

НЕСОВЕРШЕНСТВА МЕХАНИЗМА ФИНАНСИРОВАНИЯ НЕДВИЖИМОСТИ В РАМКАХ ПОВЕДЕНЧЕСКОГО ПОДХОДА

СЕМЕНОВ МИХАИЛ ЕВГЕНЬЕВИЧ,

аспирант кафедры экономической теории и предпринимательства,
Ростовский государственный строительный университет,
e-mail: semenovm@mail.ru

Неопределенность рыночной среды инвестиционно-строительной отрасли, невозможность принятия выверенных инвестиционных, финансовых решений субъектов строительного комплекса и, как следствие, несовершенство механизма финансирования недвижимости, позволяет обратиться к поведенческому подходу изучения финансов строительства. На основе применения современных аналитических приемов проведен всесторонний анализ влияния «человеческого фактора» в качестве ограничивающего элемента привлечения финансовых ресурсов в строительную отрасль. Это позволило оценить реальное состояние инвестиционно-строительной отрасли российской экономики, определить мотивы экономических субъектов при построении финансовых стратегий с целью снятия провалов механизма финансирования недвижимости.

Ключевые слова: поведенческие финансы; иррациональные ожидания; асимметрия информации; доверие.

The uncertainty of the construction industry environment, the usual impossibility to make right, verified investment and financial decisions by members of the construction finance field and furthermore, the imperfection of real estate financing system are the key arguments stressing the necessity of taking into account the behavioral finance theory of construction financing. The author makes a comprehensive analysis (comparative, static, bibliography components) of «human factors» as limiters of an effective mobilization of financial resources in the construction industry. This allows better understanding the essence of the real estate, largely determining the motives of actors in making the financial strategies, and considering the components of the behavioral approach to smoothing the imperfections of real estate financing system.

Keywords: behavioral finance theory; irrational expectations; information asymmetry; trust.

Коды классификатора JEL: D03, D82, L74, L85.

Современный этап развития инвестиционно-строительной отрасли (в процессе реформирования институциональных основ функционирования экономики страны) предполагает формирование надежного механизма финансирования недвижимости. Однако реальное экономическое состояние строительной отрасли

сли сталкивается с проблемой проявления психологических феноменов, как результат нерациональности действий индивидов, не способных принимать выверенные финансовые решения в процессе привлечения финансовых ресурсов.

Экспансия современной экономической науки в предметные области других общественных наук и интеграция их основных идей и результатов стимулирует интерес экономистов к изучению человеческого поведения, очевидно, играющего весомую роль при принятии экономических решений.

Теоретическая концепция поведенческих финансов позволяет лучше понять проявление «иррациональных» факторов (ложное восприятие информации, иллюзии, эмоции индивидов, проблемы стимулирования и пр.) в процессе финансовой деятельности хозяйствующих субъектов. Этот подход возник отчасти в ответ на трудности, связанные с традиционной финансовой парадигмой, основанной на полной рациональности всех участников рынка (*Ващенко и Лисицына 2006, 89*).

Система поведенческих феноменов инвестиционно-строительной отрасли проявляет себя в качестве дополняющего, нередко усиливающего фактора влияния на эффективное распределение финансовых ресурсов в отрасли. Такие «иррациональные» факторы оказывают влияние на основные провалы механизма финансирования недвижимости (которые и определяют его несовершенство), среди которых можно выделить три основных модуля:

1. Несовершенства моделирования стоимости недвижимого имущества как условия ограниченности привлечения финансовых ресурсов на долгосрочной основе.
2. Провалы при формировании системы эффективных институтов финансирования недвижимости.
3. Несовершенства механизма формирования структуры предложения объектов инвестиционно-строительной отрасли.

Что касается первого блока несовершенств, то в контексте теории поведенческих финансов высокий интерес лиц, принимающих решения (ЛПР) сфокусирован на возможности прогнозирования стоимости недвижимости. Поэтому в последние годы в научной среде уделяется большое внимание исследованиям и построению моделей цен недвижимого имущества (в частности, цен жилой недвижимости). Попытки объяснить причины отклонения цен вокруг долгосрочного равновесия, найти равновесные цены, опираются либо на распространенные параметры (рост занятости и прирост населения, уровень и рост реальных доходов, реальные затраты строительства, реальные процентные ставки и пр.), либо на величину отклонений между фактическими и прогнозными ценами и циклическими экономическими факторами (*Полховская 2009, 108–109*).

