

## 10.13. ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ РИСКА ЛИЗИНГОВОГО ПРОЕКТА В СФЕРЕ МАЛОГО И СРЕДНЕГО БИЗНЕСА

Гафарова Е.А., к.э.н., н.с. Института социально-экономических исследований Уфимского научного центра Российской Академии наук;  
Мулюкова А.Р., магистрант экономического факультета Башкирского государственного университета

В статье поднимается проблема низкой проработанности в теории и практике лизинга системы по управлению рисками. Приведены результаты оценки риска лизингового проекта модифицированным методом дисконтированных денежных потоков с учетом вероятности непоступления платежа. Показано, что низкому качеству оценки риска лизингового проекта в сфере малого и среднего бизнеса способствуют неудовлетворительные оценки вероятности банкротства лизингополучателя и вероятности непоступления платежа.

### ВВЕДЕНИЕ

Формирование российского рынка лизинга началось в 1998-1999 гг. С 2000 г. по 4-й квартал 2008 г. на рынке наблюдался стремительный рост темпов развития объемов нового бизнеса. Глобальный экономический кризис повлек за собой сокращение объемов и количества лизинговых сделок, рост просроченной задолженности по лизинговым платежам. За два года рынок сократился на 68% (рис. 1). В 2009 г. лизинговые компании занимались уже не привлечением новых клиентов и увеличением нового бизнеса, а снижением просроченной задолженности лизингополучателей. На фоне кризиса в структуре лизинговых сделок существенно увеличилась доля крупных лизинговых компаний, а доля малого и среднего бизнеса снизилась. Однако на рынке лизинга наблюдается высокий интерес к клиентам малого и среднего бизнеса. Заинтересованность лизингодателей объясняется возможностью диверсификации лизингового портфеля по отраслям и клиентам, высокой доходностью сделок по сравнению с крупными клиентами, а также быстрой адаптацией предприятий среднего и малого бизнеса к новым условиям.

Стабилизация финансового состояния лизингополучателей, а также расширение лизингодателями филиальных сетей обусловили быстрый рост объемов заключенных сделок в 2010 г. В 2011 г. произошло снижение темпов роста рынка в связи с повышением ставок по кредитам и, как следствие, снижением маржи лизинговых компаний. На начало 2012 г. доля просроченной задолженности в лизинговом портфеле составила 0,8% (против 4,5% в 2010 г. и 2,5% в 2011 г.), при этом доля проблемной задолженности около 2% лизингового портфеля. Тем не менее, в 2012 г. аналитики «Эксперт РА» [8] ожидают резкое снижение роста рынка лизинга, сокращение числа мелких лизинговых компаний, незначительное повышение или сохранение на текущем уровне просроченной задолженности даже в случае сохранения макроэкономической стабильности.

Кризис выявил отсутствие системности в работе с просроченной задолженностью и недостаточную развитость практики риск-менеджмента. Поэтому лизинговые компании ужесточили требования к управлению риском. Так, в период кризиса резко увеличилось число компаний, организовавших в своей структуре отделы по управлению риском (в 2009 г. 11 лизинговых компаний в год против пяти-семи компаний в 2005-2008 гг. и одной-двух компаний в 1996-2003 гг.). Тем не менее, снижение просроченной задолженности и усиление конкуренции за клиента способствовали ослаблению критериев риск-менеджмента в посткризисный период. Опросы рейтингового агентства «Эксперт РА» [8] в 2010-2011 гг. топ-менеджеров лизинговых компаний выявили следующие проблемы: отсутствие в структуре компании подразделения риск-менеджмента; необязательность к исполнению решений ко-

митета по рискам; отсутствие адаптации и обновления методик по управлению рисками; отсутствие документов, регламентирующих управление рисками; отступление от утвержденных методик по управлению рисками и др.

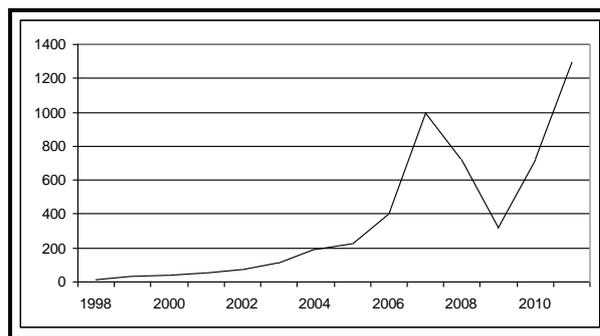


Рис. 1. Динамика объема нового бизнеса в 1998-2011 гг., млрд. руб.

