

Интернет-журнал «Наукovedение» ISSN 2223-5167 <http://naukovedenie.ru/>

Выпуск 6 (25) 2014 ноябрь – декабрь <http://naukovedenie.ru/index.php?p=issue-6-14>

URL статьи: <http://naukovedenie.ru/PDF/191EVN614.pdf>

DOI: 10.15862/191EVN614 (<http://dx.doi.org/10.15862/191EVN614>)

**УДК 336**

**Полховская Татьяна Юрьевна**

ФГБОУ ВПО «Ростовский государственный строительный университет»

Россия, Ростов-на-Дону<sup>1</sup>

Доцент

Кандидат экономических наук

E-mail: [tpolkhovskaya@gmail.com](mailto:tpolkhovskaya@gmail.com)

## **Кредитное финансирование подрядной деятельности и агентские проблемы**

---

<sup>1</sup> 344022 г. Ростов-на-Дону, ул. Социалистическая, д. 162, к. 4304

**Аннотация.** В статье исследованы особенности агентских проблем, возникающих в процессе кредитного финансирования субъектов строительного сектора. Присутствие (как минимум) двух пар принципалов и агентов (девелопер - подрядчик и подрядчик - строительный кредитор) указывает на сдвоенность агентских отношений, которые характеризуются тремя типами рисков: неблагоприятный отбор (скрытые характеристики), моральный риск (скрытые действия / информация) и шантаж (скрытые намерения). Автором представлены основные подходы девелопера при выборе подрядчика; при этом указывается, что девелопер часто руководствуется слабоквантифицируемыми критериями; характеристики финансового состояния и технологического оснащения подрядчика слабо влияют на принимаемое девелопером решение. Низкое качество отбора при заключении договора подряда продуцирует информационную асимметрию между подрядчиком и девелопером и формирует агентские отношения первого типа (собственник - менеджер), негативная роль которых возрастает в условиях циклического сжатия экономики. Агентские отношения второго типа (заемщик - кредитор) проявляются как предконтрактный оппортунизм заемщика. Снижение рисков строительного кредитования связано с перманентным контролем уровня информационной асимметрии между строительным заемщиком и кредитором. Возникающие агентские затраты строительного кредитора связаны с последовательной реализацией процедур минимизации информационной асимметрии: due diligence, кредитного мониторинга и портфельного риск-менеджмента. По мнению автора, агентские проблемы кредитного финансирования подрядной деятельности при возрастании циклических рисков в экономике могут осложняться шантажом и постконтрактным оппортунизмом строительных заемщиков в отношении принципалов (девелоперов и строительных кредиторов).

**Ключевые слова:** агентская проблема; финансирование недвижимости; строительное кредитование; due diligence строительных заемщиков; девелоперы; подрядчики; кредиторы; собственники; менеджеры; качество отбора.

**Ссылка для цитирования этой статьи:**

Полховская Т.Ю. Кредитное финансирование подрядной деятельности и агентские проблемы // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ» 2014. № 6 <http://naukovedenie.ru/PDF/191EVN614.pdf> (доступ свободный). Загл. с экрана. Яз. рус., англ. DOI: 10.15862/191EVN614

Рынки недвижимости и строительная отрасль являются высоко цикличными, зависят от локальных (местных, региональных) и национальных экономических условий, причем влияние местных условий наиболее важно: уровень занятости, потребительский спрос, состав доходов и расходов домохозяйств и ряд других широко варьируются даже в пределах регионального субъекта [9, с. 2–3]. Строительная активность в регионе возрастает в фазе расширения экономического цикла и характеризуется количеством начатых объектов и полученных разрешений на строительство девелоперами (заказчиками, застройщиками). Циклический рост цен рынка недвижимости подталкивает субъектов строительного сектора, кредиторов и инвесторов расширять активность, демонстрируя «эффект подражания» и «самореализующегося пророчества». В соответствии с теорией адаптивных ожиданий, такая обратная связь стимулируется возникающими ожиданиями повышения цен в будущем, т. е. сложившаяся в прошлом динамика может обладать значительным влиянием на эмоциональном уровне [7, с. 127]. Цены недвижимости (и спекулятивный пузырь) не могут расти вечно, однако субъекты строительного сектора, в силу своей вовлеченности, выступают адептами и *servum pecus imitatorum* восходящей ценовой динамики до прорыва пузыря. Особенность такой позиции субъектов строительного сектора выражается в проагентском отношении со всеми принципалами, среди которых особое место занимают строительные кредиторы.

