

КООПЕРАТИВНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ И ПРИЧИНЫ НЕДОИНВЕСТИРОВАНИЯ В СПЕЦИФИЧЕСКИЕ АКТИВЫ

Н. Б. ДЗАГУРОВА

*Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»*

В статье рассматриваются специфические кооперативные инвестиции, которые в отличие от эгоистических инвестиций, традиционно анализируемых в неoinституциональной теории фирмы, оказывают позитивное воздействие на характеристики не инвестирующей стороны, а ее партнера. Данная особенность кооперативных инвестиций в совокупности с их негативным воздействием на уровень резервной полезности инвестирующей фирмы приводит к повышенной рискованности кооперативных инвестиций. При этом опасность начинает представлять не только возможность вымогательства со стороны партнера, но и его незаинтересованность в продолжении сотрудничества на стадии *ex post*. Вертикальные ограничения выступают в качестве эффективного инструмента снижения таких рисков и противодействия недоинвестированию. Их регулирование нуждается в существенно более взвешанном подходе, нежели тот, который временами применяется в РФ в последние годы.

Ключевые слова: кооперативные инвестиции, вертикальные ограничения, вымогательство, недоинвестирование.

Регулирование вертикальных ограничивающих соглашений (ВОС), обязанных своим названием присутствию в них так называемых вертикальных ограничений (*vertical restraints*), в последние десятилетия превратилось в одну из наиболее жарко и упорно обсуждаемых тем, касающихся взаимодействия бизнеса и власти. В центре дискуссий — сопоставление

потерь и выгод, сопряженных с применением вертикальных ограничений, в котором на одной чаше весов — возможное подавление конкуренции (их контрконкурентные последствия), а на другой — проконкурентные последствия (подобные усилению конкуренции между брендами) и общее повышение эффективности вертикальных взаимодействий, сопутствующее

Данная статья подготовлена в рамках программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ, проект «Оценка эффектов антимонопольной политики».

© Н. Б. Дзагурова, 2012

заклучению ВОС. В этой статье мы приводим новые аргументы, подтверждающие необходимость крайне осторожного подхода к регулированию ВОС. Попытки резко ограничить фирмы в применении вертикальных ограничений могут иметь результат, диаметрально противоположный ожидаемому, а учет последствий, с которыми сопряжены специфические инвестиции, носящие так называемый кооперативный характер, позволяет лучше понять мотивацию фирм, заключающих ВОС.

1. Вертикальные ограничения и их воздействие на переговорную власть фирмы

Вертикальные ограничения, особенно часто встречающиеся в сфере оптовой торговли, т. е. в контрактах, заключаемых поставщиками товара и дилерами, могут быть разнонаправленными, т. е. накладываться как продавцом, так и покупателем. Вертикальные ограничения ведут к усилению степени интегрированности сторон, не сопровождающемуся в то же самое время их слияниями или поглощениями. Перераспределение контроля (часто носящее двусторонний характер) осуществляется при сохранении фирмами их формально независимого существования.

Ценовые вертикальные ограничения, налагаемые поставщиком (“resale price maintenance”, RPM, или “supplier controlled prices”), обычно предполагают ограничение минимальной или максимальной цены перепродажи товара дилером. Ограничение минимальной цены перепродажи полагается одной из наиболее опасных разновидностей вертикальных ограничений (хотя нельзя не отметить, что их применение является более чем естественным для производителей «статусных» товаров [Orbach, 2008]). В отличие от RPM ограничение максимальной цены и его более мягкая форма — «рекомендованные» цены перепродажи, часто фигурирующие, например, на обложках журналов, — имеют репута-

цию вполне безобидной разновидности вертикальных ограничений.

Неценовые вертикальные ограничения весьма многообразны. К этой группе относятся:

- запреты на контакты с альтернативными партнерами (контракты эксклюзивного (исключительного) дилерства и дистрибуции);
- получение преимущественных условий в сделках по сравнению с другими контрагентами;
- отказ продавать (покупать), в том числе селективная дистрибуция, предполагающая не просто введение ограничений на доступ к получению продукции поставщика, но и запрет, налагаемый на перепродажу товара прочим фирмам дилерами, получившими этот доступ;
- применение нелинейного ценообразования, предполагающее, к примеру, взимание дополнительных платежей, помимо тех, что непосредственно связаны с оплатой поставляемой продукции (“upfront access payments”);
- установление минимальных или максимальных объемов поставок товара;
- требование о приобретении/продаже определенного набора товаров (связанные продажи/покупки (tying)) и др.