Основным методом управления рисками в российских лизинговых компаниях остается система лимитов (66% респондентов). Вместе с тем, только 29% лизингодателей устанавливают лимиты на объем сделок по отношению к капиталу компании. Помимо этого в 40% компаний используется подход к оценке кредитного риска, основанный на рейтингах лизингополучателей. При этом число групп надежности существенно отличается у разных лизингодателей, принимая значения от трех до двадцати. Для определения группы надежности используются также скоринговые модели (20% компаний), позволяющие с помощью простых методов определить рейтинг лизингополучателя с учетом вероятности просроченной задолженности, а также вероятности убытка от реализации актива в случае наступления дефолта. Однако опыт использования скоринговых систем в лизинговой практике заставляет аналитиков [10] признать их негибким и неработоспособным инструментом и исключить из системы риск-менеджмента.

Все вышесказанное позволяет сделать вывод о необходимости пересмотра системы риск-менеджмента, усовершенствования методик по оценке лизингополучателей малого и среднего бизнеса.

### НАУЧНАЯ ПРОРАБОТАННОСТЬ ПРОБЛЕМЫ

Анализ научных работ также выявил недостаточную проработанность проблем, связанных с количественной оценкой риска в лизинговой компании с учетом индивидуальной (отраслевой, региональной и др.) специфики. Опубликованные работы разнятся типом анализируемого риска (или группы рисков) и методом их анализа. Так, в работе [7] рассматривается портфельный подход к риску лизинговой компании. Автор [2] методом исторического моделирования оценивает риск ликвидности, а для оценки группы рисков предлагает интегральный показатель на основе экспертной оценки внешних и внутренних рискообразующих факторов [3]. В диссертации [4] модифицированным методом дисконтированных денежных потоков осуществляется комплексный инвестиционный анализ лизинговых проектов, учитывающий основные риски и специфику портфеля договоров. В автореферате [1] в качестве базового метода для оценки группы рисков предлагается страхование. Автором [5] рассмотрены проблемы управления портфелем лизинговых сделок с учетом взаимного влияния этих сделок на эффективность всей их совокупности и рисков отдельных сделок. В то же время, все авторы единодушно считают, что целостная методика риск-менеджмента лизинговых ком-

паний отсутствует, а применяемые на практике методы способствуют удорожанию сделки, а не решению проблемы комплексного управления рисками.

Следует отметить, что предлагаемые авторами методики инвестиционной оценки и анализа лизинговых проектов зачастую ориентированы на специфику крупных компаний (например, предполагается, предприятие должно участвовать на фондовом рынке, торгуя своими акциями; поддерживать заранее заданную структуру капитала и др.). Для лизинговых компаний, клиентами которых являются субъекты малого и среднего предпринимательства, наиболее приспособленной считаем стохастическую модель инвестиционного анализа лизингового проекта, предложенную Ю.А. Захаровым [4]. В основе модели лежит метод дисконтированных денежных потоков, который основан на использовании вероятностного подхода, учитывающего возможность непоступления платежа. Приведем краткое описание последовательности оценивания риска лизингового проекта:

- оценка вероятности банкротства лизингополучателя по четырехфакторной модели Иркутской государственной экономической академии (ИГЭА) на основе данных бухгалтерской и финансовой отчетности:

$$R = 8,38 * K_1 + K_2 + 0,054 * K_3 + 0,63 * K_4, \quad (1)$$

где

$K_1$  – отношение оборотного капитала к общей сумме активов;

$K_2$  – отношение суммы чистой прибыли к общей сумме активов;

$K_3$  – оборачиваемость всего капитала как отношение выручки от реализации к общей сумме активов;

$K_4$  – отношение чистой прибыли к затратам;

- оценка кредитного риска на основе статистических данных, отражающих историю осуществления данным клиентом положенных к оплате платежей (для «старых» клиентов) или на основе анализа бухгалтерской или финансовой отчетности предприятия (для новых клиентов);
- расчет вероятности непоступления платежа с учетом объема имеющегося у лизинговой компании портфеля договоров;
- расчет дисконтированных денежных потоков для каждого момента времени;
- оценка эффективности проекта на основе чистой приведенной стоимости ( $NPV$ ), рассчитываемой по формуле:

$$NPV = P_{\text{ен}} + \sum_{i=1}^n R_i * (1 - T) * (1 - P_{\text{кор}}) - H_{\text{ум}} * (1 - T) + Ам * T - НДС / (1 + WACC)^i, \quad (2)$$