Несовершенство указанных предикторов рыночных цен недвижимости создает препятствия к привлечению финансовых ресурсов на долгосрочной

основе, что в свою очередь может привести к искажениям в формировании инвестиционных и портфельных стратегий, привлечению дополнительных ресурсов в период резких циклических колебаний, утрате финансовой самостоятельности девелопмента, и в крайних случаях — к замораживанию строительства.

Поведенческие трактовки моделирования рыночных цен недвижимости в условиях цикличности позволяют проанализировать некоторые наиболее неуловимые обстоятельства, от которых зависит скорость реагирования. К таким обстоятельствам необходимо отнести ожидания инвесторов, как составляющую эвристического подхода к принятию решений.

Особенность «ожиданий» проявляется при финансировании длительных процессов, которые подчеркивают значимость элемента ненадежности и риска убытков, ведущих к возникновению неопределенности состояния отрасли. Частые отклонения текущих цен от ожидаемых свидетельствуют о том, что изменения цен могут быть асимметричны, «выбивая» прогнозные ценовые графики, несмотря на учет ключевых факторов воздействия. В качестве дополнительных решающих факторов (детерминантов) вводятся оптимизм и пессимизм. Оптимизм и пессимизм рассматриваются в качестве причинных факторов, имеющих тенденцию вызывать или усиливать рост или падение вложений, которые являются характерной особенностью соответствующего подъема или спада (*Хаберлер 2008, 127–131*). Таким образом, если изобразить спрос и предложение инвестиционного капитала с помощью схемы, то можно сказать, что ссыла на психологический фактор должна быть представлена усилением сдвига кривой спроса влево в период депрессии и вправо — в фазе подъема.

Так, например, на рынке жилья продавцы, в ожидании увеличения спроса на жилую недвижимость, увеличивают предложение на величину, несколько большую относительно первоначальных планов. В связи с такой приверженностью «шаблонам» мышления может возникнуть ситуация перепроизводства. При этом производители могут не спешить понижать запрашиваемые цены¹. На падающих рынках, наоборот, строители несколько выжидают благоприятную ситуацию возмещения капитала. В связи с этим выход из спада жилищного рынка составляет долгий срок, в конце которого рост предложения отстает от роста спроса (*Полховская 2010, 87*).

В случаях, когда предложение продавцов недвижимости ограничено, цена повышается. Склонность покупателей принимать решения через призму собственных желаний и ожиданий проявляет себя в полной мере. Они могут опасаться продолжения роста цен и не желают отказаться от текущей цены объекта,

¹ Похожа ситуация и с арендными платежами: в случаях, когда наблюдается незначительный спрос со стороны арендаторов недвижимого имущества, владельцы не спешат корректировать уровень арендной платы.

что означает упущение возможности свершения удачной (на их взгляд) сделки. Это приводит к тому, что порой покупатели идут на экстремальные условия привлечения финансовых ресурсов, приводящих к дополнительным ежемесячным тратам. Такие процессы длятся довольно долгий срок, и цены продолжают рост весь период функционирования такого состояния рынка. Государство же, как участник финансирования (прежде всего через государственные жилищные банки) вынуждено «соглашаться» с ожиданиями и настроем инвесторов (в особенности на рынке жилья), поскольку механизм финансирования недвижимости является одной из наиболее общезначимых задач обеспечения основных принципов и условий будущего социально-экономического развития любой страны и строительного-инвестиционного комплекса в частности.

В ситуациях падающих рынков продажа жилого недвижимого имущества протекает гораздо дольше. Это происходит в результате того, что покупатели учитывают длительный временной срок нахождения на рынке объекта купли-продажи и начинают предлагать меньшую цену. Если продажи затягиваются по времени, поведение продавца меняется в зависимости от ограниченности по времени.

Иррациональные ожидания на рынке недвижимости служат первопричиной отклонений стоимости недвижимости от ее фундаментальной величины. Подтверждением тому являются искажения (расхождения) в динамике средних цен на первичном и вторичном рынках жилья в периоды финансовой нестабильности (см. рис. 1).



Рис. 1. Динамика средних цен на первичном и вторичном рынках жилья РФ, т.р./кв. м

Рассчитано по материалам Федеральной службы государственной статистики.
(<http://www.gks.ru>).