Накал страстей при обсуждении режима регулирования ВОС одинаково велик с обеих сторон. Академическим дискуссиям, в которые активно вовлечены регулирующие органы, на Западе обычно сопутствуют не менее оживленные обсуждения в среде фирм, подпадающих под это регулирование, консультирующих их компаний, ассоциаций производителей и пр. Индикатором последнего являются многочисленные замечания, поступающие от этих структур при обсуждении новых норм регулирования¹.

¹ См. например, материалы публичных консультаций, предшествовавших принятию нового европейского законодательства, регулирующего применение вертикальных ограничений в 2010–2020 гг.: http://ec.europa.eu/competition/consultations/2009_vertical_agreements.

В свете подобной активности европейских фирм реакцию российского бизнеса на недавние шаги по явному и неявному ужесточению режима регулирования вертикальных ограничивающих соглашений [Дзагурова, 2011] в целом можно охарактеризовать как чрезвычайно вялую. Исключением стал лишь значительный общественный резонанс, который вызвали подготовка и вступление в действие так называемого Закона о торговле (ФЗ-381 «Об основах государственного регулирования торговой деятельности в Российской Федерации» от 28 декабря 2009 г.). Его проект встретил волну возмущений со стороны бизнеса (см.: [Материалы..., 2010а; 2010б]), активно поддержанную представителями академических кругов [Закон о торговле..., 2009; Радаев, 2010; 2011; Авдашева, Шаститко, 2008; Авдашева, 2011; Новиков, 2009; Avdasheva, Shastitko, 2012], что привело к изъятию из текста наиболее одиозных пассажей. Тем не менее и окончательная редакция Закона оказалась достаточно жесткой. Принятие этого документа лишило торговые сети возможности включать в соглашения с поставщиками продовольственных товаров некоторые разновидности вертикальных ограничений (о получении торговыми сетями особого статуса, о применении нелинейного ценообразования и пр.), что на тот момент являлось обычной деловой практикой.

Хоть сколько-нибудь приемлемым оправданием предпринятого изменения антимонопольных норм (а именно эта область законодательства описывает режим регулирования вертикальных ограничений) могла бы служить озабоченность властей положением мелких торговых фирм — конкурентов крупных торговых сетей. Однако не является секретом, что авторы законопроекта полагали своей основной задачей защиту интересов не столько конкурентов торговых сетей, сколько их поставщиков — производителей и переработчиков сельскохозяйственной продукции². Тем самым речь

² Подробно этот вопрос рассматривается в статье [Радаев, 2010].

шла о намеренном вторжении в область взаимоотношений между продавцами и покупателями, которая, с одной стороны, имеет под собой существенно меньшие основания для вмешательства со стороны регулирующих органов, чем сфера горизонтальных взаимодействий между участниками рынка, а с другой стороны, в силу естественных причин в значительно меньшей степени поддается регулированию.

Как и предсказывали противники этого документа, предпринятая попытка ослабить власть сетей супермаркетов в их торговле с поставщиками продовольственных товаров (или, точнее, ограничить некоторые проявления этой власти) не увенчалась успехом. Результаты исследования, проведенного Лабораторией экономико-социологических исследований НИУ ВШЭ³, свидетельствуют о том, что торговые сети довольно быстро сумели адаптироваться к новым нормам, найдя разнообразные пути обхода введенных запретов (детально они анализируются в работе [Радаев, 2012]). Дальнейшее «закручивание гаек» в области антимонопольного регулирования ВОС, нацеленное на перекрытие уже опробованных фирмами лазеек, призывы к которому уже раздаются, имеет все шансы оказаться столь же малоуспешным, но будет сопряжено с дополнительными потерями (подр. см.: [Авдашева, 2012]).

