**Правительство Российской Федерации**

**Федеральное государственное автономное образовательное**

**учреждение высшего профессионального образования**

**«Национальный исследовательский университет**

**"Высшая школа экономики"»**

**Санкт-Петербургский филиал федерального государственного**

**автономного образовательного учреждения высшего профессионального образования**

**«Национальный исследовательский университет "Высшая школа экономики"»**

**Факультет экономики**

**Кафедра финансовых рынков и финансового менеджмента**

**БАКАЛАВРСКАЯ РАБОТА**

На тему: «Возвратный лизинг как способ финансирования оборотных средств»

Направление экономика

Студент группы №141 К.А. Трофимов

(подпись)

Научный руководитель

доцент, к.э.н. И.Д. Котляров

(подпись)

Санкт-Петербург

2014

Оглавление

[Введение 3](#_Toc389628863)

[ГЛАВА 1. Теоретические аспекты и методические основы анализа возвратного лизинга. 6](#_Toc389628864)

[1.1. Оборотные средства 6](#_Toc389628865)

[1.2. Факторинг 8](#_Toc389628866)

[1.3. Возвратный лизинг 11](#_Toc389628867)

[ГЛАВА 2. Положение возвратного лизинга в современных условиях. 28](#_Toc389628868)

[2.1. Сравнение возвратного лизинга с другими видами финансирования оборотных средств 28](#_Toc389628869)

[2.2. Анализируемые данные 32](#_Toc389628870)

[2.3. Рынок возвратного лизинга 34](#_Toc389628871)

[ГЛАВА 3. Построение модели и анализ условий использования возвратного лизинга на предприятии. 39](#_Toc389628872)

[3.1. Построение модели изменения стоимости акций компаний в результате применения возвратного лизинга. 39](#_Toc389628873)

[3.2. Анализ условий использования возвратного лизинга фирмой Tesco. 49](#_Toc389628874)

[Заключение 54](#_Toc389628875)

[Список литературы 57](#_Toc389628876)

# Введение

Лизинг уже давно зарекомендовал себя как способ обновления фондов компаний, инструмент развития различных отраслей экономики. Однако по-другому обстоит дело с иными видами лизинг услуг, в частности, с возвратным лизингом.

Возвратный лизинг представляет собой разновидность финансового лизинга, однако схема его применения отличается, что ведёт и к иному предназначению его использования. В отличие от традиционного лизинга, в возвратном поставщик оборудования и лизингополучатель являются одним лицом. В результате сделки меняется владелец имущества, однако оно продолжает функционировать на прежнем месте, а бывший владелец получает деньги, необходимые ему для ведения бизнеса.

Таким образом, возвратный лизинг является не средством обновления основных фондов компании, а способом финансирования оборотных средств компании. Его суть заключается в том, что фирмы высвобождает ресурсы из внеоборотных активов и получает возможность использовать их уже в своей операционной деятельности.

Актуальность данного исследования заключается в том, что возвратный лизинг позволит расширить источники финансирования компании, и более того, его применение полезно в условиях кризиса. Однако он практически не был исследован в рамках российский работ, что говорит о широком поле для изучения. А также по сравнению с предыдущими работами в данном исследовании происходит сравнение не только в рамках одного рынка, а также и отчасти между рынками США и Европы.

Целью данной работы является анализ изменения цен на акции фирм, связанное с использованием возвратного лизинга. Объектами исследования являются американские и европейские публичные компании. Предмет исследования - цена акций фирм, участвующих в сделках возвратного лизинга.

Для достижения поставленной цели будут выполнены следующие задачи:

* Изучение оборотных фондов и различных способов финансирования их;
* Изучение практики анализа возвратного лизинга в рамках исследований зарубежных учёных;
* Сравнение возвратного лизинга с другими методами финансирования оборотных средств;
* Рассмотрение рынка возвратного лизинга в России;
* Анализ влияния возвратного лизинга на зарубежные компании;
* Рассмотрение условий использований фирмой возвратного лизинга.

Нулевая гипотеза регрессии – возвратный лизинг имеет положительный эффект на цену акций компании. В рамках работы в первой главе будет рассмотрено понятие оборотных фондов и важные, которые возникают при работе с ним. Одной из потенциальных проблем для каждой фирмы является недостаточно высокая оборачиваемость оборотных средств. С ней, путём работы с дебиторской задолженностью, помогает справиться факторинг. Он не является дешёвым способом финансирования оборотных средств, но его ключевой особенностью является то, что он позволяется финансировать производственный процесс с помощью дебиторской задолженности, то есть оборотных активов. С другой стороны, зачастую фирме не хватает размера оборотных средств, и в этом случае возвратный лизинг позволяет привлечь оборотных средства, без увеличения размера обязательств, задействуя внеоборотный капитал компании. В этой главе будут рассмотрены основные аспекты, касающиеся применения этих двух способ финансирования. Однако возвратный лизинг рассмотрен более тщательно и будет изучен опыт анализа его в зарубежных работах.

В следующей главе проведено сравнение 3 видов финансирования оборотных средств: банковский кредит, факторинг и возвратный лизинг. В рамках его сравнительная таблица ключевых особенностей данных видов финансирования и прокомментированы ниже. Также в данной главе кратко приведены данные, которые будут проанализированы в рамках третьей главы, а также приведены данные по рынку возвратного лизинга.

В рамках третьей главы построена модель влияния возвратного лизинга на стоимость компании. В целях получения наиболее надёжной модели были сделаны несколько спецификаций. Также был проведён анализ отчётностей компании, которая использовала возвратный лизинг в своей деятельности.

# ГЛАВА 1. Теоретические аспекты и методические основы анализа возвратного лизинга.

## Оборотные средства

Обязательным условием существования и проведения фирмой своей деятельности является наличие текущих активов. Любая компания должна иметь достаточную сумму средств для осуществления текущих операций. Оборотные активы фирмы являются средством обеспечения их непрерывного оборота на всех стадиях деятельности, чтобы покрывать потребности производства в денежных и натуральных ресурсах, обеспечивать своевременные и полные расчёты с кредиторами; эффективность их использования должна непрерывно анализироваться и повышаться.

Одним из ключевых аспектов осуществления эффективной хозяйственной деятельности компании является грамотное использование имеющихся фондов, и один наиболее важных аспектов – оборотные средства. Их состояние и уровень эффективности использования – одно из главных условий для успешного существования фирмы. Совершенствование и изменение рыночных отношений создают новые условия их применения. Инфляция, невыплаты задолженностей и другие явления создают необходимость для предприятия варьировать свою политику использования оборотных средств, осуществлять поиск новых путей пополнения их, изменять структуру имеющихся.

Важной чертой, характеризующей состояние оборотных активов, является скорость оборота. Функциональное участие в осуществлении деятельности текущими активами отлично от основных средств. Их задача – обеспечение непрерывности в операциях компании.

Необходимо правильно использовать оборотные активы, разрабатывать и привносить в практику мероприятия, которые уменьшают материальные затраты в деятельности и способствуют увеличению скорости оборота текущих активов. В результате увеличения оборачиваемости осуществляется их высвобождение, что несёт ряд позитивных эффектов для компании. Эффективно оперируя оборотными средствами, компания достигает такого экономического положения, при котором соблюдается баланс ликвидности и доходности.

В ходе осуществления деятельности фирме необходимы активы, потребляемые полностью в течение одного операционного цикла, вот почему они называются оборотными. Они выражаются в виде финансовых средств, сырья, незавершённого производства, нереализованной продукции и некоторыми другими в зависимости от специфики деятельности компании.

По своей временной структуре оборотные средства являются используемыми активами в период не более 12 месяцев. Оборотные средства полностью потребляются в ходе операционной деятельности, поэтому их стоимость включается в цену изготовленной продукции (оказанных услуг, осуществлённых работ).

Под составом оборотных средств следует понимать совокупность элементов входящих в них: запасы сырья, готовая продукция, незавершённое производство, расходы будущих периодов, продукция отгруженная, дебиторская задолженность, финансовые средства на счетах предприятия и в кассе.

Источниками образования оборотных средств являются собственные и заёмные средства. Собственные оборотные активы создаются при помощи собственного капитала компании, который состоит из уставного капитала, резервного капитала, нераспределённой прибыли. Заёмные оборотные средства формируются за счёт привлечённых пассивов, таких как: банковские кредиты, кредиторская задолженность и другие.

Некоторые из составляющих оборотных средств не участвуют напрямую в производственном процессе или оказании услуг компанией, а являются следствием от осуществления деятельности фирмой. Дебиторская задолженность является такой составляющей, и работа с ней является важной и, порой, ключевой для менеджмента малого и среднего бизнеса.

## Факторинг

Для небольших компаний несомненной и распространённой проблемой является финансирование. В частности, многим фирмам сложно финансировать свой производственный цикл, после того как продукция была отгружена, покупатели просят 30-90 дневной срок для оплаты. В этот срок, продавцы выписывать накладную, которая отражается для покупателя в виде счёта к уплате, а для продавца счёта к получению, который является неликвидным активом до получения платежа.

Для целей снижения потерь от наличия неликвидного актива в балансе компании обращаются к факторингу. Факторинг – это тип финансирования продавца, в котором фирмы продают кредитоспособные счета к уплате с дисконтом (обычно равным проценту плюс издержкам) и получают наличность. Факторинг это не кредит, и при использовании его не появляется дополнительных задолженностей в балансе компании, однако он предоставляет финансирование оборотного капитала.

Мировой характер характера факторинга предполагает, что он может иметь преимущества относительно других видов займа [27], таких как заём обеспеченный постоянными активами. Факторинг представляет собой значимый инструмент предоставления финансирования для информационно высоко рискованных продавцов. Его ключевая характеристика заключается в том, риск невыплаты относится к компании выписавшей счет, а не к участнику факторинговой сделки. К примеру, факторинг может быть удачно применён для финансирования через дебиторскую задолженность крупных или иностранных фирм, когда эти счета к выплате принадлежат более кредитоспособным организациям, чем продавец.

Факторинг может быть определённо популярным в финансовых системах и странах со слабым правовым регулированием [42]. По примеру традиционных форм коммерческого кредитования, факторинг предоставляется для малых и средних предприятий. Однако его отличительное свойство состоит в том, что факторинг включает в себя покупку прав на счета к уплате, а не создание залогов, обеспечивающих кредит. Преимущество факторинга в слаборазвитых бизнес условиях заключается в том, что в случае банкротства фирмы, то есть кредитора, счета, по которым были получены денежные средства в рамках факторинга, будут принадлежать фактору. Другими словами, в случае коллапса предприятия, у фактора сохранятся активы, обеспечивавшие финансирование кредитора.