Основываясь на адаптивных ожиданиях роста цен недвижимости, девелоперы отбирают подрядчиков, руководствуясь субъективным набором критериев и осуществляя подобный отбор в условиях существенных временных ограничений. Отбор подрядчика девелоперы осуществляют, как правило, в два этапа: (i) предварительная квалификация и (ii) отбор предложений подрядчиков в соответствии с рядом критериев (из которых цена является доминирующим по сравнению с опытом реализации подобных проектов и др.). Выбор девелопером подрядчика часто объясняется склонностью последнего к риску и реже - критериями отбора, которые могут быть основаны на количественных и качественных системах оценок, но которые, при прочих равных условиях, не в состоянии компенсировать неполноту информации рациональным образом и минимизировать потенциально присутствующий агентский конфликт [8; 11].

Решение девелопера в отношении подрядчика приобретает квантифицированную форму в договоре подряда, который, с одной стороны, формализует финансовые обязанности сторон, а с другой - является основанием для взаимодействия подрядчика (строительного заемщика) с кредитным институтом. Формально девелопер может предоставить поручительство по кредиту (выступая в качестве принципала), который необходимо получить подрядчику для реализации проекта (или его части), но для кредитора подобное обеспечение не может считаться достаточным, так как (i) конечное погашение кредита будет зависеть от успешного завершения проекта, и (ii) девелопер не может тотально контролировать деятельность подрядчика в силу информационного дисбаланса (что может проявиться и в противоположном направлении - подрядчик не сможет контролировать действия девелопера, если последний обнаружит склонность к оппортунизму). Отказ от кредитования строительных заемщиков, кроме всего, может указывать на слабость финансовой и информационной инфраструктуры и неформальный характер экономической активности [1, с. 96] в строительной отрасли.

Финансирование проектов недвижимости (объектов рынка недвижимости и субъектов строительного сектора) осуществляется после проведения процедуры отбора, критерии которого кредитор разрабатывает и применяет, руководствуясь не только рекомендациями (предписаниями и нормами) надзорного органа, но и субъективными представлениями о будущем состоянии экономики в целом, на уровне регионов, отраслей и домохозяйств. Способность кредиторов к расширению клиентской базы зависит от макроэкономического состояния и эффективности функционирования контрактной и информационной инфраструктур [1, с. 186–187].

Решения о кредитном финансировании объектов недвижимости принимаются на основании сложившихся (прогнозируемых) национальных и локальных экономических условий, при этом прогнозируемое состояние в лучшем случае определяется на вероятностной оценке рисков, в худшем - как неопределенное. Финансирование субъектов строительной деятельности в любой фазе экономического цикла является трудной задачей, которая многократно усложняется в период экономического кризиса [6]. Сложность отбора заемщиков строительного сектора связана с тем, что (i) возможность оценки ограничена исследованием финансово-хозяйственных фактов, которые уже состоялись (что формирует ее нерелевантность), (ii) агентские конфликты в силу цикличности строительной отрасли проявляются острее, чем в других отраслях, (iii) *a posteriori* информационная асимметрия существует до заключения кредитного договора и, вероятно, усиливается после его заключения.

Чаще всего эксперты указывают на восемь категорий риска кредитования строительных заемщиков: кредитный, процентный, ликвидности, изменения цен на рынке недвижимости к моменту завершения строительства, операционный, соблюдения норм регулирования и строительных правил, стратегический и репутационный [9, с. 3–6]. Менеджмент операционного риска является наиболее трудоемким и узко специализированным, сохраняется на всех этапах строительного кредитования и тесно связан с качеством отбора заемщиков *due diligence* (до подписания кредитного договора) и перманентным контролем динамики этого качества на протяжении всего срока действия кредитного соглашения с использованием процедур кредитного мониторинга (на протяжении всего срока кредита) и портфельного риск-менеджмента кредитора (перманентная процедура риск-менеджмента кредитного портфеля банка), которые приведены в таблице.