Возможно, правы те, кто считает, что торговые сети, располагающие значительной властью в торговле со своими поставщиками, переключаются на плечи производителей и переработчиков сельскохозяйственной продукции издержки ведущейся ими конкурентной борьбы. Действительно, конкуренция между сетями обостряется с каждым годом по мере постепенного заполнения свободных рыночных ниш, в результате экспансии региональных сетей, активного вхождения на рынок

³ Это исследование основывалось на данных опроса 512 ритейлеров и поставщиков, проведенного в ноябре-декабре 2010 г. в Москве, Санкт-Петербурге, Екатеринбурге, Новосибирске и Тюмени.

иностранных игроков, а также удлинившихся сроков хранения некоторых продуктов (делающих потребителей более чувствительными к разнице в ценах) и особенно растущей автомобилизации российских граждан.

Кстати, сходный результат — увеличение степени конкурентности рынков — имело кардинальное улучшение транспортной системы в конце XIX в. в США, разрушившее многие локальные монополии и олигополии. Примечательно, что в этом историческом примере значимую роль в дальнейшем развитии событий, по мнению Б. Чейффинса [Cheffins, 2003], сыграло именно антимонопольное регулирование. В силу того что легальная кооперация (ценовые сговоры или картельные соглашения между фирмами) была запрещена законом Шермана⁴, фирмы старались ослабить конкуренцию и придать рынку некоторую стабильность через горизонтальные слияния.

Рассуждая подобным образом, мы вправе предположить, что запрет многих ВОС, позволявших сетям контролировать поставщиков, не может не усилить стимулы к вертикальной интеграции «назад» — в область дистрибуции, переработки и даже производства сельскохозяйственной продукции. Определенные примеры подобного вынужденного продвижения торговых сетей в эти непрофильные и, соответственно, высокорискованные области уже имеются. Торговые сети в последние годы не только развивают прямой импорт («Магнит», «Дикси» и X5 Retail Group) [Якорева, 2012], но и входят на рынки производства сельскохозяйственной продукции («Магнит») [Матвеева, 2012].

Кроме того, Б. Чейффинс полагает, что жесткость антимонопольных норм, касающихся сговора между фирмами, не только инициировала волну слияний и поглощений конца XIX — начала XX в., но и имела более серьезные долгосрочные послед-

ствия в виде кардинальной трансформации структуры корпоративной собственности в США [Cheffins, 2003]. Ее результатом уже в конце 20-х гг. XX в. стало формирование преимущественно дисперсной структуры корпоративной собственности, которая по-прежнему разительно отличает США (и Великобританию) от подавляющего большинства прочих стран мира, сохранивших (или, подобно России, заново воссоздавших) высокий уровень концентрации корпоративной собственности.

Отмечая несомненный рост степени конкурентности рынка, следует, однако, иметь в виду, что гипотеза о ее негативном воздействии на поставщиков продовольственных товаров нуждается в эмпирическом тестировании. Например, в свете перекрестного субсидирования торговыми сетями цен на некоторые продовольственные товары вывод о заведомых потерях поставщиков продовольственных товаров теряет некоторую толику своей убедительности (низкие цены на продовольственные товары являются для сетей инструментом наращивания потока покупателей и повышения прибыли от продажи иных товаров).

Но как бы то ни было, даже признание того, что торговые сети, борющиеся за понижение розничных цен, оказывают все возрастающее давление на производителей и переработчиков сельскохозяйственной продукции, еще не предполагает ни непременного принятия мер по их защите от такого рода давления (ведь в конечном счете от этого выигрывают конечные потребители), ни применения антимонопольного регулирования в качестве инструмента такого рода защиты. И дело здесь не только в наглядно продемонстрированной неэффективности предложенных решений с точки зрения достижения поставленных целей и в сопутствующем понижении эффективности вертикальных взаимодействий [Радаев, 2012; Avdasheva, Shastitko, 2012]. Представляется, что в ходе обсуждения этой актуальной темы до сих пор не уделялось достаточного внимания анализу того, в какой степени принятые докумен-

⁴ Первый антимонопольный закон, принятый в США в 1890 г.

