

**Литература**

1. А.Р.Белоусов «Долгосрочные тренды российской экономики», М.: 2005
2. Гохберг Л. М. Статистика науки .М. 2003
3. Доклад о развитии человеческого потенциала в Российской Федерации за 2006/2007 гг. / М.: Весь Мир, 2007.
4. Нуреев Р.М. Россия: особенности институционального развития. М.: НОРМА, 2009
5. Нуреев Р.М., Латов Ю.В. Россия и Европа: эффект колеи (опыт институционального анализа истории экономического развития). Калининград. 2010
6. Портер М., Кетелс К. Конкурентоспособность на распутье: направления развития российской экономики.

7. Реализация конкурентных преимуществ - основа экономического роста в долгосрочной перспективе. М.: ЦМКАП 2007
8. Россия 2020: цель – технологическая модернизация. XI Петербургский международный экономический форум.
9. Myrdal G. Asian Drama: An Inquiry into the Poverty of Nations. Vol. I — III N.Y., 1968. Сокращенный русский перевод см.: Мюрдаль Г. Современные проблемы "третьего мира". М., 1972.
10. U.S. Census Bureau. March Current Population Survey. Income Statistics Branch/HNES Division. U.S. Department of Commerce: Washington, DC.

Статья поступила в редакцию 23.07.2011

**М.А. ЕРЕМЕЕЧЕВА,**

*Национальный Исследовательский Университет - Высшая Школа Экономики, г.Москва*

**ЭКСКЛЮЗИВНЫЕ СОГЛАШЕНИЯ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ЭМПИРИЧЕСКИЕ ИССЛЕДОВАНИЯ ПРОБЛЕМЫ «ЗАЛОЖНИКА»**

Традиционно в теоретических работах, посвященных рассмотрению вертикальных взаимодействий, делается акцент на противопоставлении вертикальной интеграции - дезинтеграции, в то время как в реальности не меньшее, а, возможно, и большее место занимает такая форма повышения интегрированности сторон, как вертикальные ограничивающие соглашения (ВОС), предполагающие достижение определенных договоренностей при сохранении сторонами своей юридической независимости.

Регулирование ВОС, которые имеют как про-, так и антиконкурентные последствия, является одной из неотъемлемых составных частей проведения политики поддержания конкуренции на рынках. При этом изменения в регулировании ВОС, а именно, некоторое ослабление его жесткости, наблюдаемое в США и ЕС в последние десятилетия, основывается на осознании значимости проконкурентных последствий их применения. Этому способствовало появление теорий, объясняющих заключение ВОС не выигрышами, достигаемыми в конкурентной борьбе (т.е. при взаимодействии по горизонтали), а повышением эффективности вертикальных

взаимодействий. Одним из наиболее часто упоминаемых аргументов в пользу применения более либерального режима регулирования ВОС является указание на ту роль, которую они могут играть в преодолении проблемы «заложника» и сопутствующем повышении объема специфических инвестиций.

Инвестиции зачастую связаны с частными торговыми отношениями, в этом случае доход на вложенные средства в рамках данного взаимодействия выше, чем за его пределами. Как правило, участники взаимодействия имеют недостаточно стимулов для неконтрактируемых инвестиций, так как в ситуации, когда инвестиции носят «утопленный» характер, инвестор лишается части совокупного дохода в пользу торгового партнера, со стороны которого возникает опасность шантажа в будущем. Данная проблема, упомянутая выше как hold-up problem (проблема «заложника»), присуща многим двусторонним соглашениям. Очевидно, наличие риска у инвестора, вызванного проблемой «заложника», препятствует осуществлению социально-необходимых инвестиционных вложений.

© М.А. Еремеечева, 2011

Е. Rasmusen [2011] рассматривает проблему «заложника» в качестве социальных затрат монополии, учитывая взаимодействие монополиста с ритейлерами, функционирующими в условиях совершенной конкуренции. Таким образом, проблема «заложника» находит свое выражение и на безличных рынках с множеством покупателей, количество которых не позволяет заключить контракт с каждым контрагентом, но тем не менее осуществляющих инвестирование.