где

$P_{\text{ен}}$  – платежи и поступления, связанные с операциями с внеоборотными активами ( $P_{\text{ен}} < 0$  при покупке внеоборотного актива и  $P_{\text{ен}} > 0$  при его продаже);

$R_i$  – лизинговый платеж в рассматриваемый момент времени;

$T$  – ставка налога на прибыль;

$P_{\text{кор}}$  – вероятность непоступления лизингового платежа;

$H_{\text{ум}}$  – налог на имущество;

$Ам$  – начисленная амортизация;

$НДС$  – платежи в бюджет по налогу на добавленную стоимость;

$WACC$  – средневзвешенная стоимость привлеченного капитала.

## КРИТИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ МОДЕЛИ

Произведем апробацию указанной модели лизинга на примере пяти реальных договоров трех клиентов региональной лизинговой компании. Сведения о лизингополучателях не подлежат разглашению, поэтому назовем их **А**, **В** и **С**. Все договора были заключены в течение 2010-2011 г.г. сроком на три года. На момент заключения лизинговых договоров оценка риска лизингодателем не проводилась. Все лизингополучатели подписывали договор лизинга с этой компанией впервые, поэтому для оценки риска используем метод «для новых клиентов».

В соответствии с идеей метода оценки риска лизингового проекта [4], оценили вероятности банкротства трех лизингополучателей на основе модели ИГЭА, а затем на основе  $R$ -счета рассчитали вероятность непоступления лизингового платежа  $P_{\text{кор}}$  для каждого клиента. Результаты оценивания представлены в табл. 1.

Таблица 1

### РЕЗУЛЬТАТЫ ОЦЕНИВАНИЯ ВЕРОЯТНОСТИ БАНКОТСТВА ЛИЗИНГОПОЛУЧАТЕЛЕЙ

Кли-ент	Количество договоров	Вероятность банкротства	Вероятность непоступления платежа, %
А	1	Средняя	42,4
В	3	Средняя	41,8
С	1	Минимальная	30,0

Таким образом, лизингодатель имеет в основном сильно рискованные договора. При этом, лизингополучатель **С** при минимальном уровне банкротства только с вероятностью 70% внесет платеж. По остальным договорам только с вероятностью порядка 58% предполагается, что задолженность не будет образовываться.

На заключительном этапе оценили чистую приведенную стоимость лизингового проекта  $NPV$  на момент заключения каждого договора. Следует заметить, что к моменту проведения расчетов уже был накоплен достаточный объем статистических данных, отражающих историю платежей клиентов. Тогда для определения риска проектов, в соответствии с [4], можно воспользоваться комбинированным методом. Поэтому, помимо  $NPV$ , было решено оценить потоки  $CF$ , приведенные к моменту оценки риска проекта (май 2012 г.). Значение  $CF$  представляет собой оценку эффективности проекта в середине его реализации. Учитывая разную стоимость денег в разные моменты времени, пересчитали  $NPV$  на май 2012 г. Полученные результаты сведены в табл. 2.

Таблица 2

### РЕЗУЛЬТАТЫ ОЦЕНИВАНИЯ ДОГОВОРОВ ПО СТОХАСТИЧЕСКОЙ МОДЕЛИ

№ договора	NPV		CF
	На начало проекта	На момент анализа	
1	-480 748,55	-582 510,71	14 967,27
2	1 747,72	1 978,32	48442,90
3	41 484,37	46 512,28	192 127,46
4	-823 190,59	-914 204,24	192 795,88
5	199 370,47	225 675,38	564 981,51

Отрицательные значения  $NPV$ , полученные на основе методики «для новых клиентов», говорят о нецелесообразности принятия договоров №1 и №4 в самом начале их реализации. Таким образом, лизингодатель,

изучив присущие проектам риски, для подстраховки от возможных убытков должен был отказаться от заключения двух договоров лизинга. С другой стороны, проанализировав положительные значения потока  $CF$ , оцененного на основе данных о платежах, можем сделать противоположные выводы, признав все проекты эффективными. Действительно, лизингополучатели **A** и **B** полностью вносили лизинговые платежи без задержки. Выходит, что лизинговая компания могла бы потерять двух потенциальных клиентов, добросовестно относящихся к взятым на себя обязательствам. Поэтому считаем, подход «для новых клиентов» в данном случае не обеспечивает поиска оптимального соотношения между желаемым уровнем развития лизинговой компании и приемлемым уровнем риска.