Механизм факторинга заключается в том, что покупаются активы, которые выражаются в счетах к уплате, кредитора фактором с дисконтом. Оставшаяся сумма выплачивается кредитору, когда фактор получает выплату по счетам, за вычетом процента и комиссий. К примеру, фактор может предложить кредитору 70% выплату от цены счетов сразу и оставшиеся 30%, за вычетом процента и комиссий, когда получит платежи по данным обязательствам. Процент, получаемый в начале сделки, определяется сложившейся исторически ситуации на рынке, которая может отличаться как на уровне отдельной страны, так и для каждой отдельно взятой компании.

Факторинг может быть с регрессом и без регресса по отношению к кредитору. В случае без регрессного факторинга, фактор получает не только счета к уплате, но и большую часть рисков, так как он не имеет права вернуть счета кредитору в случае дефолта дебитора или иных проблем связанных с получением денежных средств. В случае с регрессом фактор имеет права вернуть счет, не выплачивая по нему денежных средств, в случае каких-либо проблем с получением задолженности по счетам к уплате.

Важной характеристикой факторинговых отношений является то, что фактор, как правило, выплачивает авансом менее 100% всей стоимости задолженностей по счетам, хотя приобретает право на них полностью. Разница между авансовой суммой и всей суммой задолженности дебитора по счетам создаёт резерв для фактора. Этот резерв используется для покрытия каких-либо проблем, связанных с выплатой по счетам. Таким образом, в факторинге без регресса, риск распределяется между фактором и его клиентом в виде резерва.

Факторинг также может быть использован с уведомлением или без него. Уведомление подразумевает, что покупатели извещены о том, что их задолженности были проданы фактору. Информирование также подразумевает, что дебитор предоставляет фактору связанные со сделкой документы – счета-фактуры, обязательства по счетам и другие.

Факторинг может быть рассмотрен как пакет услуг. В дополнение к финансовому компоненту, факторы обычно предоставляют 2 сопутствующие услуги своим клиентам: кредитные и коллекторские услуги. Кредитные услуги включают в себя оценку кредитоспособности дебитора. Фактор оценивает основываясь на собственных данных и публично доступных о платежеспособности дебитора. Коллекторские услуги подразумевают деятельность, связанную со сбором платежей по просроченным обязательствам и минимизации потерь по ним. Это включает в себя уведомление дебитора о том, что его счета неуплачены в срок и принуждение к выплате через судебные органы. Таким образом, факторинг позволяет малым и средним предприятиям эффективно проводить аутсорсинг своих кредитных и коллекторские функций при помощи фактора. Это показывает ещё одно отличие между факторами и обычным коммерческим кредиторами.

Факторинг задействует в получении денежных средств активы, не приносящие дохода в краткосрочном периоде. Используя его, компания способна расширить возможности финансирования своего операционного цикла. Однако эта возможность лимитирована размером дебиторской задолженности, величина которой не велика по отношению к общему капиталу компании.

В связи с этим существует иной метод финансирования оборотных средств, позволяющий получить доступ к денежным средствам за счёт имеющихся активов и без расширения пассивов и, не увеличивая задолженности.

## Возвратный лизинг

Возвратный лизинг был впервые введён в практику компанией Safeway Stores в 1936 году. Safeway использовали эту технику для продажи своих супермаркетов и включали договор об обратном выкупе продаваемой собственности. С того времени банки и корпорации продавали и брали в лизинг свои головные офисы и другие здания или землю для увеличения рабочего капитала, для выплаты кредитов и других задолженностей и в целях получения преимущества от увеличившейся стоимости амортизируемой собственности. При использовании возвратного лизинга, контроль над собственностью обычно остаётся за компанией продающей актив. В большинстве случаев, продавец заключает долгосрочный лизинговый контракт с дополнительными деталями и возможностью выкупить собственность. Цена за недвижимость является договорной между сторонами участвующими в сделке возвратного лизинга.

Возвратный лизинг – это результат противостояния финансирования в рамках лизинга и традиционного банковского кредитования. Лизинговые компании обычно более лояльны к своим клиентам, чем банковские и кредитные организации, и в случае с возвратным лизингом, их отношение выражается в том, что они максимально доверяют своему клиенту, посредством приёма его имущества, уже использованного, на свой баланс.

По своему виду возвратный лизинг выглядит похожим на финансовый лизинг, но его цель не изменение своих производственных мощностей, а работа уже с имеющимися внеоборотными активами предприятия. Суть сделки заключается в том, что компания в рамках её продает свои активы лизингодателю и оформляет лизинговый договор на них. В рамках сделки может быть заключено соглашение о выкупе имущества по истечении срока лизинга. При этом техника, оборудование и иные предметы лизинговой сделки не перемещаются, а остаются на предприятии, то есть изменяется не их физическое местонахождение, а их юридический статус.

Для предприятия использование возвратного лизинга представляется альтернативой банковского кредита с залогом. Осуществляя продажу имущества лизингодателю, предприятие высвобождает денежные средства, но фактическое использование оборудования не останавливается. В дополнение к этому лизингополучатель приобретает возможность оптимизировать своё налогообложение за счет осуществления ускоренной амортизации, включение лизинговых платежей в расходы, снижающие величину прибыли и экономия на налоге на имуществе.

Более того, получение денежных средств компанией не связано с необходимостью владения залоговой недвижимостью, так как лизингодатель приобретает право собственности на него. Кроме того существует возможность более лояльного оценивания стоимости имущества участвующего в сделке, по сравнению с оценкой, которую осуществит банк.

Возвратный лизинг фактически может использоваться для работы с разными видами внеоборотных активов по их износоустойчивости. Однако, вследствие того, что автотранспорт и спецтехника имеют относительно быстрый физический износ и амортизацию, то они редко являются предметом возвратного лизинга. Чаще всего в данном виде сделки используются активы, имеющие высокую первоначальную стоимость и хорошую ликвидность, и в тоже время обладающие длительным сроком эксплуатации.

Несмотря на все имеющиеся положительные моменты, у возвратного лизинга есть и слабые стороны. В теории применение налоговых льгот при использовании возвратного лизинга возможно, однако их применение может привлечь внимание надзорных налоговых структур. Согласно законодательству, одно и то же лицо в праве выступать в качестве продавца и лизингополучателя.

Какие-либо действия по снижению выплачиваемых налогов, особенно те, суть которых чётко не установлена законодательством, в той или иной мере привлекают внимание надзорных органов. Так как некоторые предприятия могут принять участие в сделке возвратного лизинга исключительно с целью снижения выплачиваемых налогов.

Двоякое значение имеет тот факт, что в отличие от классического лизинга, в возвратном отсутствует третья сторона – поставщик оборудования. С одной стороны, это повышает скорость осуществления сделки, так как отсутствует необходимость согласования всех параметров и условий купли-продажи с компанией, осуществляющие поставку оборудования. Также исчезают риски, которые являются связанными с поставкой оборудования, по причине того, что предмет сделки уже находится у предприятия, осуществляющего его эксплуатацию. В тоже время, возникает риск у лизингодателя в связи с использованием бывшего в употреблении актива в качестве предмета лизинга.

В частности это заключается в том, что предметом сделки является не новый актив, который уже может не иметь гарантий производителя, и также его ликвидационная стоимость снижена. Существует для лизингодателя и риск того, что лизингополучатель откажется от использования актива, то есть разорвёт соглашение раньше установленного срока, со своей стороны получив деньги за малоиспользуемый актив, оставив покупателя с изношенным оборудованием.

Покупка и последующий лизинг собственности не единственный способ получить средства для фирмы. Начиная с конца 1980-х годов, в Европе стала распространяться секьритизация собственности, выйдя на мировой рынок из Великобритании. С 1996 года она широко распространилась, используясь для реализации таких крупных проектов в Великобритании как: Комплекс Бродгейт в Лондоне, строительство зданий в Канари-Уорф и возведение 2 огромных торговых центра в регионах Англии.

Секьюритизационное финансирование схоже с кредитованием банковскими займами, так как оно вовлекает обеспечение активами и релевантные денежные счета. Ссуда является эффективным активом эмитента и служит обеспечением для эмитента при получении денежных займа от инвесторов.

Заём, как правило, разделяется на несколько уровней (обычно ААА, АА, А, ВВВ), каждый их которых имеет разные характеристики прибыльности и риска. Заём, купленный инвесторами, выплачивается при помощи денежного потока (арендной платы), создаваемой недвижимостью или продажей этой недвижимости.

В начале 2000-х, Европейский рынок коммерческих ипотечных ценных бумаг наблюдал ситуацию финансирования при помощи отделения прав на собственность у корпоративных владельцев. Возвратный лизинг стал набирающим популярность трендом среди корпораций, основанный на ряде факторов ведущих к применению его, таких как: необходимость в финансировании, фокусирование на основной сфере деятельности, а не на капитале и ресурсах содержащихся в собственности, и рационализация потребностей в пространстве для работы с дополнительной гибкостью благодаря лизингу. Целью является аутсорсинг управления собственностью третьей стороне, также как и управление балансом. Сделки возвратного лизинга не новое явление для рынка собственности, но секьюритизация относительно недавний тренд для Европы. Традиционно, такие институциональные игроки как страховые компании, пенсионные фонды и финансируемые банком фонда собственности являются покупателями таких портфелей. Однако, там где высоко кредитоспособные арендаторы продают собственность, долговременное финансирование будет иметь распространение через секьюритизацию благодаря высокому кредитному качеству предлагаемых бумаг, обеспеченных арендным потоком, который в свою очередь опирается на стоимость недвижимости.

В начале 2000-х это были сделки с участием телекоммуникационных компаний, энергетических и ритейлерных корпораций. Рынок расширился благодаря тому, что на него пришли компании с нестабильным финансовым состоянием ищущие возможность уравновесить свои бухгалтерские счета.

Мотиваторами для данных операций являются различные факторы, что создаёт различные структуры такого финансирования. Виды структур могут быть суммированы следующим образом:

* Продажа и возвратный лизинг: собственность продаётся имущественному инвестору, и её уже бывший владелец становится арендатором, использующим её, по договору лизинга. Такая схема используется для полной продажи актива корпорацией.
* Сохранение в собственности и возвратный лизинг: собственность переходит дочерней компании и арендуется обратно. При этой структуре корпорация оставляет за собой право собственности на актив; происходит фокусирование на долговременное финансирование.
* Лизинг и возвратный лизинг: арендное право по лизингу продаётся третьей стороне, которая по уже иной процентной ставке заключает контракт на более короткий по времени лизинг.

Существуют различные работы, рассматривающие предпосылки ведущие к использованию возвратного лизинга, а также факторы, которые могут сделать использование такого метода финансирования оборотных средств более или менее эффективным для компании.