Таким образом, как побудить торговых партнеров осуществлять специфические инвестиции и причины, лежащие в основе совершения представленных капиталовложений, являются центральной темой в анализе теории контрактов. В свою очередь, проблема «заложника» является неотъемлемой составляющей теории неполных контрактов (новая теория прав собственности), ставшая ведущей парадигмой в институциональной экономике и теории организации.

Издержки, связанные с проблемой «заложника», имеют явное представление в контексте контрактных взаимодействий одного покупателя и продавца. Ритейлер может воздержаться от осуществления дорогостоящих инвестиций, ожидая роста цены продажи со стороны поставщика, в ситуации, когда инвестиции носят характер безвозвратных издержек. Williamson [1975] предложил данный подход для объяснения существующего взаимодействия промышленных предприятий, в свою очередь, Groot [1984] впервые описал простую модель «заложника» и проиллюстрировал основную гипотезу недоинвестирования. Вскоре Tirole [1986] представил доказательство данного предположения. Среди наиболее известных эмпирических исследований данной проблемы является работа Joskow [1987], сфокусированная на анализе специфических инвестиций, направленных на добычу каменного угля, используемого предприятиями по производству электроэнергии.

Цель настоящей статьи – проведение теоретических и эмпирических исследований проблемы «заложника», имеющей место при заключении эксклюзивных соглашений, выдвижение нового объяснения повышения эффективности вертикальных взаимодействий в результате заключения ВОС, которое основывается на применении метода реальных опционов к рассмотрению динамической постановки проблемы «заложника», отличающейся варьированием не объемов, а сроков осуществ-

ления специфических инвестиций.

### **Организационные средства противодействия проблеме «заложника»**

Одной из интерпретаций неэффективности является наличие «провалов» рынка, рассмотренных в теореме Коуза. Действительно, участники соглашения не могут достигнуть эффективного результата, так как неконтрактируемость инвестиционного решения препятствует переговорному процессу по принятию данного решения *ex ante*. С этой точки зрения, проблема «заложника» влечет за собой транзакционные издержки ведения переговоров и рыночного механизма, избежать которые (снизить их величину) позволяют другие формы организации производства [Coase, 1937], в частности вертикальная интеграция [Crawford and Alchian, 1978; Williamson, 1979].

Только то, как проблема «заложника» элиминируется или, по крайней мере, ослабляется через интеграцию, не вполне ясна. В связи с этим возникает теория, рассматривающая воздействие структуры собственности в ситуации «заложника» на взаимозависимых контрагентов [Grossman and Hart, 1986; Hart and Moore, 1990]. Согласно авторам данной теории, владение капиталом дает его собственнику право детерминировать использование активов, не заданных по контракту. Соответственно, право остаточного контроля (*residual right*) имеет существенное значение при вступлении контрагентов в переговоры об условиях контракта, поскольку данное право определяет правовое положение (*status quo*) сторон при дифференциации выигрыша.

### **Контрактные решения проблемы «заложника»**

Нельзя не отметить, что решение о сделке отражается в контракте только после принятия инвестиционного решения. Хотя данное предположение перекликается со многими реальными бизнес-ситуациями, ставится под сомнение возможность точного расчета выигрыша, зависящего от поведения контрагентов [Maskin and Tirole, 1999]. В свою очередь, Edlin and Reichelstein [1996] показали, что контракт с фиксированной ценой способствует появлению эффективных стимулов, способствующих инвестированию из корыстных побуждений со стороны любого участника соглашения. По этой причине наличие инвестиций, носящих «эгоистичный» характер,

не требует организационных средств противодействия проблеме «заложника».

Aghion, Dewatripont and Rey [1994], Chung [1991] отмечают, что эффективность инвестирования может быть достигнута через контракт, регулирующий, с одной стороны, состояние выигрыша (the status quo payoffs) одного из участников соглашения, с другой, обеспечивающий полную власть в торге (bargaining power) контрагента на стадии пересмотра условий контракта, таким образом, предоставляя данной стороне соглашения право остаточного контроля.