Поведенческие факторы оказывают здесь дополнительное воздействие на цены, проявляющееся в виде ожиданий инвесторов, порожденных уверенностью в высоком или низком качестве хода строительных работ, а также достройки строительных объектов в срок. Как следствие, непредсказуемость ценовых трендов, порожденная наличием иррациональных ожиданий инвесторов, не дает возможности принимать достоверные решения о формировании долгосрочных финансовых стратегий.

Относительно провалов при формировании системы эффективных институтов финансирования недвижимости, то следует заметить, что в инвестиционно-строительной отрасли только формируются институциональные принципы ее финансирования, однако, в рамках сложившейся системы источников привлечения финансовых ресурсов (см. рис. 2), стоит выделить основные искажения формальных и неформальных правил, норм работы институтов. Более того, базовые составляющие поведенческого подхода, которые вносят свои аргументы влияния на данный сорт проблем, это прежде всего мотивация (проблемы стимулирования финансирования) и асимметрия информации (ее эффекты).

Система накопления сбережений домохозяйств широко характеризует финансирование строительства жилья, основанное на депозитной базе (привлечение фондов банками посредством депозитов). Главной проблемой депозитного фондирования считается его недостаток, как основного источника привлечения финансовых ресурсов. Это увеличивает несоответствия в структуре кредитного института между источниками депозитов и ссудами в терминах количества, кредитного риска и продолжительности.

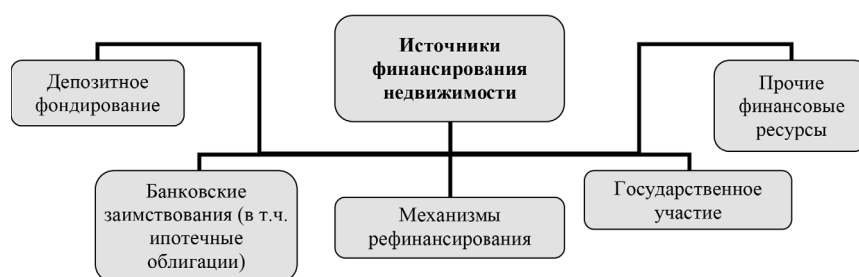


Рис. 2. Основные источники финансирования недвижимости

Составлено автором

Исследования в области поведенческих финансов объясняют, что основным мотивом недостаточного вложения средств является психология толпы, стадное поведение, проявляющееся в виде недоверия населения в период кризисов и неопределенности, и добровольное принятие экономических рисков в условиях транспарентных (прозрачных) рынков.

Банковское кредитование строительства (в том числе финансирование, основанное на заимствованиях ипотечных банков²) сталкивается с проблемами развития института ипотеки, а также наличием агентских издержек — усилий по контролю над заемщиком (сбор информации, мониторинг, страховка сделок, денежные меры по взысканию задолженности и пр.).

Стоит отметить, что, обеспечив кредитными ресурсами подрядные строительные организации, банки имеют интерес в эффективном использовании того капитала, которым владеют. Краткосрочное же банковское кредитование способствует эффективной производственной и финансовой деятельности застройщиков, сокращению сроков строительства, выполнению планов ввода в действие мощностей и основных фондов, планов прибыли, снижению себестоимости. Адаптируясь к новым условиям, банки пересматривают свои подходы к оценке рисков, процедура андеррайтинга клиентов подрядной деятельности становится более жесткой. Все эти изменения связаны с неопределенностью рыночной среды. Процессы асимметрии информации учащаются, что влечет за собой недоверие участников процесса кредитования друг к другу, увеличение общего риска и нестабильности строительной отрасли.

Теоретическая концепция поведенческих финансов придает большое значение эффектам асимметрии информации, которые на кредитном рынке делятся на две группы. Первые эффекты возникают до заключения кредитных сделок (*ex ante*) и связаны с неблагоприятным отбором заемщика (*adverse selection*). Вторые эффекты, проявляющиеся после выдачи кредита (*ex post*), стоит отнести к риску безответственного поведения (моральному риску). Неблагоприятный отбор заемщика означает, что если процентные ставки завышены, то добросовестные заемщики отказываются получать кредит, поскольку знают, что не сумеют его вернуть. Напротив, безответственные и рискованные заемщики продолжают предъявлять спрос на такие кредиты. Как следствие — вероятность неблагоприятного отбора заемщиков увеличится. Чем выше процентные ставки, тем больше вероятность, что будет выдан заведомо просроченный кредит. А риск безответственности может проявиться в том, что, получив кредит, заемщик использует его не по назначению. Чем выше стоимость кредита, тем больше стимул у заемщика участвовать в рискованных проектах. Этот феномен получил название «неблагоприятная побудительная мотивация» (*adverse incentive*) (Тихонов 2008).