В некоторых исследованиях выделялись причины использования данного вида сделок. В частности, у Диксона и других авторов в работе 2000 года [14] выделены следующие предпосылки, ведущие к использованию возвратного лизинга:

* Фокусирование на акционерной стоимости компании
* Сделки по слиянию и поглощению.
* Переход на полный аутсорсинг недвижимости и капитала.
* Бухгалтерские аспекты.

В работе Р.Барриса [4] выделены другие причины для использования возвратного лизинга, которые устойчивы независимо от того принадлежит ли компания к публичным или нет:

* Привлечение средств – как публичные так и частные компании стремятся увеличить привлечь средства. В случае частного сектора, средства нужны для реинвестирования в основное производство или стабилизировать бухгалтерские счета. Для государственных предприятий продажа недвижимости является формой приватизации, которая позволяет привлечь средства без увеличения объёма займов. В обоих случаях привлечение средств происходит без увеличение количества обязательств на счетах компании.
* Диверсификация источников капитала – способ для компании найти новые источники финансирования
* Улучшение эффективности управления собственностью. Большая часть корпораций и государственных компаний имеют подозрение в том, что их собственные менеджеры не являются самыми эффективными распорядителями собственностью компании. Возвратный лизинг недвижимости это способ перейти к аутсорсингу управления собственности. Более того, продавая собственность третьей стороне, корпорация ставит себя в условия необходимости выплаты арендной платы и различных сервисных платежей, что повышает стремление эффективно использовать пространство.
* Гибкость в использовании недвижимости. В некоторых отраслях, таких как телекоммуникационная, финансовые сервисы или информационные технологии, стабильность скорее исключение, а постоянное изменение – правило. Компании осознают тот факт, что их способность реагировать на изменения тесно связано с имеющейся собственностью, характеристики которой могут уже не подойти к новым условиям, сложившимся на рынке.
* Отказ от низкоэффективных активов. Компании зачастую находятся в условиях, когда необходимо улучшить доходность собственного капитала. По факту, многие компании ставят целью достичь высоких показателей ROCE и ROE. И данные показатели обычно выше для той собственности, которая потенциально будет продана. И продав такую недвижимость или другой внеоборотный актив, компания автоматически повысить показатели.

Существуют различные гипотезы, которые объясняют стремление фирм использовать возвратный лизинг, с какой-то стороны их можно назвать мотиваторами к сделке аналогично предложенным выше, однако некоторые из них проверялись при помощи построения моделей, проведения опросов. В то время как некоторые из потенциальных мотиваторов могут быть выявлены лишь опытом работы с данными сделками, гипотезы являются проверяемыми эмпирически.

Одной из главных гипотез, проверяемой в различных работах является влияние налогов на использование возвратного лизинга. Данный подход актуален тем, что при существовании различных ставок для разного вида бизнеса или разных рынков обе фирмы получают преимущества при использовании данной операции. Если налоговая ставка ниже для лизингодателя и выше для лизингополучателя, то лизингополучатель переносит налоговые выплаты. Возвратный лизинг предоставляет возможность перенести или «продать» налоговый щит, который в тоже время не увеличивает величину обязательств компании. Таким образом, если лизингополучатель может продать свои активы лизингодателю, у которого высокая вероятность иметь более низкие налоговые ставки по данной собственности, то покупатель будет готов заплатить даже больше, чем они стоят для лизингополучателя. Лизингодатель «покупает» данный налоговый щит снижением лизинговых платежей, таким образом, уменьшая финансовую стоимость актива. Налоговые выгоды тем больше, чем больше разница между наиболее низкой доступной налоговой ставкой лизингодателя по сравнению с лизингополучателем.

Другой, подлежащей анализу гипотезой, является асимметрия информации на рынке, что выражается в финансовой стоимости заключения контракта. Возможно существование агентских проблем между менеджерами и кредиторами. Если фирма близка к дефолту, то менеджеры могут принять проекты с чистой приведённой стоимостью меньшей нуля, которые они бы отвергли в мире без информационной асимметрии. Другая агентская проблема недоинвестирования возникает при наличии у менеджера информации, которой нет у владельцев. Это ведёт к тому, что менеджер может отвергнуть проект с позитивной чистой приведённой стоимостью, который в мире с совершенной информацией он был бы вынужден принять. И ключевой недостаток заключается в том, что внутренняя стоимость капитала менее ценна, чем обязательства перед кредиторами. В то время как лизинг является более приоритетным долгом, чем другие обязательства перед кредиторами, и когда фирмы являются подверженными информационной асимметрии, лизинг может стать более дешёвой формой финансирования по сравнению с кредитованием.

Иной гипотезой является угроза банкротства. По сравнению с обеспеченным кредитом, лизинг имеет потенциал уменьшить стоимость банкротства. Банкротство является легальным механизмом, по которому активы фирмы распределяются по требованиям в случае дефолта по обязательствам компании. Когда вероятность дефолта высока, фирма может уменьшить стоимость банкротства ex ante, используя контракты, которые снижают правовое вмешательство. По схожим с обеспеченным кредитом видом, лизинг имеет потенциал снизить стоимость финансового банкротства завязывая требования кредитора на определённом активе.

Эйстфелдт и Рампини [15] заявляли, что возможность лизингодателя запросить актив является одним из главных преимуществ лизинга. В случае банкротства, лизинг расценивается приоритетным по сравнению с долгом и собственностью и таким образом упрощается возврат. В этом случае, лизингодатель может предоставить больший кредит, чем традиционный кредитор, чьи требования обоснованы обеспечением кредита тем же самым активом. Потенциал лизинг заключается в уменьшении стоимости финансовых затруднений, который будет реализован в случае высокой вероятности банкротства фирмы.

Ещё одной гипотезой является потенциальная ограниченность капитала. Фирма, использующая возвратный лизинг, обладает низкими запасами ликвидности и встречает высокую стоимость финансирования, создающую ограничения капитала. Соответственно, фирмы должны иметь более высокую склонность к использованию возвратного лизинга, если они имеют низкую ликвидность и необходимость в денежных средствах для погашения текущих обязательств и расширять фонды.

Уникальность возвратного лизинга заключается в том, что он преобразует собственность в активах в рабочий капитал. Продажа и возвратный лизинг активов позволяет корпорациям улучшить ликвидность, расширить операции и инвестировать в ключевой бизнес. Фонды также могут быть использованы, чтобы снизить величину обязательств с целью улучшить баланс компании или уменьшить стоимость финансовых затруднений. Возвратный лизинг предоставляет возможность финансирования которые кредитоограничены.

Однако в данных статьях используется, в основном, опыт работы в данном виде операций и на основе этого строятся модели. Данный тип работ важен, но рассмотрим другие примеры анализа возвратного лизинга. Во-первых, это качественный анализ возвратного лизинга, используя мнения и опыт специалистов, связанных с таким видом операций.

Таблица 1

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Качественный анализ возвратного лизинга (ВЛ) | | |
| Критерий/работа | Whittaker [49] | Ling N.L.F.J [29] |
| Тип данные | Опрос группы специалистов из 15 человек | Анализ имеющихся результатов опросов и интервью |
| Цель работы | Выявление ключевых факторов сделки ВЛ для лизингополучателя | Определение ключевых характеристик для двух сторон |
| Регион опроса | Великобритания | Малайзия |

Как видно из представленной таблицы, авторы подходили по-разному к проведению анализа. В начале рассмотрим более раннюю работу.

В своей работу Уиттакер (2008) провел исследование возвратного лизинга в области гостиничных операторов. Для получения необходимой информации он опросил группу людей в составе 15 человек, тесно связанных со сделками возвратного лизинга, состоящей из:

* 6 руководителей крупных и средних гостиничных операторов;
* 3 инвесторов в гостиничную собственность;
* 3 консультантов по сделкам с недвижимостью, связанных с оценкой и заключением контрактов по возвратному лизингу;
* 2 адвокатов, специализирующихся на сделках возвратного лизинга в гостиничной сфере;
* 1 финансового консультанта

На основе собранных данных автор выводит ключевые вопросы, которые необходимо решать менеджменту компании при рассмотрении возможности использования возвратного лизинга:

1. Анализ того, насколько компания эффективно использует оборудование ( или иной актив, являющийся объектом сделки) и какой минимальный уровень контроля необходимо оставить предприятию.
2. Оценка возможных рисков и реакция рынка на использование возвратного лизинга компанией.
3. Определение уровня контроля, который останется за каждым из участником сделки
4. Оценка того, является данный способ финансирования оптимальным для компании.
5. Создание плана и чёткой цели использования получаемых средств.

Таким образом, автор показывает, что использование возвратного лизинга должно происходить только при полноценном планировании сделки и оценки последствий связанных с ней. Более подробно возможные плюсы и минусы освещены у Линга [29] преимущества и недостатки были выведены после проведения опросов и интервью с менеджерами предприятий, которые, так или иначе, сталкивались с данным методом финансирования оборотных активов. Данное исследование было проведено в Малайзии, как со стороны компании, так и со стороны инвестора. Автор с помощью опросов выявил наиболее значимые плюсы и минусы возвратного лизинга.

С одной стороны, с точки зрения инвестора, преимуществом является то, что актив уже вовлечен в операционную деятельность, и можно достаточно точно рассчитать денежные потоки, которые он будет приносить в будущем, таким образом, оценить возможность компании платить ренту по активу. Более того, величина процентной ставки по лизингу достаточно высока, а значит, вложения будут окупаться достаточно быстро. Также инвестиции низкорискованны, так как идут в уже работающий капитал. Со стороны компании, это наиболее дешёвый способ получить финансы, по крайней мере, в краткосрочном периоде. Более того, предприятие высвобождает капитал, который был «заключён» во внеоборотных активах.

С другой стороны, существуют и недостатки для обеих сторон. Для предприятия это достаточно дорогой способ финансирования своей деятельности по нескольким причинам: высокая процентная ставка и дополнительные транзакционные издержки. У компании появляется дополнительный риск – в случае банкротства инвестора она лишится долгосрочных активов, необходимых для осуществления своей деятельности. Со стороны инвестирующей компании выделяются также некоторые недостатки. Во-первых, необходимость в контроле над использованием оборудования и его состоянием. Во-вторых, это высокие административные расходы, связанные с владением купленными активами.

Можно сделать вывод, что для инвестора данная операция является низкорискованным вложением, но с высокими затратами на управление. Для предприятия возвратный лизинг эффективно привлекает средства в краткосрочной перспективе, но для экономической пользы в долгосрочном периоде это не гарантировано.

С другой стороны, возвратный лизинг был рассмотрен уже с применением количественного анализа, что близко к данной работе. Авторы построили регрессионные модели, используя разные факторы в качестве предикторов.

Американский рынок исследовался не единожды, и примером анализа рыночной реакции на сделку возвратного лизинга является работа 2012 года [47]. Для того чтобы лучше понимать мотивы фирмы по отношению лизингу вместо покупки было проанализирована выборка сделок возвратного лизинга сроком более 25 лет.