Согласно Che and Sakovics [2008], «hold-up problem возникает тогда, когда часть дохода от специфических инвестиций со стороны агента изъята ex post его торговым партнером». С неполными контрактами, возникающими вследствие непредвиденных обстоятельств и невозможности принуждения, специфические инвестиции искажены проблемой «заложника» и поэтому недостаточны.

Современная литература по hold-up problem сосредоточена на вопросе неэффективности, вызванном проблемой «заложника», и способах защиты контрактных прав для достижения первого наилучшего посредством моделирования переговоров ex post. В свою очередь, предложенные модели делают акцент на том обстоятельстве, что поступление специфических инвестиций происходит одномоментно. В противоположность данному подходу J. Zhang and Y. Zhang [2011] исследуют проблему заложника в случае осуществления одновременного и последовательного инвестирования, обращая внимание на воздействие непрерывных вложений на проблему недоинвестирования [Noldeke and Schmidt, 1998; Zhang and Zhang, 2010]. Авторы демонстрируют, что если эффект стимулирования, связанный с последовательным дополнительным финансированием, превышает эффект задержки, последовательные инвестиции смягчают недоинвестирование, вызванное проблемой «заложника», а в том момент, когда стороны контракта имеют возможность выбирать момент инвестирования, имеет место стратегическая отсрочка.

#### **Невыполненный контракт/отказ от контракта**

Наличие невыполненного контракта предполагает, что проблема «заложника» может заключаться в природе специфически инвестиций («совместных» инвестиций или в

непредсказуемости инвестиционного выигрыша) [Che and Hausch, 1999]. Выделено несколько факторов, оказывающих значимое влияние на невыполнение контракта. Во-первых, допустимость пересмотра действий специфицированного контракта. Если в контракте прописаны ситуации, не предполагающие трансформации, тогда существует шанс достигнуть эффективного результата. Rogerson [1984] обращает внимание на то, что наличие возможности заранее оценить убытки, позволяет добиться благоприятного исхода. Аналогично, если в последний период пересмотра контракта, покупатель имеет право определить окончательные условия торговли (the buyer-option contracts), тогда возникает вероятность преодолеть проблему «заложника» со стороны данного покупателя [Lyon and Rasmusen, 2004]. Однако при совместном инвестировании имеет место повторное невыполнение контракта в том случае, когда стороны соглашения сокращают задержку исполнения опциона [Wickelgren, 2007]. Во-вторых, нейтральное отношение к риску является значимым в случае невыполнения контракта. Если контрагенты не склонны к риску, тогда в лотерее прослеживаются потери обоих участников соглашения при пересмотре контракта, но может быть достигнуто «первое наилучшее» [Maskin and Tirole, 1999]. В-третьих, наличие двустороннего контракта. В том случае, если в контракт может быть привлечено третье лицо, соглашение между сторонами может характеризоваться как эффективное, даже в той ситуации, когда контракт подлежит пересмотру или имеет место тайный сговор [Baliga and Sjostrom, 2005].

#### **Эмпирические исследования роли контрактов в решении проблемы «заложника»**

Возможность решить проблему «заложника» с помощью контракта вызвала широкий интерес и получила теоретическое осмысление в литературе, начиная с работ Hart and Moore [1988]. Однако имеется небольшое количество эмпирических данных, доказывающих эффективность контрактов в стимулировании инвестиционных вложений.

E.I. Hoppe and P.W. Schmitz [2010] в своей работе обобщили крупномасштабные эмпирические исследования роли контрактов в ослаблении проблемы «заложника». Авторы исследуют «совместное» инвестирование [Che and Hausch, 1999], поскольку в данном случае решение проблемы «заложника» стоит осо-

бенно остро. В частности, Maskin and Moore [1999], Che and Hausch [1999] показали, что в случае совместных инвестиций вообще не существует контрактного решения проблемы «заложника», если участники соглашения не могут принять решение, не пересмотрев контракта. В противоположность этому, Edlin and Reichelstein [1996] утверждают, что при «короистных» инвестиционных вложениях (то есть, инвестициях, приносящих непосредственную выгоду инвестору), инвестирование, осуществляемое согласно принципу «первого наилучшего», имеет место, даже если пересмотр контракта не может быть исключен.