ты, лишившие торговые сети возможности применять значительную часть вертикальных ограничений, в принципе могут способствовать решению поставленной задачи — ослаблению переговорной власти сетей в их торге с поставщиками. Словосочетания «переговорная власть» или «власть в торге» используются для перевода на русский язык англоязычного термина “bargaining power”, особенно широко используемого в последние десятилетия в теории торга (bargaining theory) и неинституциональной экономике. Этот термин имеет более отчетливый «вертикальный» смысл, чем несколько размытое понятие «рыночная власть», допускающее аллюзии как к вертикальным, так и к горизонтальным взаимодействиям.

Одним из наиболее значимых факторов, определяющих переговорную власть фирмы, является объем осуществляемых ею специфических инвестиций, т.е. инвестиций, специфических относительно одного конкретного партнера или некоторой их части (relation-specific investments). При обсуждении этой темы иногда говорят не об объеме специфических инвестиций, а о степени специфичности инвестиций в целом.

Обсуждение специфических инвестиций в последние 30–40 лет заняло центральное место в проблематике неинституциональной экономики. В первую очередь это, естественно, касается неинституциональных теорий фирмы, изначально ориентированных на обсуждение именно вертикальных взаимодействий. Практически повсеместно (хотя и с различной степенью настойчивости) в них присутствует обсуждение того негативного воздействия, которое оказывают на уровень специфических инвестиций риски, сопряженные с вымогательством (hold-up) со стороны партнера(ов).

На стадии *ex post* — после того как специфические неконтрактируемые инвестиции уже осуществлены — партнер инвестировавшей стороны получает возможность настаивать на пересмотре условий контракта, перераспределяя в свою пользу выиг-

рыш от этих инвестиций. Так, например, построив электростанцию в непосредственной близости от шахты, ее владелец рискует в скором времени столкнуться с возросшими ценами на уголь, уровень которых будет тем выше, чем дальше от него располагаются альтернативные источники угля. Опасаясь подобного вымогательства со стороны партнера, фирмы склонны недоинвестировать в специфические активы, что негативно влияет на эффективность вертикальных взаимодействий.

Вертикальные ограничения традиционно и совершенно резонно рассматриваются как инструмент защиты специфических инвестиций. Это их качество более очевидно по отношению к такой разновидности вертикальных ограничений, как эксклюзивные (исключительные) контракты [Marvel, 1982; De Meza, Selvaggi, 2007]. В частности, еще в 1982 г. Г. Марвел в статье, посвященной исключительно дилерству, рассматривал такого рода соглашения «как инструмент, позволяющий производителю быть уверенным в том, что дилеры не будут вести себя как оппортунисты, стараясь избежать оплаты значимых дополнительных услуг производителя, неотъемлемо связанных с продаваемыми изделиями» [Marvel, 1982, p. 369; Марвел, 2006], под которыми подразумеваются «реклама и прочие усилия, стимулирующие сбыт и усиление торговой марки и более эффективно осуществляемые поставщиком, нежели дилером» [Marvel, 1982, p. 376]. Сходную функцию защиты специфических инвестиций противоположной стороны (дилера) зачастую выполняют контракты исключительной дистрибуции, например соглашения об исключительных территориях. Но не только эксклюзивные контракты могут интерпретироваться как инструмент защиты специфических инвестиций, это касается и предоставления партнеру особого статуса, и ограничений на объемы поставок, и прочих видов вертикальных ограничений. В этом качестве могут выступать даже ценовые вертикальные ограничения: установление минимальной цены

перепродажи понижает степень неопределенности, сопряженной с осуществлением специфических инвестиций, позволяя фирме рассчитывать на отсутствие ценовой конкуренции со стороны прочих дилеров. Это отсутствие ценовой конкуренции может не устраивать органы антимонопольного регулирования, но тем не менее оно позитивно сказывается на уровне специфических инвестиций.