Авторы выявили, что по отношению к средней публичной компании, фирма, участвующая в такой сделке, крупная. Более того фирма обычно имеет низкую налоговую ставку, обладает высоким процентом заёмных средств в общей величине пассивов.

В результате проведённого анализа, авторы были получены гипотезы о том, что основными факторами, мотивирующими фирму использовать возвратный лизинг, являются: налоги, асимметрия информации, финансовая нестабильность, низкая ликвидность и ограниченность в кредитных ресурсах.

Проведя регрессионный анализ, авторы подтвердили гипотезу о налоговом мотиваторе к сделке. Также было выявлено, что гипотеза о низкой ликвидности и ограниченности в кредитных возможностях вследствие высокого уровня заимствований имеет основания быть верными. Однако никакого подтверждения того, что асимметрия на рынке играет важную роль, не было получено.

Хотя нет никакого прямого подтверждения того, что финансово нестабильная ситуация в фирме ведёт к возвратному лизингу получено не было, было выявлено, что для некоторых фирм предбанкротное состояние является мотиватором к применению данного вида сделки. Более того, было отмечено, что некоторые из фирм покинули листинг в течение 2 лет после осуществления данной операции.

Таблица 2

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Количественный анализ возвратного лизинга | | | |
| Критерий/работа | Handa [23] | Fisher [20] | Grönlund T., Louko A., Vaihekoski M. [22] |
| Гипотеза | Негативное влияние ВЛ | Позитивное влияние ВЛ | Позитивное влияние ВЛ |
| Рассматриваемый рынок | Рынок Америки | Рынок Америки | Рынок Европы |
| Объясняющие переменные | Величина чистой, оборотной прибылей | Длительность сделки | Размер сделки |
| Зависимая переменная | Изменение рыночной стоимости акций компаний | | |

В таблице представлены сравнение трёх работ, близких по анализу действия возвратного лизинга к данной работе. Как видно, в различное время работы обосновывали разные гипотезы, как на разных рынках, так и с помощью различных переменных. Также количество наблюдений колеблется от 63 в первой работе, до 125 в третьей. Проблемой, указываемой авторами, является то, что критериальной переменной является изменение стоимости компании, вследствие чего возможно использовать только информацию по публичным компаниям.

Также есть и другие работы, не оценивающие положительное или негативное влияние лизинга на компании, а лишь исследующие факторы, связанные с ним. Так, например, в статье Сирманса и Слейда [40] оценено влияние возвратного лизинга на цену недвижимости. Авторы пытались оценить, насколько изменяется цена актива, если его используют в сделке возвратного лизинга. Используя выборку из данных по продажам в 7 штатах Америки авторы пришли к выводу, что данный метод финансирования оборотных средств имеет приносит прибавку к цене в 13,86% по сравнению с аналогичной сделке по продаже недвижимости.

Другим важным аспектом использования возвратного лизинга является снижение налогов для лизингополучателя. В статье Файеса [16] обосновывается состоятельность данного аспекта. Автор, построив регрессию, доказывает, что возвратный лизинга ведёт к снижению издержек для предприятия и в тоже время это позитивно воспринимается рынком, что в конечном итоге приводит к росту количества сделок по возвратному лизингу на рынке.

Другим авторами, исследующим рынок возвратного лизинга являются шведы [17]. Их исследование связано с тем, что фирмы в последние десятилетия всё больше продают недвижимость из своих активов, создавая ситуацию, когда здания, в которых работает фирма, всё реже принадлежат ей, и всё чаще фирмам первично не работающим в секторе недвижимости.

Популярной альтернативой простой продажи активов корпоративной недвижимости является сделки по возвратному лизингу. До оценка рыночной реакции на объявление об участии в данной сделки оценивали американский и европейский рынки. Однако шведский рынок возвратного лизинга оставался не проанализированным. В данной работе цель авторов заполнить данный пробел оценив реакцию на такие сделки с участием шведских фирм за период с 1997 по 2007 года. Всего авторами было собрано 27 наблюдений.

В результате проведённого анализа они выявили, что в среднем сделка возвратного лизинга в секторе корпоративной недвижимости приносит 2.35% прирост стоимости в один день и 2.42% прирост для интервала с одного дня до сделки и до одного дня после объявления о ней. Также они выявили, что положительные влияние возникает большей частью по причине высокой стоимости продаваемых активов относительно рыночной капитализации фирмы и большого увеличения оборотных активов анализируемой фирмы. Более того, они пришли к выводу что уровень налоговой ставки лизингополучателя имеет, в среднем, положительный эффект на изменение стоимости акций вследствие объявления о данной сделке, в то время как финансовое состояние компании имеет низкое влияние.

Таким образом, данное исследование имеет ряд черт схожих с работами, представленными в таблице, а именно:

* Зависимая переменная – рыночная цена акций фирмы
* Исследование выявляет положительный эффект от объявления о сделке возвратного лизинга

Однако есть и отличающиеся от предыдущих исследований показатели:

* Исследуется рынок одной страны
* В качестве объясняющих переменных используются финансовое состояние и налоговая ставка

Таким образом, в данной главе были рассмотрены составляющие возвратного лизинга и его анализ в работах авторов. Также было описано использование факторинга. В следующей главе будет проведён анализ данных методов финансирования оборотных средств и банковского кредитования. Также будут кратко описаны собранные переменные и используя проведённый ранее анализ рынка возвратного лизинга в Европе будет показана неразвитость использования данного метода финансирования.

# ГЛАВА 2. Положение возвратного лизинга в современных условиях.

Возвратный лизинг не является единственным возможным способом финансирования оборотных средств компании. Помимо традиционного банковского кредитования фирмы часто прибегают и к факторингу, имеющем определённую долю на рынке в данным момент. В связи с этим необходимо провести сравнения различных методов финансирования в целях получения представления о том чем различаются данные методы и что у них есть общего.

## Сравнение возвратного лизинга с другими видами финансирования оборотных средств

В данной таблице сравнивается три способа получения оборотных средств для обеспечения потребностей компании, один из которых – банковский кредит - имеет широкое распространение, а два других имеют более ограничений круг использования, однако являются широко применимыми в практике западных фирм.

Таблица 3

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Сравнительная таблица различных методов финансирования. | | | |
| Критерий\Вид финансирования | Факторинг | Банковский кредит | Возвратный лизинг |
| Цели | Рефинансирование дебиторской задолженности | Рефинансирование оборотных средств | Рефинансирование оборотных средств |
| Объект прямо или косвенно способствующий финансированию | Дебиторская задолженность | Собственные активы фирмы | Актив, переданный в собственность лизингодателю |
| Срочность | Краткосрочный | Варьируемая | Долгосрочный |
| Возвратность | Есть | Есть | Есть |
| Стоимость | Высокая | Средняя | Высокая |
| Задействуемые активы | Оборотные | Основные | Основные |
| Кредитоспособность фирмы | Низкая необходимость | Высокая необходимость | Средняя необходимость |
| Увеличение задолженности в пассивах | Нет | Есть | Нет |
| Дополнительные услуги | Проверка платежеспособности партнеров клиента | Нет | Управление проданным активом в интересах лизингополучателя |

Различным является и объект, с помощью которого осуществляется финансирование оборотных средств. У факторинга это происходит за счёт уступки прав на дебиторскую задолженность фактору. Банковский кредит выдаётся под обеспечение имеющихся активов предприятия, то есть уменьшения собственности не происходит. Для возвратного лизинга характерно то, что фирма получает денежные средства за счёт продажи собственного имущества (зданий, сооружений и других внеоборотных активов), но изъятия их из деятельности фирмы не происходит.

В связи с тем, что дебиторская задолженность является краткосрочным активом со сроком действия в среднем 30-90 дней, то и такой способ финансирования является также краткосрочным. Иначе дело обстоит с банковским кредитом, так как ссуда может быть выдана на различный срок и под различными условиями. В возвратном лизинге срочность определяется длительностью договора лизинга, но чаще всего это финансовый лизинг, что позволяет отнести этот способ финансирования к долгосрочным.

Так как финансирование в рамках факторинга и возвратного лизинга происходит фактически за счёт продажи активов, однако это не подразумевает то, что деньги не будут возвращены. В случае факторинга это происходит за счёт погашения купленной дебиторской задолженности. Для возвратного лизинга возврат денежных средств происходит путём выплаты лизинговых платежей.

Фактор и лизингодатель зачастую не являются владельцами денежных средств, а лишь финансовыми посредниками, что делает стоимость данных видов финансирования выше банковского кредитования за счёт наличия третьей стороны в данных отношениях. Безусловно, существует вероятность, что фирма фактор или лизингодатель являются дочерними предприятиями банка, ссаживающего денежные средства, однако и в этом случае некое увеличение временной стоимости средств будет наблюдаться.

Отличительной особенностью факторинга является то, что этот способ финансирования задействует оборотные активы, не затрагивая основные средства, как в случае с возвратным лизингом и банковским кредитованием. Также использование факторинга не требует высокой платёжеспособности фирмы, так как важна кредитоспособность покупателей фирмы.

Банковский кредит подразумевает то, что ссуженные средства должны быть возвращены банку, то есть кредитоспособность самой фирмы важна. В возвратном лизинге продаются уже использованные активы, однако они уже переходят на баланс лизингодателя, что делает потребность в кредитоспособности средней.

Таким образом, все три способа рефинансирования оборотных средств или их части имея в своих целях схожие черты, обладают рядом различий. Возвратный лизинг являясь не самым дешёвым из всех представленных, однако более простым для фирмы для применения, так как не требуется высокая кредитоспособность. Также не происходит увеличения задолженности в пассивах предприятия, что обычно негативно влияет на цену компании. С другой стороны, возвратный лизинг является более долгосрочным методом финансирования, хотя однократным, в то время как факторинг может применяться постоянно или практически постоянной фирмой, вследствие этого эффект от заключения сделки возвратного лизинга имеет место, а его характер – негативный или позитивный – будет установлен путём построения регрессионной модели.

По российскому законодательству нет прямого запрещения того, чтобы одно и то же лицо было поставщиком и лизингополучателем оборудования. Однако сам термин возвратный лизинг не встречается в законе «О финансовой аренде (лизинге)». Что делает его не запрещенным типом финансовых услуг, оказываемых фирме, но в тоже время оставляет в сфере подозрительных операций, так как возвратный лизинг позволяет снизить налоговые платежи предприятия.

Таким образом, являясь средством потенциального снижения налоговых издержек фирмы, использование возвратного лизинга слабо афишируется. Тем более найти информацию по конкретным сделкам, имевшим место в каких-либо фирмах, является крайне затруднительно, а неоднозначность восприятия и возможной цели его использования и вовсе делает такую информацию закрытой для внешнего пользования.

