows of leasing operations. The problems of hedge solvency lessee using real option for early termination of the lease agreement.

Keywords: leasing, the lessee, lease financing, real option, solvency risk, hedging.