Попытаемся разобраться в причинах неудовлетворительного качества оценки риска лизингового проекта. Данная методика, на наш взгляд, занижает оценку эффективности лизингового проекта за счет завышения вероятности непоступления платежа  $P_{кор}$ . В формуле (2) предполагается, что вероятность непоступления платежа остается неизменной на протяжении действия договора. Как отмечается в [1], для многих проектов характерно наличие рисков в начальные периоды с постепенным снижением их к концу реализации. Таким образом, прибыльные проекты, не предполагающие со временем существенного увеличения риска, могут быть оценены неверно и отклонены. Кроме того, наблюдаются резкие переходы в значениях чистой приведенной стоимости проекта при смене вероятности непоступления платежа. Так, при изменении  $P_{кор}$  на 0,01 значение  $NPV$ , рассчитываемое по формуле (2), может изменить знак на противоположный.

В свою очередь вероятность непоступления лизингового платежа рассчитывается в зависимости от значения  $R$ -счета из иркутской модели (1). Как известно, на сегодняшний день разработано большое количество моделей для оценки вероятности банкротства как зарубежных, так и адаптированных к российским условиям. В связи с этим дополнительно было решено произвести оценку вероятности банкротства для «проблемных» предприятий **A** и **B** на основе наиболее известных моделей оценки вероятности банкротства (см., например [9]). Результаты представлены в табл. 3.

Как видно из таблицы, результаты по авторским моделям существенно отличаются в своих оценках вероятности банкротства. При этом значение  $R$ -счета модели ИГЭА не коррелирует со значениями других моделей. Следует учесть, что значения весовых коэффициентов и пороговых значений итогового показателя модели ИГЭА рассчитаны на основе торговых предприятий г. Иркутска в далеком 1997 г. Таким образом, модель ИГЭА не учитывает отраслевую и региональную специфику функционирования предприятий, а также качественные факторы (например, экономический кризис, кредитные ограничения и др.). Применение зарубежных моделей (Альтмана, Таффлера, Фулмера) к финансовому анализу отечественных предприятий, бесспорно, требует осторожности, так как они не учитывают специфику российского бизнеса и экономическую ситуацию в стране. Кроме того, общим недостатком моделей являются резкие переходы от одной оценки финансовой состоятельности к другой. Более того, применение моделей банкротства для ма-

лых российских предприятий считается невозможным ввиду «непрозрачности» бизнеса, а также отсутствия грамотного финансового учета, упрощенной бухгалтерской отчетности на них [6]. Поэтому проблема оценки вероятности банкротства остается открытой и требует дальнейшего исследования. А стохастическая модель инвестиционного анализа лизингового проекта [4] требует пересмотра в части замены модели вероятности банкротства ИГЭА, оценочной формулы вероятности непоступления лизингового платежа  $P_{кор}$ , а также уточнения некоторых коэффициентов, которые задаются экспертно.

Таблица 3

### ОЦЕНКА ВЕРОЯТНОСТИ БАНКРОТСТВА НА ОСНОВЕ РАЗЛИЧНЫХ МОДЕЛЕЙ ДЛЯ ПРЕДПРИЯТИЙ А И В

Модель	Клиент	Оценка вероятности банкротства		
		2009	2010	2011
Модель Альтмана (двухфакторная)	A	Меньше 50 %		
	B	Меньше 50 %		
Модель Альтмана (пятифакторная)	A	Минимальная	Максимальная	Максимальная
	B	Минимальная	Максимальная	Максимальная
Модель Таффлера	A	Неплохие долгосрочные перспективы		
	B	Неплохие долгосрочные перспективы		
Модель Фулмера	A	Наступление банкротства неизбежно		
	B	Наступление банкротства неизбежно		
Модель Спрингейта	A	Низкая		
	B	Низкая		
Модель Сайфуллина-Кадыкова	A	Неудовлетворительное финансовое состояние		
	B	Неудовлетворительное финансовое состояние		
Модель Зайцевой	A	Незначительная		
	B	Высокая		
Критерий Альтмана для отечественных предприятий	A	Минимальная		
	B	Минимальная		