Также следует обратить внимание на дополнительные услуги оказываемые фирмой, предоставляющей средства в кредит или в рамках одного из видов финансирования. Они присущи только факторингу, в связи с тем, что возвратность получаемых средств обеспечивается не напрямую компанией, получившей их, а той фирмой, которая является должником по продаваемой дебиторской задолженности.

С другой стороны, в России не присутствует большого количества публичных компаний, то есть тех фирм, акции которых размещены на бирже. Что позволило бы получать больше информации об их действиях, в том числе и об использовании возвратного лизинга в своей деятельности.

## 2.2. Анализируемые данные

Подводя итог вышесказанному, можно сказать, что собрать данные для анализа эффективности возвратного лизинга на российском рынке затруднительно, следуя вышесказанным причинам. По этой причине, в рамках данной работы были собраны данные по американским и европейским компаниям.

А именно были собраны 67 наблюдения по сделкам возвратного лизинга. В начале, информация о сделках была взята с базы данных - Datamonitor360(Marketline)[[1]](#footnote-1). На данном ресурсе была получена информация по более чем 120 сделкам. Однако большинство сделок нельзя было использовать для проведения анализа, так как аналогично предыдущим исследованиям возвратного лизинга, за критериальную переменную была взята цена акций, то есть необходимо, что в сделках принимали участие публичные компании. В связи с этим, данные были дополнены с помощью сбора на новостных сайтах, таких как Bloomberg.

Таким образом, выборка содержит 67 наблюдения сделки возвратного лизинга, где стороной лизингополучателя является публичная компания. Вся выборка состоит из наблюдений собранных с 2007 по начало 2014 года, таким образом, представляя свежие данные о реакции рынка на использование возвратного лизинга компанией. Так как цена акций была критериальной переменной, то был произведён ручной сбор данных о ней в десятидневный срок до и после использования сделки.

В качестве объясняющих переменных были использованы следующие данные о сделке: сфера деятельности компании, величина сделки. Как уже было сказано выше, то собранные данные содержат информацию по сделкам с участием европейских и американских компаний, что также было использовано в качестве объясняющей переменной. Для того, чтобы можно было использовать данные в построении регрессии они были закодированы в двоичные переменные.

Для получения зависимой переменной используется событийный анализ, в ходе которого найдено значение аномальной доходности за каждый день и кумулятивные аномальные доходности в окне сделки для каждой компании.

В качестве теоретической модели используется следующее формула:

CAR=,

Где

* CAR – кумулятивная аномальная доходность,
* Deal value – размер сделки ( стоимость продажи актива)
* Deal industry – отрасль в которой работает компания использовавшая возвратный лизинг
* Deal region – на каком рынке работает компания применившая возвратный лизинг

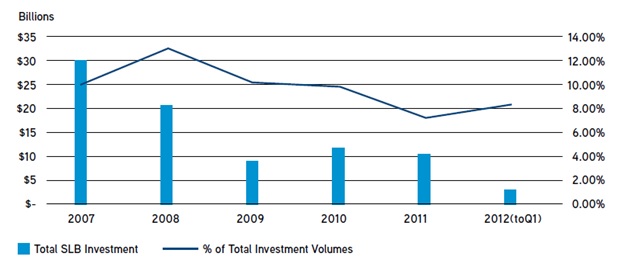
Таким образом, с помощью первой переменной выяснено имеет ли статистически значимый эффект то, сколько стоит продаваемый актив, так как чем актив дороже тем больше денег получает фирма в своё распоряжение, но и тем большие лизинговые платежи ей приходится выплачивать. Как на это реагирует рынок и выясняется в данной работе.

При помощи второй переменной проверено есть ли разница от того, в какой отрасли работает компания. Возможно для некоторый сфер деятельности, возвратный лизинг является позитивным сигналом для рынка.

В связи с тем, что данные собирались на 2 рынках – Америки и Европы, то при проведении анализа возможно выяснить наличие статистически значимых отличий для этих 2 рынков.

## Рынок возвратного лизинга

Однако прежде чем переходить к анализу выборки, следует сказать несколько слов о величине рынка возвратного лизинга. Согласно данным Colliers International[[2]](#footnote-2), возвратный лизинг является важной часть инвестиций в Европе.

Рисунок 1.Возвратный лизинг в Европе с 2007 по 2012.

Источник: Colliers International

Как видно по графику, возвратный лизинг является важной частью инвестиций в Европе. Пик его использования приходится на кризисный период 2007-2009 годов, что говорит о том, что его важной характеристикой является использование в кризисных ситуациях для увеличения оборотных активов. Однако и после кризиса процент от использования его в инвестировании практически не снижался ниже 8% в год. Важной характеристикой использования возвратного лизинга является то, что он может и не афишироваться, в связи с неоднозначностью восприятия рынком такой информации.

Однако в восточной Европе наблюдается несколько иная ситуация.

На данном рынке возвратный лизинг появился сравнительно недавно, и объёмы его использования ещё невелики, в отличие от стран с более развитыми рынками и методами финансирования оборотных средств. Более того, увеличение произошло благодаря западным компаниям Carrefour и Tesco, которые были участниками данной сделок в странах Восточной Европы.

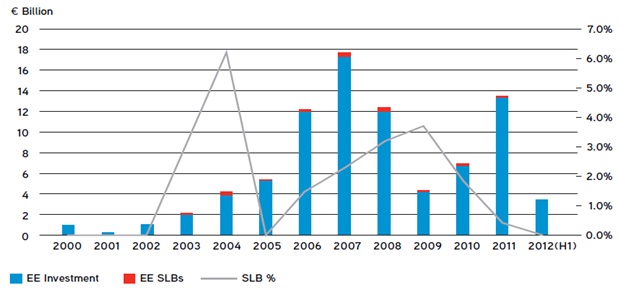


Рисунок 2.Возвратный лизинг в Восточной Европе с 2007 по 2012. Источник: Colliers International

Как видно из представленной информации, возвратный лизинг слабо используется в странах Восточной Европы. Его доля в общей совокупности инвестиций увеличивается в кризис 2007-2009 годов и после снижается. Рост его использования в 2004 году обусловлен тем, что произошла крупная единичная сделка, стоимостью более 100 млн евро, по продаже активов компанией Atrium.

Наиболее интересной и важной является доля России в общем объёме величины возвратного лизинга в Восточной Европе:

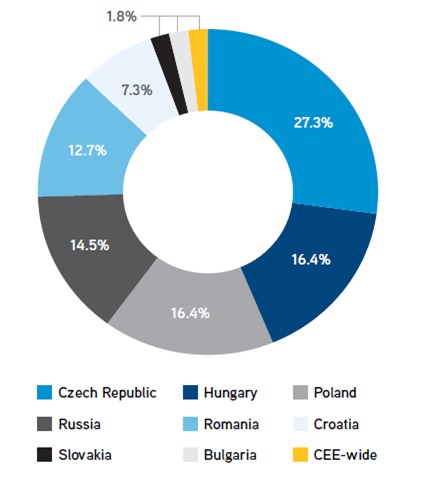


Рисунок 4. Возвратный рынок по странам Восточной Европы. Источник Colliers International

Как видно по графику, лишь 14.5% из общего объёма сделок является вкладом со стороны российских компаний. Данный вклад создан всего восьмью сделками по возвратному лизингу, что не может отражать всего рынка использования данного метода финансирования оборотных средств на территории РФ. Несомненно, что некоторая часть сделок не была учтена вследствие неразглашения информации о них, однако такая вероятность присутствует для всех стран, представленных на графике. Вместе с Румынией у России примерно 25% процентов данного рынка, однако размеры ВВП и объём операций несопоставим как для этих стран, так и других стран Восточной Европы, относительно России.

Таким образом, можно сказать, что на российском рынке практика использования возвратного лизинга не имеет широкого распространения, а компании, которые его используют, стараются не афишировать причастность к такого вида сделкам. Целью данной работы является доказать, что возвратный лизинг не воспринимается однозначно негативно на более развитых европейских и американских рынках, чем российский рынок. Как видно на представленных выше графиках, возвратный лизинг используется более активно в условиях кризиса, то есть является средством получения оборотных средств компании в условиях повышения сложности получения банковских кредитов.

# ГЛАВА 3. Построение модели и анализ условий использования возвратного лизинга на предприятии.

## Построение модели изменения стоимости акций компаний в результате применения возвратного лизинга.

Как было сказано выше, возвратный лизинг не имеет широкой практики применения на российском рынке. Поэтому говорить о каких-либо общих эффектах применения его не представляется возможным. В связи с этим, были собраны данные по рынку США и Европы, где количество компаний участвующих в подобных сделках велико, и присутствуют публичные компании, которые информируют о подобных сделках.

В целях получения данных о том, как рынки воспринимают использование компанией возвратного лизинга, в данной работе были построены несколько моделей, однако вследствие того, что не во всех случаях коэффициенты были значимы, то была выбрана одна спецификация модели в качестве основной.

В качестве данных для выборки были собраны наблюдения по рынкам Америки и Европы и собраны 67 наблюдения. Так как большинство переменных не представляется возможным использовать в собранном виде для построения регрессии, например, тип отрасли в которой функционирует компания, то они были закодированы в бинарные переменные.

Как уже было сказано, данные собирались на европейском и американском рынках. Принадлежность к одному из рынков было выражено бинарной переменной. Однако в самой выборке распределения компаний между континентами получилось следующее:

Таблица 4

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Tabulation of TARGET\_REGION | | |  |  |
| Date: 04/27/14 Time: 06:57 | | |  |  |
| Sample: 72 | |  |  |  |
| Included observations: 72 | | |  |  |
| Number of categories: 2 | | |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  | Cumulative | Cumulative |
| Value | Count | Percent | Count | Percent |
| Europe | 41 | 56.94 | 41 | 56.94 |
| North America | 31 | 43.06 | 72 | 100.00 |
| Total | 72 | 100.00 | 72 | 100.00 |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |

Таким образом, можно сказать, что в целом у каждой страны есть значимое количество наблюдений, что может позволить построить значимый коэффициент для переменной в регрессии и предсказать есть ли разница между европейским и американским рынками и как она влияет на изменение стоимости акций.

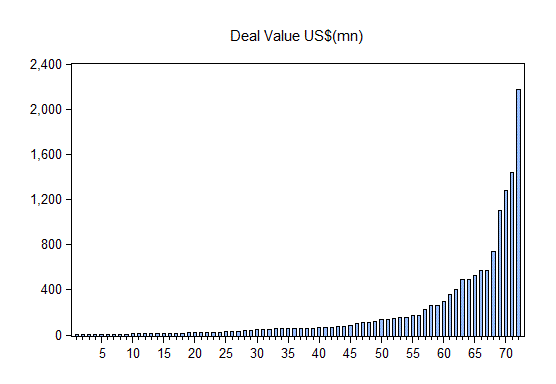
Следующей переменной был тип отрасли, в которой работает компания. Данный показатель содержался в данных взятых с Datamonitor360(Marketline), и впоследствии при продолжении сбора информации о сделках его значение также записывалось в таблицу.