Таблица

**Характеристики процедур due diligence, мониторинга  
и портфельного риск-менеджмента в процессе строительного кредитования**

	Due diligence кредитного соглашения	Мониторинг хода выполнения строительного проекта и кредитования	Риск-менеджмент портфеля строительных кредитов
<i>A</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
Объект анализа	Конкретная сделка: независимая экспертиза технико-экономического обоснования и прогноза денежных потоков с целью определения экономической целесообразности и наиболее вероятной общей стоимости проекта	Конкретная сделка: посещение строительного участка экспертами кредитора для формирования квалифицированного представления о выполнении объемов и соответствия качества строительных работ, адекватности (достаточности) средств для завершения проекта	Портфель строительных кредитов (инструментов) должен соответствовать размеру, характеру и масштабам деятельности банка, допустимому уровню риска, лимиту концентрации (отрасль / заемщик), разумным срокам кредитования
Частота проведения	Разовая, с подробным анализом конкретной оферты (сделки, предложения), строительного заемщика и проекта	На регулярной основе (на всех этапах реализации проекта и на протяжении всего срока действия строительного кредитного договора)	На регулярной основе в отношении всего портфеля строительных кредитов
Цель проведения	Принятие или отклонение конкретной оферты исходя из компетентности заемщика, раскрытия информации о завершенных объектах и полученных результатах, критический финансовый анализ строительного заемщика и его принципалов	Мониторинг хода выполнения конкретной финансовой сделки и решение потенциальных проблем на основе регулярного диалога с главным партнером по сделке или иными принципами заемщика	Мониторинг эффективности портфельного менеджмента и количественная оценка финансовых рисков строительного кредитования
Стадии проведения	На прединвестиционной для принятия решений: критический анализ бюджета проекта (затрат строительства, потенциального операционного дефицита и источников его финансирования, инвестиций принципала)	На всех (текущих) стадиях (пред- и постинвестиционных): строительная (техническая) экспертиза потоков затрат, авансирования в пределах строительного кредита и редуцирование нерелевантных затрат	Текущая деятельность (пред- и постинвестиционная): весь кредитный период до завершения, обслуживания и погашения (рефинансирования другим финансовым институтом) задолженности в полном объеме
Процесс проведения	Принятие решения по оферте (сделке, предложению) в соответствии с критериями консервативной пристрастности и с жесткими критериями исключения	Кредитное администрирование для критического финансового анализа: капитала и операционной прибыли (ЕВИТ), источников и использования денежных средств проекта, обязательств по другим текущим проектам, стоимости долей участия в строящихся объектах	Объективная (т. е. справедливая) оценка состояния портфеля в соответствии с текущей рыночной конъюнктурой
Результат	Принятие эффективных инвестиционных (кредитных, операционных) решений (аллокация рискованного капитала)	Защита инвестиционных (кредитных, операционных) процедур до полного завершения сделки - выплаты по строительному кредиту гарантированы надлежащим финансовым институтом по существу	Охват всех рисков портфеля (финансирования и ликвидности) в разрезе географии проектов, реализуемых строительными заемщиками

Заемщики строительного сектора чаще, чем заемщики других отраслей, относятся к так называемым заемщикам-«лимонам», которые кредитуются по более высокой процентной

ставке (т. е. взимается дополнительная премия за риск) или предоставляют существенное залоговое обеспечение [12], принимают договорные условия соблюдения ряда ковенантов [3; 4]. Информационная асимметрия объясняется рядом особенностей строительных заемщиков, среди которых [5]:

- низкая релевантность финансовых отчетов в силу признания доходов и расходов субъектов строительной деятельности по методу начислений;
- высокое отношение совокупного долга к собственному капиталу, традиционное для отрасли;
- преобладание хозяйствующих субъектов, организационно-правовая форма которых (i) не предусматривает публичного раскрытия информации (ООО, ЗАО) и (ii) допускает низкую капитализацию (незначительную величину) собственного капитала;
- низкая доступность национальных / международных рынков капитала.

Банки нуждаются в эффективной системе мониторинга показателей деятельности на финансируемых объектах недвижимости и хода строительства, контроля над выплатой займа и погашения задолженности, достоверности оценки ожидаемых результатов. Процесс строительного кредитования практически всегда подразумевает двоякий агентский конфликт: девелопер (принципал) - подрядчик (агент) и банк (принципал) - подрядчик (агент), который характеризуется тремя рисками: неблагоприятным отбором (скрытые характеристики), моральным риском (скрытые действия / информация) и шантажом (скрытые намерения).

Подобный двоякий агентский конфликт не встречается в других отраслях экономики, что объясняет его низкую транспарентность и специфичность. Недооценка рисков финансирования недвижимости вообще и строительного кредитования в частности наиболее авторитетными исследователями [10] объясняется катастрофической близорукостью и информационной асимметрией банков.