Постепенное снижение ставки рефинансирования ведет к снижению процентных ставок по кредитам, предоставленным юридическим лицам в отрасли строительства, и постепенному отсеиванию рискованных займов, однако в случае повышения ставок (особенно в случае резких скачков) ситуация меняется в обратную сторону (см. рис. 3).

² Привлечение фондов через продажи ипотечных облигаций (обязательств) институциональным (пенсионные фонды, страховые компании) и частным инвесторам.



Рис. 3. Ставка рефинансирования и неблагоприятный отбор заемщиков, %

Рассчитано по материалам Бюллетеня банковской статистики // Информационный сервер Центральный банк Российской Федерации. (<http://www.cbr.ru>).

Механизм рефинансирования (в том числе секьюритизация пула закладных) отражает трансформацию ссуд банка в активах бухгалтерского баланса (и базируется на разделении активов первоначального кредитора) в наличные средства, которые могут заменять или дополнять привлечение депозитов. Так, например, эмиссия ипотечных облигаций должна отвечать следующим критериям:

- 1) обязательства должны быть эмитированы на основе законных условий, обеспечивающих инвестиционную защиту их владельцев;
- 2) они должны подлежать регулярному мониторингу со стороны органа исполнительной власти, осуществляющему контроль и надзор в сфере финансовых рынков;
- 3) денежные средства, получаемые от эмиссии таких облигаций, согласно законодательству, должны размещаться в активах, которые обеспечат достаточное покрытие обязательств в течение полного срока их обращения;
- 4) в случае банкротства суммы, полученные от выпуска облигаций, должны быть выплачены в приоритетном порядке, это же распространяется и на задолженность по процентам при наступлении срока их выплаты (Полховская 2009, 110–112).

Основные трудности заключаются в недостаточной стандартизации процедуры секьюритизации ипотечных ссуд ввиду наличия юридических и налоговых сложностей, к тому же сделки должны быть значительными по объему, чтобы окупить высокие затраты по эмиссии (в том числе оценке долга), что препятствует малым кредиторам воспользоваться рынком секьюритизации.

Основные предпосылки данного провала институционального характера с позиции поведенческих финансов кроются в асимметрии источников средств

от эмиссии ипотечных облигаций и выданных ссуд в течение полного срока их обращения, поскольку в идеале система финансирования строительства, основанная на выпуске ипотечных облигаций, предполагает, что суммы средств, полученных от продажи таких обязательств, пойдут на финансирование ссудных операций (при условии, что период действия идентичен). Однако данная система скорее некий идеал, и на практике асимметрия проявляется как раз в дифференциации стоимостей облигаций и кредитов под строительство. Наглядным примером, иллюстрирующим данную ситуацию, служит сравнение средневзвешенных ставок по ипотечным жилищным кредитам, предоставленным кредитными организациями физическим лицам и средневзвешенных купонных ставок доходности по облигациям строительного сектора (см. рис. 4).

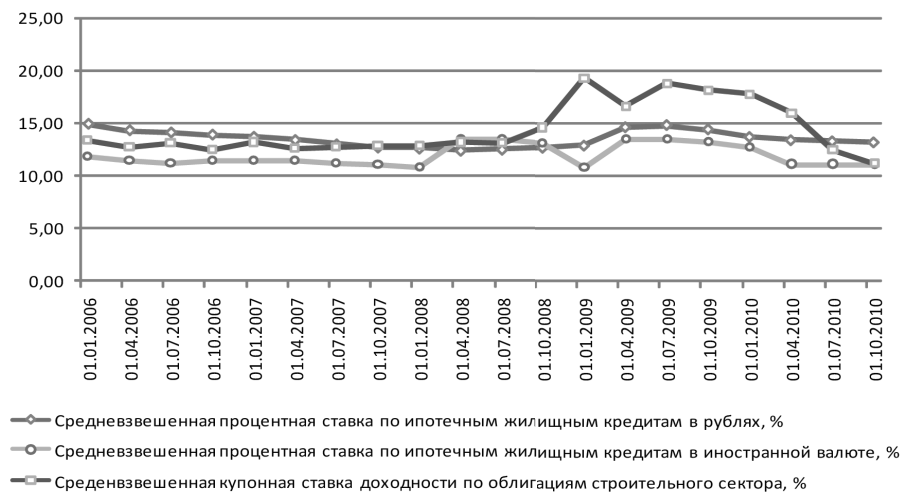


Рис. 4. Динамика отклонения средневзвешенных процентных ставок по ипотечным жилищным кредитам от купонных ставок доходности по облигациям строительного сектора РФ, %