Таблица 5

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Tabulation of DEAL\_INDUSTRY | | |  |  |
| Date: 04/27/14 Time: 07:27 | | |  |  |
| Sample: 1 72 | |  |  |  |
| Included observations: 72 | | |  |  |
| Number of categories: 11 | | |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  | Cumulative | Cumulative |
| Value | Count | Percent | Count | Percent |
| Aerospace and Defense | 2 | 2.78 | 2 | 2.78 |
| Communications | 5 | 6.94 | 7 | 9.72 |
| Construction and Real Estate | 22 | 30.56 | 29 | 40.28 |
| Enviromental | 1 | 1.39 | 30 | 41.67 |
| Financial Services | 5 | 6.94 | 35 | 48.61 |
| Food | 1 | 1.39 | 36 | 50.00 |
| Industrial Goods and Machinery | 5 | 6.94 | 41 | 56.94 |
| Leisure and Arts | 21 | 29.17 | 62 | 86.11 |
| Pharmaceuticals and Healthcare | 3 | 4.17 | 65 | 90.28 |
| Retailing | 6 | 8.33 | 71 | 98.61 |
| Transport and Logistics | 1 | 1.39 | 72 | 100.00 |
| Total | 72 | 100.00 | 72 | 100.00 |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |

Как видно из представленной таблицы, большая часть сделок приходится на 2 сферы деятельности компаний – строительство и недвижимость, а также отдых и искусство. Данный показатель поможет определить, есть какие либо различия в изменении стоимости компаний вследствие работы в определённой отрасли или нет. Возможно, что возвратный лизинг при работе в одной из сфер воспринимается однозначно как негативное явление, то есть следствие того, что компания может обанкротиться в ближайшее время. В то время как для другой сферы деятельности фирмы возвратный лизинг является показателем того, что фирмы привлекла средства и сможет продолжить свою деятельность.

Следующей переменной, значение которой удалось собрать для всех наблюдений является стоимость сделки, в миллионах долларов США.

Рисунок 4. Размер сделок в млн. $

Как видно из представленного графика, то большая часть сделок заключена со стоимость продаваемых активов ниже 400 млн $, а среднее медианное значение равно 58.

Важной чертой данной характеристики сделки возвратного лизинга является то, что компании продают разные типы активов. В некоторых случаях ими выступают ключевые активы фирмы, такие как здание головного офиса предприятия. Иногда, как в случае с производственными ресурсами, продажа с одновременным заключением сделки долгосрочного лизинга позволяет высвободить ресурсы необходимые для обеспечения деятельности тех самых объектов, которые являются продаваемыми.

С другой стороны, вероятность того, продажа разных по стоимости активов воспринимается по-разному рынком. Вот почему, создание бинарных переменных из разделённой на несколько групп характеристики позволит получить более точные показатели, чем использование в построении регрессии самой величины сделки.

Ещё одной важной чертой сделок возвратного лизинга, впрочем, и лизинга в целом является длительность срока лизинга, заключаемого при продаже активов. Однако данный показатель раскрывается не во всех сделках, поэтому от его использования в рамках данной работы пришлось отказаться.Таким образом, показаны характеристики возвратного лизинга, которые впоследствии будут использоваться для построения регрессионной модели.

В качестве моделей были построены различные регрессионные уравнения. Для получения зависимой переменной используется событийный анализ, чтобы выявить аномальное изменение стоимости цен. В качестве окна событий используется пятидневный срок до дня сделки и пять дней после сделки. В современном мире скорость обмена информацией достаточно велика, и за такой срок рынок успевает среагировать на сделку. Для того чтобы вычислить нормальную доходность по акциям были взяты цена акции за 120 торговый день до окна сделки, то есть [-125;-6] срок и при помощи построения простой модели. Так как окно события достаточно мало, то и дисперсия доходностей в нём достаточно низка, поэтому отличие метода среднего от рыночной модели невелико. Таким образом, во-первых были получены кумулятивные аномальные (кумулятивные) значения доходности по каждой акции в окне сделки.

Таблица 6. Аномальные (кумулятивные) доходности по акциям в окне события.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Интервал** | **Среднее** | **Станд. Ошибка** | **p-value** |
| [-5;0] | -0.0096 | -0.01 | -0.21 |
| [-4;0] | -0.0073 | -0.01 | -0.3 |
| [-3;0] | -0.0033 | -0.01 | -0.57 |
| [-2;0] | -0.0044 | 0 | -0.29 |
| [-1;0] | -0.002 | 0 | -0.59 |
| 0 | 0.0028 | 0 | -0.31 |
| [0;1] | 0.0057 | 0 | -0.26 |
| [0;2] | 0.0051 | -0.01 | -0.38 |
| [0;3] | 0.0086 | -0.01 | -0.33 |
| [0;4] | 0.0170\* | -0.01 | -0.05 |
| [0;5] | 0.0153 | -0.01 | -0.11 |
|  | \* p<0.1, \*\* p<0.05 | |  |

Как видно из представленных значений, в целом у компаний наблюдается положительное эффект от использования возвратного лизинга. Статистически значим на 10% уровне эффект для 4 дня после объявления о сделке. После значение уже меньше, то есть происходит угасание влияния объявления о сделке. В связи с этим данный срок и был использован для того, чтобы проанализировать какие детали сделки приносят значимый эффект по отношению к цене акции.

В данной работе построены несколько спецификаций модели, начиная с учитывающей все переменные и заканчивая наиболее значимыми показателями.

Таблица 7

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Model 1** | | | | |
|  | b | se | t | p |
| Deal Value - Large | -0.034 | -0.03 | (-1.04) | -0.3 |
| Deal Value -Small | -0.01 | -0.03 | (-0.32) | -0.75 |
| Deal Industry - Other | -0.0166 | -0.03 | (-0.65) | -0.52 |
| Deal Industry - Construction and Real Estate | 0.0014 | -0.02 | -0.07 | -0.95 |
| Target Region-Europe | 0.0158 | -0.02 | -0.98 | -0.33 |
| constant | 0.0312 | -0.03 | -1.07 | -0.29 |
| \* p<0.05, \*\* p<0.01, \*\*\* p<0.001 |  |  |  |  |

Несколько слов о других коэффициентах, так как большую часть из них убирается из модели вследствие незначимых полученных значений.

Параметр Deal Industry показывает в какой отрасли работает компания. При анализе данных было выявлено, что большая часть фирм, использующих возвратный лизинг, относится к сферам leisure and art и construction and real estate. Таким образом, при кодировании данных из качественных в бинарные для построении регрессии, было выбрано сделать 2 бинарные переменны. Первая из них показывает, как влияет на фирму тот факт, что компания работает в сфере construction and real estate.Вторая переменная показывает влияние другой отрасли, кроме упомянутых двух выше, на реакцию рынка по применению компанией возвратного лизинга. Если компания работает отрасли leisure and art, то её значение входит в константу. Как видно из построенной модели, сфера отрасли, в которой работает компания, не имеет значимого эффекта для компании при применении возвратного лизинга.

Следующие 2 переменные показывают, какой стоимости была заключена сделка. Аналогично предыдущим исследованиям, сумма сделки не выступала напрямую регрессором, а была разбита на 3 переменные. А именно, все сделки были разделены на 3 группы. Первая группа представляет суммы менее 50 миллионов долларов. Во второй группе сделки с суммой от 50 миллионов до 100 миллионов. К третьей группе принадлежат сделки более 100 миллионов долларов. Для того чтобы избежать мультиколлинеарности между переменными, то значение одной из них – второй, заключено в константе, две остальные соответственно в переменных Deal Value -Small и Deal Value - Large. Как видно на представленной таблице, данные переменные также не являются значимыми в представленной модели.

В качестве следующей спецификации была построена парная регрессия с переменной по рынку.

Таблица 8

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Model 2** | | | | |
|  | b | se | t | p |
| Target Region-Europe | 0.0256\* | -0.02 | -1.6 | -0.11 |
| constant | 0.0025 | -0.01 | -0.33 | -0.75 |
| \* p<0.15, \*\* p<0.10, \*\*\* p<0.05 | |  |  |  |

Как видно коэффициент переменной получился значимым в отличие от предыдущей спецификаций модели, а значит можно говорить о влиянии регрессора на объясняемую переменную.

Данный коэффициент показывает, на каком рынке работает компания, использовавшая возвратный лизинг. Переменная бинарная, со значением 1, если компания работает в Европе и ноль, если осуществляет свою деятельность в Америке.

Это отчасти объясняется различной сложностью доступа к финансированию на различных рынках и с направлением расходования средств, полученных вследствие использования возвратного лизинга. Деньги могут быть потрачены на увеличение оборотных средств для поддержания или расширения уровня производства компании, выплаты задолженностей кредиторам и инвестирования в новые проекты. Это позитивное изменение в компании, которое в долгосрочном периоде принесёт прибыль компании. То есть вследствие применения возвратного лизинга компания получает доступ к новому пути финансирования, который был не использован ранее. Безусловно, как уже упоминалось во второй главе, возвратный лизинг не является дешёвым способом финансирования для компании, однако его применение связано с продажей активов, которые и является объектом финансирования, хотя в тоже время право владения ими принадлежит лизингодателю.

В качестве следующей спецификации были добавлены переменные отвечающие за величину сделку, однако только переменная для крупных сделок и переменная для отрасли.

Таблица 9

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Model 3** | | | | |
|  | b | se | t | p |
| Deal Industry - Other | -0.017 | -0.02 | (-0.80) | -0.42 |
| Deal Value - Large | -0.0270\* | -0.02 | (-1.65) | -0.1 |
| Target Region-Europe | 0.0172 | -0.02 | -0.96 | -0.34 |
| constant | 0.0243\* | -0.02 | -1.59 | -0.12 |
| \* p<0.15, \*\* p<0.10, \*\*\* p<0.05 |  |  |  |  |

Как видно, значимым является только регрессор для крупных сделок ( более 100 млн $). То есть применение компанией возвратного лизинга с продажей актива стоимостью более 100 млн негативно принимается рынком и отражается в снижении цены акций компаний в 0.03% согласно модели 4.

Менее крупные сделки не ведут к какому-либо значимому эффекту для компании, то есть для каждой фирмы они выражаются по-своему, что видно на представленной таблице. Также это может быть связано с тем, что крупные сделки замечаются рынком как крайняя степень нехватки средств, по причине которой компания прибегает к данному способу финансирования оборотных средств. После чего необходимо выплачивать крупные суммы по лизинговому договору.