Исследование статьи, направленное на анализ инвестиционного поведения участников торговли, предполагает, что (1) контракты с фиксированной ценой не могут ослабить проблему заложника; (2) опционный контракт, не предполагающий пересмотра, решает проблему «заложника»; (3) опционный контракт с учетом пересмотра соглашения является менее эффективным в преодолении проблемы «заложника», поскольку (4) инвестиционное поведение при данном типе контракта сходно с действиями при отсутствии соглашения.

Было обнаружено подтверждение допущений (1) и (3) в отличие от утверждения (4): при сравнении ситуации, предполагающей отсутствие контракта, с состоянием, в котором контрагенты имеют право на пересмотр контракта, выявлено, что во втором случае доля высокзатратных инвестиций значительно выше.

Hart and Moore [2008] выступили с новаторской идеей, предполагающей, что контракты могут служить в качестве «точек отсчета» для торговых отношений. Данный подход позволяет пролить свет на имеющиеся различия динамики инвестиций в опционном контракте с возможностью его пересмотра и в ситуации, не предполагающей подписание соглашения. Hart and Moore [2008] утверждают, что контракты *ex ante* могут повлиять на ожидания участников соглашения относительно результатов *ex post*. Контрагент, фактически (*ex post*) не получающий то, что причитается ему по праву, несет ущерб, что может спровоцировать попытку наказать своего торгового партнера, даже если это будет затратным и не приведет ни к какой материальной выгоде.

С точки зрения теории «точка отсчета» (*reference point theory*) [Hart and Moore, 2008]

(5) опционный контракт в сравнении с ситуацией, не предусматривающей подписание соглашения, имеет эффект только в том случае, когда у продавца существует возможность наказать контрагента. Кроме того данная теория предполагает, что (6) продавцы с большей вероятностью откажутся от достаточно низкой цены при опционном контракте с правом его пересмотра в случае, когда контракт был подписан, чем при отсутствии соглашения. Результаты эмпирических исследований показали, что предпосылка (5) выполняется в отличие от допущения (6) [Hoppe and P.W. Schmitz, 2010].

В последние десятилетия в рамках теории контрактов ведутся активные дебаты, связанные с исследованием возможности опционного контракта ослабить или даже решить проблему заложника. В частности, имеет какую-либо ценность заключение контракта, если невозможно предотвратить его пересмотр? Основываясь на работе Maskin and Moore [1999], ряд авторов утверждает, что пересмотр подрывает способность любого потенциального контракта осуществлять стимулирование инвестиционных вложений [Che and Hausch, 1999; Segal and Whinston, 2002]. В противоположность данному утверждению, такие авторы, как Nöldeke and Schmidt [1995, 1998], Lyon and Rasmusen [2004] более лояльны к возможности решить проблему «заложника» с помощью опционных контрактов.

Работа [Hoppe and P.W. Schmitz, 2010] представляет доказательство идеи Hart and Moore [2008] относительно поведения экономических агентов. Данная концепция, как было сказано ранее, основана на предположении, что контракт выступает в качестве «точки отсчета». Hart and Moore [2008] сосредоточены на проблеме выбора между жесткими и гибкими контрактами в ситуации неопределенности *ex ante* состояния природы. В жестком контракте указывается цена, по которой будет осуществляться торговля. При торговом взаимодействии, имеющем место только при «хорошем» состоянии природы, стороны получают ожидаемый выигрыш без какого-либо ущерба. В свою очередь, гибкий контракт определяет диапазон цен таким образом, чтобы торговля имела место и в плохом состоянии мира, но в ряде случаев участник соглашения несет ущерб, если получает меньше своих ожиданий, и в последующем, как упоминается выше, предпринимает затратное наказание в отношении контрагента. Fehr и соавторы

[2010] нашли экспериментальное подтверждение новой теории. Однако они не рассматривают неконтрактируемые инвестиции и возможность пересмотра договора. Таким образом, еще не существует экспериментальных данных, подтверждающих возможность со стороны опционных контрактов выступать в качестве «точек отсчета», а следовательно, способствовать ослаблению проблемы «заложника».