Чем выше степень защищенности специфических инвестиций, тем выше стимулы к их осуществлению и тем в конечном счете слабее переговорная власть фирмы в ее торге с партнером. Рассуждая подобным образом, мы вынуждены признать, что запреты вертикальных ограничений имеют двойственное воздействие на переговорную власть торговых сетей. С одной стороны, они в той или иной степени затрудняют применение этой власти, а с другой — приводя к сокращению уровня инвестиций торговых сетей, специфических относительно их конкретных поставщиков, они могут иметь и прямо противоположный результат, а именно способствовать не ослаблению, а усилению их переговорной власти.

Последнее обстоятельство заслуживает внимания со стороны регулирующих органов, но не меньшее значение оно имеет и для противоположной стороны — для компаний, выступающих объектами антимонопольного регулирования. Оно позволяет выстроить дополнительную линию защиты торговых сетей в их спорах по поводу правомерности применения вертикальных ограничивающих соглашений с регулятором (или регуляторами), преследующим цель защиты интересов поставщиков реализуемой этими сетями продукции. Это тем более важно, что пересмотр отдельных положений Закона о торговле может оказаться крайне невыгодным для бизнеса в том случае, если он будет спровоцирован лишь осознанием слабой действенности регулирующих воздействий. В такой ситуации он может свестись к дальнейшему ужесточению законодательных норм.

Как уже отмечалось, на протяжении последних десятилетий недоинвестированию в специфические активы уделялось столь большое внимание, что в определенный момент даже возникло ощущение, что постоянство, с которым эта тема обсуждается в экономической литературе, становится несколько навязчивым. Впрочем, дальнейшее развитие событий развеяло эти опасения, отчетливо продемонстрировав, что такого рода оценки являются преждевременными. Новый импульс исследованиям этой старой темы придало обращение к анализу кооперативных инвестиций, которые представляют собой особую разновидность специфических инвестиций, отличающуюся повышенной рискованностью и чувствительностью к перспективам возможного вымогательства со стороны партнера.

Соответственно, более значимую роль применительно к кооперативным инвестициям играют такие контрактные формы их защиты, как вертикальные ограничения. Они поддерживают стимулы для осуществления этих инвестиций, косвенно способствуя ослаблению переговорной власти сетей в их торге с поставщиками, и вносят тем самым вклад в решение проблемы, вызывающей озабоченность у регулирующих органов.

Кроме того, обращение к анализу именно кооперативных специфических инвестиций позволяет сформулировать и некие аргументы, имеющие непосредственное отношение к антимонопольным разбирательствам по поводу применения вертикальных ограничивающих соглашений и за пределами, очерченными положениями Закона о торговле.

2. Эгоистические и кооперативные инвестиции. Возможные интерпретации частичной специфичности кооперативных инвестиций

Традиционно при анализе проблем вертикальной интеграции основное внимание уделялось так называемым эгоистическим

инвестициям (selfish investments) [Che, Hausch, 1999, p. 126], благотворно воздействующим на положение (характеристики) самой инвестирующей стороны. При этом позитивное воздействие инвестиций на характеристики инвестирующей стороны обычно связывалось с понижением издержек инвестирующего поставщика или повышением выручки инвестирующего покупателя.

Различие между полностью специфическими и частично специфическими эгоистическими инвестициями определяется тем, проявляется ли их позитивное воздействие во внешнем торге, т. е. при взаимодействии инвестирующей стороны с альтернативными партнерами. Полностью специфические эгоистические инвестиции не оказывают воздействия на уровень резервной полезности⁵ инвестирующих фирм, в то время как частично специфические эгоистические инвестиции имеют своим следствием некоторое его повышение. Разумеется, во внешнем торге, т. е. при взаимодействии с альтернативными партнерами, повышение выручки «основного» покупателя или понижение издержек «основного» поставщика⁶ оказываются более слабыми, чем при контакте с «основными» контрагентами. Тем не менее воздействие эгоистических инвестиций на уровень резервной полезности фирм, осуществляющих эти инвестиции, полагается безусловно положительным⁷, что в подобных случаях дает основание говорить о процессе самоинвестирования (self-investment) [Che, Hausch, 1999].

Предположим, что частично специфические инвестиции являются двусторонними, и обозначим:

⁵ Резервная полезность — максимальная полезность, получаемая стороной при невозможности продолжения взаимодействия с основным партнером (полезность наилучшей из доступных альтернатив).