С другой стороны, применение некрупных (менее 100 миллионов долларов) сделок компанией по возвратному лизингу является способом диверсификации источников финансирования оборотных средств. Также использование возвратного лизинга помогает повысить эффективность использования имеющихся в распоряжении внеоборотных активов. С одной стороны, компания продаёт низкоэффективные активы и таким образом повышает показатель рентабельности для оставшихся в её собственности активов. С другой стороны, при продаже актива платежи по нему становятся явными, и стоимость использования выражается в сумме лизинговых платежей, что ведёт к упрощению контроля для менеджмента за имуществом находящимся во владении. Однако, существует неоднозначность в том, как могут быть использованы средства – для выплат менеджменту или для улучшения производственного цикла, поэтому и строгого позитивного влияния не наблюдается.

Таблица 10

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Model 1 | | | Model 3 | | Model 4 | |
|  | b | | se | b | se | b | se |
| Deal Value - Large | -0.034 | | -0.03 | -0.0270\* | -0.02 | -0.0284\*\* | -0.02 |
| Deal Value -Small | -0.01 | | -0.03 |  |  |  |  |
| Deal Industry - Other | -0.0166 | | -0.03 | -0.0169 | -0.02 |  |  |
| Deal Industry - Construction and Real Estate | 0.0014 | | -0.02 |  |  |  |  |
| Target Region-Europe | 0.0158 | | -0.02 | 0.0172 | -0.02 | 0.0208 | -0.02 |
| constant | 0.0312 | | -0.03 | 0.0243\* | -0.02 | 0.0162 | -0.01 |
| N | 67 | | | 67 | | 67 | |
| r2 | 0.085 | | | 0.0823 | | 0.0694 | |
| bic | -145.8137 | | | -154.0229 | | -157.2977 | |
| \* p<0.15, \*\* p<0.10, \*\*\*p<0.05 | |  |  |  |  |  |  |

В качестве конечного варианта выбрана модель 4, согласно показателю bic, который штрафует за лишние переменные. Также это связано с тем, что в отдельных случаях переменные, отвечающие за регион сделки и величину сделки, являются значимыми.

## Анализ условий использования возвратного лизинга фирмой Tesco.

А теперь рассмотрим, как отразилось применение возвратного лизинга на финансовых показателях в отчётности на примере компании Tesco.

Данная компания действует в сфере розничной торговли. Является одним из крупнейших ритейлеров в мире. Компания с 2007 по 2013 год заключила 4 договора возвратного лизинга. Для того чтобы проанализировать в каких условиях находилась компания и как отразилось на её деятельности использование возвратного лизинга были изучены финансовые отчёты, открытые для доступа на сайте компании[[3]](#footnote-3).

Финансовый год в компании заканчивается в феврале, в связи с этим отчёт показывает деятельность компании за прошедшие 2 месяца года и 10 месяцев предыдущего года. Например, отчёт за 2013 год показывает деятельность компании в 2012/2013 календарных годах.

В связи с тем, что компания имеет головной офис в Великобритании, а именно, в городе Чесхант, графство Хартфордшир, то и показатели выражаются в валюте страны, то есть в фунтах стерлингов. А все представленные величины выражаются в миллионах, согласно анализируемым отчётам о деятельности ежегодным.

В целях анализа состояния компании и оценки того, какие действия ей стоит предпринимать для улучшения текущего положения, была использована матрица финансовой стратегии с подсчётом значений результатов хозяйственной деятельности (РХД) и результатов финансовой деятельности (РФД), которые суммировано дают показатель результатов хозяйственно-финансовой деятельности (РФХД).

**Таблица 11**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Расчёт РФД, РХД, РФХД** | | | | | | | | |
| **Название показателя** | **2006** | **2007** | **2008** | **2009** | **2010** | **2011** | **2012** | **2013** |
| РХД | -5137 | -5287 | -5929 | -7101 | -7226 | -8436 | -9445 | -12984 |
| РФД | 291 | -372 | 2214 | 12925 | -3900 | -2985 | 52 | -1732 |
| РФХД | -4846 | -5659 | -3715 | 5824 | -11126 | -11421 | -9393 | -14716 |

Как видно по результатам хозяйственной и финансовой деятельности, компания имеет отрицательный результат за весь рассматриваемый срок. Единственный год, где наблюдается положительное значение РФХД – 2009, произошло это за счёт значительного увеличения краткосрочных и долгосрочных займов. В среднем величина и краткосрочных, и долгосрочных обязательств увеличилась на 16 млн фунтов стерлингов.

Если рассматривать положение компании согласно матрице финансовых стратегий, то у неё имеется следующее место на ней по табл. 12.

То есть она находится в клетке 9, с отрицательными значениями и РФД и РХД. Безусловно, в некоторые годы компания имела положительные значения РФД, однако они не позволяли получить положительное значение РФХД. Таким образом, данное положение характеризуется недостаточной оборачиваемостью и низким уровнем заимствований. У данного положение есть наименование «Кризис», и оно характеризует либо угасание жизненного цикла компании, либо ожидание до запуска инвестиционных программ компании, что приведёт к росту прибыли.

Таблица 12

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Матрица Финансовых Стратегий** | | | |
|  | **РФД<<0** | **РФД=0** | **РФД>>0** |
| **РХД>>0** | 1. РФХД=0 | 4. РФХД>0 | 6.РФХД>>0 |
|
|
| **РХД=0** | 7. РФХД<0 | 2. РФХД=0 | 5.РФХД>0 |
| **РХД<<0** | 9. РФХД<<0 | 8. РФХД<0 | 3.РФХД=0 |

То есть она находится в клетке 9, с отрицательными значениями и РФД и РХД. Безусловно, в некоторые годы компания имела положительные значения РФД, однако они не позволяли получить положительное значение РФХД. Таким образом, данное положение характеризуется недостаточной оборачиваемостью и низким уровнем заимствований. У данного положение есть наименование «Кризис», и оно характеризует либо угасание жизненного цикла компании, либо ожидание до запуска инвестиционных программ компании, что приведёт к росту прибыли.

Как правило, в данной ситуации для компании необходимо увеличивать величину заёмных средств, чтобы впоследствии повысить оборачиваемость активов и тем самым повысить прибыльность. Как было сказано выше, компания увеличивает размер заёмных средств, в некоторые годы его размер позволил получить положительное значение РФХД. То есть необходимо переместиться в положение 8 за счет увеличения заимствований и после путём увеличения оборота и, продолжая наращивать заимствования, перейти в положения 3.

Однако в данном случае оправдано и использование возвратного лизинга для увеличения величины оборотных активов компании. Компания начиная с 2007 года провела 4 крупных сделки возвратного лизинга общей стоимость более 2 млрд долларов. Также важен тот факт, что компания осуществила первую сделки до финансового кризиса, что позволило ей получить необходимые средства для осуществления деятельности в условиях снижения ликвидности на рынках.

Компания развивается и постепенно наращивает активы и увеличивает прибыль. Однако, следует проанализировать это увеличение с точки зрения «золотого» правила экономики.

Таблица 13

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Темпы роста показателей** | | | | | | | | | |
| **Показатель** | **2007** | **2008** | **2009** | **2010** | **2011** | **2012** | **2013** | **2014** | **Рост** |
| Чистая прибыль | 1899 | 2130 | 2166 | 2336 | 2671 | 2814 | 120 | 970 | 51% |
| Выручка | 42641 | 47298 | 54327 | 56910 | 60931 | 63916 | 64826 | 63557 | 149% |
| Активы | 24807 | 30164 | 46053 | 46293 | 47206 | 50781 | 50129 | 50164 | 202% |

Как видно компания увеличивает свои активы, постепенно наращивает выручку, однако с точки зрения прибыли за срок с 2007 до 2014 прибыль компании упала. Сложно сказать связано ли это с использование возвратного лизинга вплоть до 2012 отчётного года или нет, однако видно, что у компании снизилась прибыльность. «Золотое» правило не соблюдается, начиная с роста чистой прибыли<100%, и продолжая несоблюдением соответствия между соотношением показателей роста. Однако с другой стороны снижение прибыли связано с покупками активов в Китае, на сумму 1504 миллиона в 2013 году и 942 миллиона в 2014 отчётных годах.

В заключение анализа состояния компании можно сказать, что компания постепенно наращивает свои активы, увеличивает выручку, однако прибыльность её деятельности снизилась в последние годы. Возвратный лизинг, способствуя повышению ликвидности и увеличению оборотных средств, способствует увеличению инвестиционных программ, и компания Tesco, благодаря полученным средствам, увеличивает своё присутствие на рынке Азии, в частности, Китая.

# Заключение

Российский рынок возвратного лизинга, в отличие от традиционного финансового, не имеет достаточного распространения и появился сравнительно недавно. Связано это с возможностью получения налоговых выгод компанией, осуществляющей его, и по этой причине немногие компании занимаются им. Однако в зарубежных странах опыт его применения насчитывает не одно десятилетие, и поэтому в некоторой степени был проанализирован.

Согласно полученным данным регрессионного анализа подтвердилась первоначальная гипотеза о том, что возвратный лизинг даёт положительное влияние на стоимость компании. В интервале до 4 дней после объявления о сделке кумулятивное аномальное увеличение в 1.57% происходит, то есть в целом такие сделки рассматриваются как позитивный эффект для компании.

Возвратный лизинг имеет позитивное влияние на стоимость компании при применении его в Европе, что характеризуется тем, что рынок позитивно воспринимает информацию о том, что фирма расширяет источники финансирования своей деятельности за счёт применения такого способа профинансировать свою деятельность.

С другой стороны при стоимости продаваемого актива более 100 млн $, рынок негативно воспринимает объявление о такой сделке, и стоимость уменьшается на 2.84% кумулятивно за интервал до 4 дней после появления такой информации. Связано это с тем, что хоть компания и получает денежные средства в своё свободное распоряжение, однако высокие лизинговые платежи за имущество впоследствии негативно отразятся на её рентабельности.

Проанализированные условия применения возвратного лизинга компанией Tesco говорят о том, что с позиции матрицы финансовых решений она находится в условиях низкой ликвидности и низкой прибыльности, в связи с чем ей необходимо увеличивать величину заёмных средств в пассивах и увеличивать оборот. Возвратный лизинг в данном случае способствует высвобождению средств из внеоборотных активов, таким образом, позволяя увеличить объём оборотных средств и (или) реинвестировать их в ключевые сферы деятельности

Также согласно имеющимся данным о прибыльности упомянутой выше компании, её прибыль не увеличилась в краткосрочном периоде, что характеризует её деятельность либо как направленную на долгосрочную выгоду, либо нерациональная трата полученных денежных средств. Однако компания проводит расширения своей доли на рынке Азии, куда и инвестируются полученные средства.