**Динамическая постановка проблемы «заложника»**

Альтернативным вариантом рассмотрения проблемы «заложника» является анализ ее динамической постановки, в которой критичным параметром является не объем специфических инвестиций, а своевременность их осуществления, в обеспечении которой значимую роль могут играть ВОС. Подобная трактовка проблемы «заложника» открывает возможность привлечения к анализу ВОС теории реальных опционов.

Применение метода реальных опционов не ограничивается областью финансового анализа, и представляется, что подобная теоретическая тема может быть использована, в частности, и при анализе ВОС.

Причиной возникновения опционной стоимости ВОС, к примеру, может быть то обстоятельство, что они способствуют более ранним и своевременным специфическим инвестициям дилера в тех ситуациях, когда вход поставщика на рынок требует некоторого подготовительного периода, связанного с проведением маркетинговых исследований, рекламных акций и пр. Своевременность этих инвестиций влияет на размер выигрыша от взаимодействия сторон (квазиренды), и соответственно, это дает возможность говорить об их опционной стоимости.

Наше исследование, в основе которого лежит попытка интерпретации ВОС как реальных опционов, может расширить сложившееся представление о характере проконкурентных последствий ВОС.

За последние десятилетия появилось множество теорий, посвященных анализу причин, в силу которых ВОС ведут к повышению эффективности взаимодействия между продавцами и покупателями. ВОС рассматривались в качестве инструмента преодоления морального риска [Lafontaine and Slade 2007], в частности проблемы безбилетника (free-rider problem) [Telser 1960, 1990; Klein and Murphy

1988; Motta 2004 et al.], повышения защищенности специфических инвестиций [Rey 2008 et al.] и т. д.

Как уже отмечалось выше, дополнительные аргументы, подчеркивающие позитивное влияние ВОС на эффективность вертикальных взаимодействий, могут быть найдены в такой несколько неожиданной области, как теория реальных опционов.

Имеется относительно небольшое количество совсем свежих публикаций (преимущественно эмпирического/прикладного характера), в которых прослеживается взаимосвязь между ВОС и реальными опционами. В [G.-R. Chen, M.-L. Chen, 2010] исследуются мотивы заключения такой разновидности ВОС, как установление минимальной цены перепродажи (resale price maintenance – RPM), в этой же работе эффект замещения RPM на рекламу анализируется с применением метода реальных опционов. В [Patel, Zavodov, 2010] приводится модель, позволяющая проанализировать влияние комплементарности товаров, производимых в условиях вертикального взаимодействия фирм, на инвестиционные решения, применяя опцион на отсрочку инвестирования. В [Lambrecht, Pawlina, Teixeira, 2010] рассмотрена вертикально интегрированная фирма, функционирующая в условиях ценовой неопределенности, которая может использовать свой опцион на аутсорсинг в качестве механизма, сдерживающего вход новичков на рынок для защиты собственной продукции. В [Pennings, 2010] анализируется зависимость между сложностью заключаемого договора (contract complexity), степень которой зависит от доли, занимаемой теми или иными типами расходов в общих затратах, связанных с производством продукта, и стоимостью компании, для оценки которой применяется метод реальных опционов в контексте вертикального взаимодействия.

Однако представленные работы носят прикладной характер, в то время как в статье «Timing vertical relationships» [R. Ruble, B. Versaev, 2010] появляется некий вариант теоретического осмысления взаимосвязи между реальными опционами и ВОС, в предположении, что инвестирующей стороной является поставщик. Так, авторы публикации показывают, что ВОС принимают форму опциона или авансового платежа в ситуации зависимого положения дилера от поставщика ключевого оборудования, обладающего рыночной властью.