Отсутствие у принципала исчерпывающей информации о квалификациях агента и инструментов воздействия на него стимулирует последнего к предконтрактному и постконтрактному оппортунизму [2; 6]. Информационная асимметрия проявляется, когда принципал и агент не владеют одинаковой информацией одновременно. Предполагается, что девелопер, подрядчик и кредитор информируют друг друга обо всех параметрах проекта и ходе его реализации: затратах времени и финансовых ресурсах, качестве. Однако в целях достижения собственной выгоды девелопер и подрядчик не готовы ею делиться своевременно друг с другом и кредитором, что порождает информационную асимметрию, которая проявляется как скрытые характеристики, скрытая информация и скрытые намерения. Если принципал в условиях асимметрии делает крупные инвестиции или предоставляет иные ресурсы, и если в результате некооперативного поведения агента возникает угроза их утраты, то возникает проблема шантажа (вымогательства). Необратимость инвестиций позволяет агенту препятствовать «чрезмерным требованиям» принципала (девелопера, кредитора) [8], вынуждая последнего оставаться в ситуации информационной асимметрии и принимать все риски, продуцируемые ею.

Возможными решениями агентских проблем, возникающих между девелоперами, подрядчиками и строительными кредиторами, являются: (i) обособление строительного проекта (строящегося объекта) от других проектов (объектов) девелоперов и подрядчиков через реализацию принципов и механизмов проектного финансирования, предполагающих регламентацию, транспарентность и автономность источников и использования финансовых ресурсов для целей конкретного проекта (объекта); (ii) закрепление приоритетности прав собственности на проект (объект) подрядчиков, которое выражается в возможности его использования в качестве залога по обязательствам перед кредиторами и для дистрессовых продаж. Указанные решения позволят снизить потенциальное количество агентских конфликтов и использовать эффективные финансовые методы и инструменты в отношении остаточных рисков.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Демиргюч-Кунт, А. Финансовые услуги для всех. Стратегии и проблемы расширения доступа / А. Демиргюч-Кунт, Т. Бек, П. Хонован; Пер. с англ. - М.: Альпина Паблишер, 2011. - 308 с. - (Библиотека Всемирного банка).
2. Полховская, Т. Ю. Агентские отношения в специализированных кредитных операциях / Т. Ю. Полховская // Научное обозрение. - 2012. - № 6. - С. 490–492.
3. Полховская, Т. Ю. Финансовые ковенанты как инструмент риск-менеджмента специализированного кредитования / Т. Ю. Полховская // Финансовые исследования. - 2013. - № 1 (38). - С. 38–45.
4. Полховская, Т. Ю. Ковенанты строительного кредитования / Т. Ю. Полховская, А. В. Роменский // Инженерный вестник Дона. - 2012. - № 4-2 (23). - Режим доступа: <http://www.ivdon.ru>.
5. Шевченко, А. А. Теоретико-методологические аспекты формирования структуры финансирования субъектов строительного подряда / А. А. Шевченко // Финансовые исследования. - 2011. - № 1. - С. 117–124.
6. Шевченко, А. А. Финансирование деятельности строительного подряда организаций в контексте агентских отношений / А. А. Шевченко // Финансовые исследования. - 2012. - № 3 (36). - С. 74–82.
7. Шиллер, Р. Иррациональный оптимизм: Как безрассудное поведение управляет рынками / Р. Шиллер; Пер. с англ. - М.: Альпина Паблишер, 2013. - 420 с.
8. Ceric, A. Communication Risk in Construction Projects: Application of Principal-Agent Theory / A. Ceric // Organization, Technology and Management in Construction: An International Journal. - 2012. - No. 4 (2). - Pp. 522–533.
9. Commercial Real Estate Lending. - Washington, DC 20219, Office of the Comptroller of the Currency, 2013. - 131 p.
10. Herring, R. Bubbles in Real Estate Markets / R. Herring, S. Wachter // Zell / Lurie Real Estate Center Working Paper. - 2002. - No. 402.
11. Sonmez, M. Addressing the contractor selection problem using an evidential reasoning approach / M. Sonmez, J. B. Yang, G. D. Holt // Engineering, Construction and Architectural Management. - 2001. - No. 8 (3). - Pp. 198–210.
12. Wang, C. A. Is It a Heavy Log that Broke the Camel's Back? Evidence of the Credit Channel in Taiwan's Construction Industry / C. A. Wang, C. O. Chang // International Real Estate Review. - 2008. - No. 11 (1). - Pp. 38–64.