Резюмируя и подводя итог вышесказанному, отмечаем о необходимости в теории и практике лизинга активизировать усилия по разработке методик оценки риска с учетом региональной и отраслевой особенностей, ориентированных на работу с лизингополучателями в сфере малого и среднего бизнеса. Работа в этом направлении уже начата. Так, рейтинговое агентство «Эксперт РА» [8] совместно с Объединенной лизинговой ассоциацией (ОЛА) в июле 2012 г. приступили к созданию отраслевого стандарта управления рисками в лизинговой сфере, который будет носить рекомендательный характер и не затрагивать индивидуальные методики принятия решений в лизинговой компании.

Гафарова Елена Аркадьевна

Мулюкова Алия Радиковна

## Литература

1. Ахметзянов И. Р. Оценка и управление инвестиционными рисками (на примере лизинговой компании) [Текст] : автореф. дис. ... канд. экон. наук / И.Р. Ахметзянов. – М., 2007. – 18 с.
2. Зарипов Р.Я. Управление риском ликвидности в рамках финансового менеджмента лизинговой компании [Текст] / Р.Я. Зарипов // Проблемы анализа риска. – 2008. – Т. 5. – №4. – С. 40-65.
3. Зарипов Р.Я. Управление хозяйственными рисками в предпринимательской деятельности организаций в сфере лизингового бизнеса [Текст] : автореф. дис. ... канд. экон. наук / Р.Я. Зарипов. – Уфа, 2010. – 28 с.
4. Захаров Ю.А. Разработка моделей оценки риска инвестиционных проектов финансового лизинга [Текст] : автореф. дис. ... канд. экон. наук / Ю.А. Захаров. – М., 2007. – 223 с.
5. Кокин Д.И. Управление портфелем лизинговых сделок [Текст] : автореф. дис. ... канд. экон. наук / Д.И. Кокин. – Тула, 2010. – 20 с.
6. Криони А.Е. Риск банкротства российских малых предприятий и методы их предотвращения [Текст] / А.Е. Криони // Менеджмент в России и за рубежом. – 2009. – №1. – С. 94-100.
7. Пантешкина А.А. Управление финансовыми рисками лизинговой компании [Текст] : автореф. дис. ... канд. экон. наук / А.А. Пантешкина. – СПб., 2007. – 18 с.
8. Рейтинговое агентство «Эксперт» [Электронный ресурс] : официальный сайт. – Режим доступа: <http://www.raexpert.ru/researches/leasing/>.
9. Савицкая Г.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия [Текст] : учеб. / Г.В. Савицкая. – 5-е изд., перераб. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2011. – 534 с.
10. Солдатова А. Скоринг на распутье [Текст] / А. Солдатова // Лизинг ревю. – 2010. – №4. – С. 28–33.

## Ключевые слова

Лизинг; риск; риск-менеджмент; управление риском; модель оценки вероятности банкротства; оценка риска лизингового проекта; чистая приведенная стоимость лизингового проекта.

## РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность проблемы. Управление динамично развивающимся российским рынком лизинга в условиях экономической нестабильности невозможно без системы комплексного управления рисками, основанной на оценке рисков как единичного лизингового проекта, так и всей компании в целом. Большинство из разработанных на сегодняшний день методик риск-менеджмента ориентированы на специфику крупных компаний. Проблемам управления рисками лизингового проекта в сфере малого и среднего бизнеса в экономической литературе не уделяется достаточного внимания. В свете этого тема рецензируемой статьи является актуальной.

Научная новизна и практическая значимость. Авторами поднимается проблема низкой теоретической проработанности методов количественного анализа риска лизингового проекта. В настоящий момент широко применяются методы риск-менеджмента по оценке платежеспособности и финансовой устойчивости лизингополучателя. Представленные в статье расчеты по оценке рисков лизинговых проектов на основе реальных данных показывают невозможность получения объективной оценки вероятности банкротства лизингополучателя в сфере малого и среднего предпринимательства, а также вероятности непоступления платежа. Считаем, что статья представляет интерес как в научном, так и практическом плане.

Заключение. Рецензируемая статья отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к опубликованию в журнале «Аудит и финансовый анализ».

*Бахитова Р.Х., д.э.н., доцент, профессор, зав. кафедрой математических методов в экономике Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Башкирский государственный университет»*