Таким образом, сделаны первые шаги в попытке представить ВОС в качестве контрактов, имеющих опционную стоимость. Кроме того, авторы, связывая ВОС с теорией реальных опционов, показывают, что выбор в пользу применения ВОС или отказ от его заключения между продавцом и покупателем обусловлен торгом между потерями от слишком позднего инвестирования, с одной стороны, и потерями от понижения прибыльности при ограничении самостоятельности контрагента, с другой.

Вопрос о том, что определяет сферу деятельности производителей, остается одним из центральных вопросов в *Industrial Organization*. В свою очередь, значительное внимание привлекает проблема осуществления специфических инвестиций относительно партнера в условиях неполноты контрактов. Таким образом, большая часть литературных исследований о том, что определяет сферу деятельности производителя, была направлена на анализ проблемы «заложника» (*hold up problem*) и возможных вариантов ее решения (или ослабления). Полученные результаты свидетельствуют, что наличие *hold up problem* может приводить к осуществлению неэффективного инвестирования при взаимодействии участников рынка.

Благодаря теоретическим и эмпирическим исследованиям подтвердилось предположение, что контракты с фиксированной ценой не оказывают стимулирующее воздействие на осуществление специфических инвестиций, в то время как опционный контракт, не предполагающий пересмотра, побуждает к осуществлению капиталовложений. Кроме того, доказано, что невозможность предотвратить пересмотр снижает эффективность опционного контракта. Но, несмотря на данный факт, опционный контракт, предполагающий наличие пересмотра, является более эффективным в сравнении с ситуацией, предполагающей отсутствие контрактного взаимодействия. Представленный вывод в отличие от стандартной теории контрактов не может быть объяснен теорией общественного предпочтения, в которой полезность потребителей зависит от конечных выигрышей как данного потребителя, так и других участников рынка.

В рамках дальнейшего исследования становится актуальным предложение нового подхода в анализе эффективности вертикаль-

ного взаимодействия от использования ВОС, основанного на методе реальных опционов. Разработка динамической модификации теоретико-игровой постановки проблемы «заложника», в которой существенным является не объем, а своевременность инвестиций, и выдвижение гипотезы о тех факторах, которые оказывают значимое воздействие на объем и сроки осуществления специфических инвестиций при заключении ВОС, имеющих опционную ценность, позволят предоставить рекомендации в отношении совершенствования современных правовых норм регулирования ВОС с позиции теории реальных опционов, учитывая специфику российских условий.

### Литература

1. Billette de Villemeur E., Ruble R., Versaevel B., 2010. *Timing Vertical Relationships*. Working Paper.
2. Che, Y.-K., Sakovics, J., 2008. *Hold-up Problem*. Working Paper.
3. Chen, G.-R., Chen M.-L., 2010. *Substitution effect of advertising on resale price maintenance: using a real options approach*. *Applied Economics Letters*, vol. 17, pp. 969–972.
4. Hart, O., Moore, J., 2008. *Contracts as reference points*. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 123, pp. 1-48.
5. Hoppe, E. I., Schmitz, P. W., 2010. *Can contracts solve the hold-up problem? Experimental evidence*. Working Paper.
6. Lambrecht, B., Pawlina, G., Teixeira, J., 2010. *The dynamics of outsourcing and integration*. Working Paper.
7. Patel, K., Zavodov, K., 2010. *Functional dependencies in vertical industrial structures and readiness of complementarity in innovation*. Working Paper.
8. Pennings, E., 2010. *Does contract complexity limit opportunities? Vertical organization and flexibility*. Research Paper.
9. Rasmusen, E., 2011. *Hold-up as a social cost of monopoly with perfectly competitive retailers*. Working Paper.
10. Zhang, J., Zhang, Y., 2011. *Sequential investment, hold-up, and strategic delay*. Working Paper.

Статья поступила в редакцию 20.07.2011