**Рецензент:** Абазиева Камилла Григорьевна, д. э. н., проф., зав. каф. «Экономики и корпоративного управления» ДКГИПТиЭ филиал МГУТУ им. К. Г. Разумовского (Первый казачий университет) в гор. Ростове-на-Дону.



**Tatiana Polkhovskaya Yur'evna**  
Rostov State University of Civil Engineering  
Russia, Rostov-on-Don  
E-mail: [tpolkhovskaya@gmail.com](mailto:tpolkhovskaya@gmail.com)

## **Credit financing of contracting and principal-agent problems**

**Abstract.** This article presents special aspects of agency problems in the credit financing of construction sector firms. The presence of (at least) two pairs of principals and agents (developer - contractor and contractor - construction lender) indicates the twoness of agency relationships, which are characterized by three types of risks: adverse selection (hidden characteristics), moral hazard (hidden action / information) and hold-up (hidden intentions). The author presents the main developer's approaches to selection of contractors; it is reported that the developer is often guided weakly quantified criteria; financial status and technological equipment of contractor have little effect on developer's decision. Low quality of selection at the conclusion of contractor's agreement produces the information asymmetry between the contractor and developer and forms the first class of agency relationship (owner - manager), the negative role of which increases under the cyclic compression of economy. The second class of agency relationship (construction borrower - lender) appear as borrower's pre-contractual opportunism. The mitigation risks of construction lending associated with permanent control of the information asymmetry level between construction borrower and lender. Emerging agency costs for construction lender associated with the consecutive implementing of procedures to information asymmetry minimization: due diligence, credit monitoring and portfolio risk management. in the author's opinion the agency problems of contracting credit financing under increasing economy's cyclical risks may be complicated by hold-up and post-contractual opportunism of construction borrowers in connection with principals (developers and construction lenders).

**Keywords:** principal-agent problem; real estate financing; construction lending; due diligence of construction borrower; developers; contractors; lenders; owners; managers; quality of selection.

## REFERENCES

1. Demirgüç-Kunt, A. Finance for All. Policies and Pitfalls in Expanding Access / A. Demirgüç-Kunt, T. Beck, P. Honohan. - M.: Alpina Publisher, 2011. - 308 p.
2. Polkhovskaya, T. Agency relationships in specialized credit operations / T. Polkhovskaya // Science Review. - 2012. - No. 6. - Pp. 490–492.
3. Polkhovskaya, T. Financial covenants as risk-management instrument of specialized lending / T. Polkhovskaya // Financial research. - 2013. - No. 1 (38). - Pp. 38–45.
4. Polkhovskaya, T. Construction lending covenants / T. Polkhovskaya, A. Romensky // Engineering journal of Don. - 2012. - No. 4-2 (23). - Access mode: <http://www.ivdon.ru>.
5. Shevchenko, A. Theoretic-methodological aspects of the financial structure decisions of the construction firms / A. Shevchenko // Financial research. - 2011. - No. 1. - Pp. 117–124.
6. Shevchenko, A. Raising and application of financing resources by the contractors with an allowance for the interactions with financial institutions / A. Shevchenko // Financial research. - 2012. - No. 3 (36). - Pp. 74–82.
7. Shiller, R. Irrational Exuberance / R. Shiller. - M.: Alpina Publisher, 2013. - 420 p.
8. Ceric, A. Communication Risk in Construction Projects: Application of Principal-Agent Theory / A. Ceric // Organization, Technology and Management in Construction: An International Journal. - 2012. - No. 4 (2). - Pp. 522–533.
9. Commercial Real Estate Lending. - Washington, DC 20219, Office of the Comptroller of the Currency, 2013. - 131 p.
10. Herring, R. Bubbles in Real Estate Markets / R. Herring, S. Wachter // Zell / Lurie Real Estate Center Working Paper. - 2002. - No. 402.
11. Sonmez, M. Addressing the contractor selection problem using an evidential reasoning approach / M. Sonmez, J. B. Yang, G. D. Holt // Engineering, Construction and Architectural Management. - 2001. - No. 8 (3). - Pp. 198–210.
12. Wang, C. A. Is It a Heavy Log that Broke the Camel's Back? Evidence of the Credit Channel in Taiwan's Construction Industry / C. A. Wang, C. O. Chang // International Real Estate Review. - 2008. - No. 11 (1). - Pp. 38–64.