Рассчитано по материалам Бюллетеня банковской статистики и статистическим данным портала рынка российских облигаций (*Rusbonbs*) // Информационный сервер Рынок облигаций России. (<http://www.rusbonds.ru>); Информационный сервер Федеральной службы государственной статистики. (<http://www.gks.ru>).

Государственное участие (фондовые источники финансирования: государственные жилищные банки или фонды) ввиду наличия выданных гарантий, софинансирования, строительства объектов социальной значимости — заинтересовано в регулировании финансово-кредитного сектора страны. Несовершенство политики денежно-кредитных властей оказывает непосредственное влияние на эффективность работы механизма финансирования инвестиционно-строительной отрасли. Вывод о том, что удорожание кредита под строительство повышает вероятность получения финансово-кредитными институтами нулевых или отрицательных результатов в игре с недобросовестными заемщиками (см. рис. 3), предопределяет действия регулятора денежно-кредитной политики России в лице Центробанка, который должен учитывать наблюдаемый

феномен. Гибкая система регулирования уровня процентных ставок, ключевым механизмом которой выступает госу-дарство, позволит повысить прозрачность рынка недвижимости, снижая степень воздействия эффектов асимметрии информации.

Прочие источники привлечения финансовых ресурсов посредством, например, аутсорсинга, каналов дистрибуции через Интернет, связаны с наличием барьеров вхождения на рынок института финансовых посредников (ипотечные банки, пенсионные фонды, страховые и инвестиционные компании и пр.). Снижению входных барьеров в виде информационных несовершенств согласно поведенческому подходу, должно способствовать создание доступных систем информационной обеспеченности релевантной информацией по всем институциональным источникам.

Третий блок провалов связан с несовершенствами механизма формирования структуры предложения объектов инвестиционно-строительной отрасли.

Проблемы в структуре девелопмента вызваны несовершенством деловой среды строительного комплекса. Поскольку соблюдение общепринятых норм морали означает необходимость поступать честно даже в тех случаях, когда нечестные поступки позволяют добиться определенного преимущества, то сглаживание конфликта интересов в структуре девелопмента (который возникает в случае наличия у субъектов различных взглядов на проблему и методов ее решения) порождает формирование среды доверия — важного фактора, который снижает воздействие основных проблем механизма финансирования недвижимости на рыночную среду отрасли.

Несовершенство деловой политики инвестиционно-строительной отрасли означает наличие следующих проблем:

- 1) незащищенность сторон сделок;
- 2) несовершенства построения строительных партнерств (в данном случае СПО);
- 3) низкий уровень прозрачности взаимоотношений;
- 4) недостаточность базы собственного капитала строительных компаний;
- 5) закрытость информации о рисках и сданных объектах.

Ключевым инструментом государственного регулирования строительной отрасли в России до недавнего времени оставалось лицензирование строительной деятельности. Однако такая проводимая практика не решала проблемы надежности и безопасности строящихся долгосрочных зданий (сооружений) и не давала стимулов субъектам строительного сектора к соблюдению договорных регламентов и выполнению финансовых обязательств. При этом лицензия отзывалась за редким исключением (в случаях грубых технических нарушений, неблагоприятной кадровой ситуации строительных фирм).

Переход к новой форме ведения деятельности в сфере строительства — членстве в саморегулируемых организациях (СПО) с 01 января 2010 г., повлек за собой отмену выданных ранее лицензий. Теперь вступление в СПО является

для строительных организаций и индивидуальных предпринимателей (занимающихся строительной деятельностью, капитальным ремонтом зданий и сооружений, и реконструкции) обязательным условием для проведения работ по строительству. Такой подход в отрасли должен не только повысить качество осуществляемых строительных работ и квалификацию профессиональной деятельности (руководителей высшего и среднего звена, ведущих специалистов, мастеров и начальников участка), но и минимизировать риски, вызванные проблемами стимулирования (в первую очередь повысить информационную эффективность и снизить уровень морального риска).