Более того, в рамках работы были сравнены различные методы финансирования оборотных средства, а именно: факторинг, возвратный лизинг и банковский кредит. Основные результаты предоставлены в приведённой в тексте таблице из которой следует, что возвратный лизинг, не являясь наиболее дешёвым методом финансирования оборотных средств, является более доступным по сравнению с банковским кредитом, в связи с тем, что обеспечение финансирования происходит путём продажи внеоборотного актива лизингодателю, и в случае невыплат лизинговых платежей он может быть изъят у фирмы. Также возвратный лизинг позволяет перевести на аутсорсинг управление активом, что в ряде случаев повышает эффективность использования его.

В заключение необходимо сказать, что возвратный лизинг не имеет широкого распространения в России и собрать данные по сделкам на рынке не представляется возможным. Это связано с неисследованностью данного метода финансирования, и данная работа должна способствовать пониманию того, что из себя представляет возвратный лизинг. Использование его может стать решающим фактором выживания для фирмы в условиях кризиса и нехватки ликвидности.

# Список литературы

1. Akin S., Lambson V., McQueen G. Rushing to overpay: modeling and measuring the REIT premium // J. Real. 2013. Т. 47. № 3. С. 506–537.
2. Alvayay J., Rutherford R., Smith W. Tax rules and the sale and leaseback of corporate real estate // Real Estate Econ. 2004. Т. 23. № 2. С. 207–238.
3. Bader E., Geieregger E., Balekjian C. European hotel industry performance 2007 // J. Retail Leis. Prop. 2008. Т. 7. № 3. С. 179–185.
4. Barris R. Sale-leasebacks move to the forefront: what is motivating buyers and sellers and what are their preferred methods? // Briefings Real Estate Financ. 2002. Т. 2. № 2. С. 103–112.
5. Bátiz-Lazo B., Billings M. Accounting Regulation and Management Discretion-A Case Note // Abacus. 2012. Т. 48. № 3. С. 414–437.
6. Ben-David I. Company performance and leased assets in sale-and-leaseback transactions // J. Equip. Lease Financ. 2005. Т. 23. № 2. С. 1–8.
7. Berceanu, Dorel; Siminica, Marian; Marcu N. INDEBTEDNESS OF THE FIRMS BY LEASING // Metal. Int. 2009. Т. 14. № 7. С. 107–113.
8. Billett M., King T., Mauer D. Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants // J. Finance. 2007. Т. 62. № 2. С. 697–730.
9. Campobasso F. Off-balance-sheet financing can generate capital for strategic development. // Healthc. Financ. Manag. J. …. 2000. Т. 54. № 6. С. 37–9.
10. Chen, J., Li, Z., Zhang J.-H. Risk assessment mode of sale-leaseback-based on fuzzy analytic hierarchy process // J. Donghua Univ. (English Ed. 2013. Т. 30. № 4. С. 343–348.
11. Colliers International. Eastern Europe market for sale and leasebacks. , 2012.
12. Datta S., Iskandar-Datta M., Patel A. Bank monitoring and the pricing of corporate public debt // J. financ. econ. 1999. Т. 51. С. 435–449.
13. Devaney S., Lizieri C. Sale and leaseback, asset outsourcing and capital market impacts // J. Corp. Real Estate. 2004. Т. 6. № 2. С. 118–132.
14. Dixon, T., Pottinger, G., Marston, A. B.M. Occupational Futures: Real Estate Refinancing and Restructuring // Cent. Estate Manag. 2000. Т. 4. № 2. С. 150–159.
15. Eisfeldt A., Rampini A. Leasing, ability to repossess, and debt capacity // Rev. Financ. Stud. 2009. Т. 22. № 4. С. 16211657.
16. Elayan F., Meyer T., Li J. Evidence from Tax-Exempt Firms on Motives for Participating in Sale-Leaseback Agreements // J. Real Estate Res. 2006. Т. 28. № 4. С. 381–410.
17. Erhardt E., Hogling E. Market Reactions of Corporate Real Estate Sale and Leaseback Announcements // Briefings real estate Financ. 2008. Т. 2. № 4. С. 159–187.
18. Evans M. Raising capital from real estate // J. Prop. Invest. Financ. 2013. Т. 31. № 3. С. 220–222.
19. Ezzell J.R., Vora P.P. Leasing versus purchasing: Direct evidence on a corporation’s motivations for leasing and consequences of leasing // Q. Rev. Econ. Financ. 2001. Т. 41. № 1. С. 33–47.
20. Fisher L.M. Real Estate The Wealth Effects of Sale and Leasebacks : New Evidence // Real Estate Econ. 2004. Т. Т. 32. № 2004. С. 619–643.
21. Graves , J., Levitin M. Sale-Leaseback costs and gains on exchange of assets // J. Account. 1990. Т. 170. № 1. С. 89–92.
22. Grönlund T., Louko A., Vaihekoski M. Corporate Real Estate Sale and Leaseback Effect: Empirical Evidence from Europe // Eur. Financ. Manag. 2008. Т. 14. № 4. С. 820–843.
23. Handa P. An economic analysis of leasebacks // Rev. Quant. Financ. Account. 1991. Т. 1. № 2. С. 177–189.
24. Hordijk A.C., Rompelman D., Koerhuis L. Ten years of sale-and-leaseback transactions in The Netherlands: Large-area office space contract rent some one-fifth above market rent // J. Corp. Real Estate. 2010. Т. 12. № 1. С. 26–32.
25. James B., Barrett S. FranklinCovey Company Retain Ownership versus Sale/Leaseback Decision: A Corporate Real Estate Case Study // J. Real Estate Pract. Educ. 2006. Т. 9. № 1. С. 81–97.
26. Kim E. Sale-and-leaseback agreements and enterprise valuation // J. Financ. …. 1978. Т. 13. № 5. С. 871–883.
27. Klapper L. The role of factoring for financing small and medium enterprises // J. Bank. Financ. 2006. Т. 30. № 11. С. 3111–3130.
28. Lasfer M. Why do Companies Lease their Real Estate Assets? // Rev. Financ. Stud. 2005. Т. 44. № 2. С. 55–61.
29. Ling N.L.F.J. Analysis of Factors and the Impacts of Sale and Leaseback Transaction // Procedia - Soc. Behav. Sci. 2012. Т. 36. № June 2011. С. 502–510.
30. Longinidis P., Georgiadis M.C. Integration of sale and leaseback in the optimal design of supply chain networks // Omega. 2014. Т. 47. С. 73–89.
31. Louko A. Corporate real estate disposal impact on performance ratios // Int. J. Strateg. Prop. Manag. 2004. Т. 8. № 3. С. 137–141.
32. Louko A. Corporate Real Estate Ownership and the Market for Sale and Leasebacks in Finland // Nord. J. Surv. real estate Res. 2005. Т. 2. № 1. С. 57–81.
33. Marusa A.J. Sale-leaseback agreements an alternative to debt financing // Healthc. Bottom Line. 2005. Т. 6. № 6. С. 1–4.
34. Morris S. Sale and leaseback programme in Barclays // J. Prop. Invest. Financ. 2010. Т. 28. № 5. С. 385–390.
35. Nwogugu M. On the Choice between a Sale-Leaseback and Debt // Corp. Ownersh. Control. 2010. Т. 5. № 4.
36. Richard P. Corporate property sale and leaseback securitisation // Briefings Real Estate Financ. 2003. Т. 3. № 2. С. 117–129.
37. Rutherford R.C. Empirical Evidence on Shareholder Value and the Sale-Leasehack of Corporate Real Estate // J. Am. real estate urban Econ. assiciation. 1990. Т. 18. № 4. С. 522–530.
38. Schallheim J., Wells K., Whitby R.J. Do leases expand debt capacity? // J. Corp. Financ. 2013. Т. 23. С. 368–381.
39. Schneider, G.P., Sheikh, A., Simione K. Income smoothing: Management consequences and auditor responsibilites in the case of beazer homes // J. Int. Acad. Case Stud. 2012. Т. 18. № 4. С. 1–8.
40. Sirmans C., Slade B. Sale-Leaseback Transactions: Price Premiums and Market Efficiency // J. Real Estate Res. 2010. Т. 32. № 2. С. 221–241.
41. Smith W., Harter C. A Simple Option-Theoretic Approach to the Lease Versus Purchase Decision // Res. Financ. 2011. Т. 27. № 2011. С. 195–222.
42. Soufani K. The decision to finance account receivables: the factoring option // Manag. Decis. Econ. 2002. Т. 23. № 1. С. 21–32.
43. Tipping M., Bullard R. Sale-and-leaseback as a British real estate model // J. Corp. Real Estate. 2007. Т. 9. № 4. С. 205–217.
44. Tuzel S. Corporate real estate holdings and the cross-section of stock returns // Rev. Financ. Stud. 2010. Т. 23. № 6. С. 2268–2302.
45. Ulph J. Sale and Leaseback Agreements in a World of Title Relativity: Michael Gerson (Leasing) Ltd v Wilkinson and State Securities Ltd // Mod. Law Rev. 2001. Т. 64. № 3. С. 481–488.
46. Virginia S. Some Economic and Legal Aspects of Leaseback // Va. Law Rev. 2013. Т. 34. № 6. С. 686–697.
47. Wells K., Whitby R. Evidence of Motives and Market Reactions to Sale and Leasebacks // J. Appl. Financ. 2012. Т. 22. № 1. С. 57–71.
48. Whitby R. Market Responses to Sale-and-Leasebacks // Real Estate Financ. 2013. Т. 29. С. 3–7.
49. Whittaker C. Hotel operator motives in UK sale and leaseback/management-back transactions // Int. J. Hosp. Manag. 2008. Т. 27. № 4. С. 641–648.
50. X. K.Q. Operation Patterns of Chinese Commercial Real Estate: Based on Value Chain Theory // Adv. Educ. Manag. 2011. С. 381–387.
51. Yan A. Leasing and Debt Financing: Substitutes or Complements? // J. Financ. Quant. Anal. 2009. Т. 41. № 03. С. 709.
52. Information for the competitive edge/ Datamonitor360 (Marketline). URL: http://www.marketline.com/ (дата обращения: 14.03.2014).
53. WM Morrison Supermarkets PLC To Launch Online Food Operation Through Distribution Agreement With Ocado Group Plc//Reuters URL: <http://www.reuters.com/finance/stocks/MRW.L/key-developments/article/2757926> (дата обращения: 16.03.2014).

1. http://www.marketline.com/ [↑](#footnote-ref-1)
2. Colliers International. Eastern Europe market for sale and leasebacks. , 2012. [↑](#footnote-ref-2)
3. http://www.tescoplc.com/ [↑](#footnote-ref-3)