В макроперспективе последствия неэтичного поведения порождены следующими категориями проблем формирования деловых отношений: взяточничество, принуждение, обман (введение в заблуждение), воровство и несправедливая дискриминация. В инвестиционно-строительной отрасли это может отражаться в несоразмерном асимметричном колебании индексов цен на строительную продукцию и индексом цен на первичном рынке жилья (см. рис. 5).



Рис. 5. Индексы цен на строительную продукцию и цен на первичном рынке жилья РФ, %

Рассчитано по материалам Федеральной службы государственной статистики.
(<http://www.gks.ru>).

Долговременные лаги исполнения заказчиками своих обязательств усиливают неопределенность достижения положительных финансовых результатов, ведут к снижению эффективности деятельности подрядного производства, его инвестиционной привлекательности и кредитоспособности. Поэтому деловые отношения отдельно взятой подрядной организации нельзя рассматривать без увязки компонентов доверия и репутации. Обращение к феномену доверия помогает понять, как сохраняется жизнеспособность экономики в условиях асимметричности информации, неполноты контрактов, неопределенности буду-

щего. Учитывая эффекты информационной асимметрии, менее информированной стороне приходится расходовать средства на получение дополнительной информации, на разработку более сложных контрактов, на страхование сделок. Доверие уменьшает потребность в таких расходах (*Fehr 2008*).

На рынках с моральным риском и асимметрией информации репутационные стимулы способствуют увеличению взаимовыгодного обмена, снижению арендной платы. Они необходимы для дальнейшего сотрудничества. Основой формирования и поддержания репутации служит информация о прошлом поведении агентов, которая должна удовлетворять следующим критериям привлекательности: качество строительства; соотношение цена — качество строительства; соотношение цена — местоположение; количество одновременно строящихся домов; темпы строительства одного дома; узнаваемость бренда; динамика развития компании; сроки пребывания на рынке и пр.

Теоретической основой принятия решений о привлечении финансовых ресурсов в строительную отрасль, очевидно, должны стать основные составляющие теоретической концепции поведенческих финансов, что позволит субъектам быстро приспособиться к постоянно изменяющимся условиям неопределенности рыночной среды строительного комплекса. В конечном счете допущения поведенческого подхода, основанные на учете человеческого фактора, дают реальную картину провалов финансового механизма, затрудняющих развитие потенциала инвестиционно-строительной отрасли.

ЛИТЕРАТУРА

Ващенко Т.В. и Лисицына Е.В. (2006). Поведенческие финансы — новое направление финансового менеджмента. История возникновения и развития // *Финансовый менеджмент*. № 1. 89–98.

Полховская Т.Ю. (2009). Финансовые предикторы рыночных цен недвижимости // *Рыночная экономика и финансово-кредитные отношения: ученые записки*. Вып. 11. Ростов н/Д: Рост. гос. строит. ун-т. 108–121.

Полховская Т.Ю. (2010). Влияние цикличности рынка недвижимости на модели инвестиционных решений // *Рыночная экономика и финансово-кредитные отношения: ученые записки*. Вып. 12 — Ростов н/Д: Рост. гос. строит. ун-т. 84–92.

Тихонов А.О. (2008). Информационная состоятельность финансового рынка: теоретическая концепция и институциональная структура. Сборник материалов II Международной научно-практической конференции Национального банка Республики Беларусь «Проблемы выбора эффективной денежно-кредитной политики в условиях переходной экономики». Минск. 19–20 мая.

Хаберлер Г. (2008). Процветание и депрессия. Теоретический анализ циклических колебаний: Пер. с англ. Социум. 663.

Fehr, E. (2008). On the Economics and Biology of Trust, IZA Discussion Papers 3895. Institute for the Study of Labor (IZA).

Kahneman, D. and Tversky, A. (2000). Choices, Values, and Frames // Cambridge Univ. Press.

Shefrin, H. (2008). Ending the Management Illusion. Eliminate the Mental Traps That Threaten Your Organization's Success // McGraw-Hill. London.

Stiglitz, J. and Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets With Imperfect Information // *American Economic Review*. Vol. 71. No. 3. 393–410.