⁶ Именно подобным образом традиционно моделируется позитивный эффект от инвестиций.

⁷ Точнее, неотрицательным (с учетом возможного рассмотрения полностью специфических инвестиций).

c^0 и r^0 — начальные уровни издержек поставщика и выручки дилера;

c^1 и r^1 — резервные (т. е. достигаемые при взаимодействии с альтернативными партнерами) уровни издержек поставщика и выручки дилера после осуществления инвестиций;

C и R — издержки поставщика и выручка дилера при взаимодействии основных инвестировавших партнеров друг с другом.

Будем полагать, как это часто делается, что инвестиции измеряются уровнем результата, достигаемого во внутреннем торге, т. е. сокращением издержек поставщика или возрастанием выручки покупателя (функции издержек, сопряженных с осуществлением инвестиций, обычно полагаются квадратичными).

Применительно к эгоистическим инвестициям вышеизложенное можно представить следующим образом:

$$R(i_B) = r^0 + i_B; C(i_S) = c^0 - i_S.$$

Графически ситуация частично специфических эгоистических инвестиций проиллюстрирована на рис. 1.

Как отмечалось, на протяжении ряда лет внимание исследователей фокусировалось преимущественно на анализе именно этой разновидности специфических инвестиций, чему, видимо, отчасти способствовало то обстоятельство, что именно они фигурируют в теории неполных контрактов Гроссмана — Харта — Мура, оказавшей значительное воздействие на развитие исследований в данной области. Лишь в последнее время в исследованиях проблемы вымогательства произошел принципиальный сдвиг, сопровождающийся переориентацией на анализ иной разновидности специфических инвестиций — кооперативных [Che, Hausch, 1999] (иначе их иногда называют перекрестными [MacLeod, Malcomson, 1993]).

В отличие от эгоистических кооперативные специфические инвестиции оказывают позитивное воздействие не на характеристики самой инвестирующей фирмы,

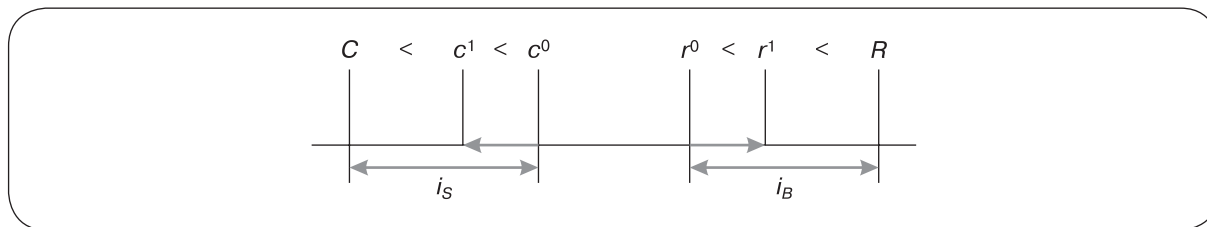


Рис. 1. Частично специфические эгоистические инвестиции

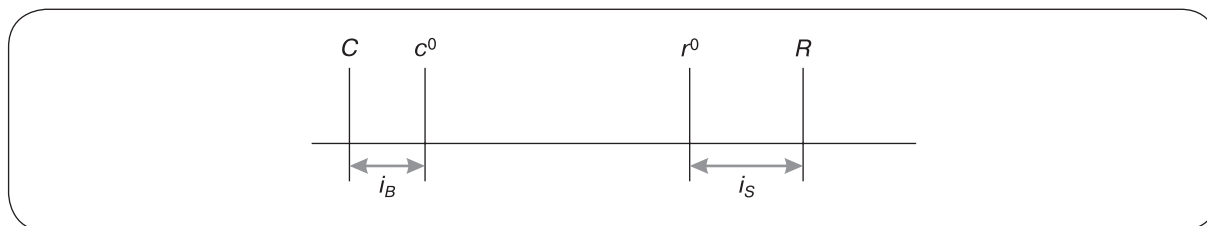


Рис. 2. Кооперативные инвестиции

а, наоборот, на характеристики ее партнера. Следуя подходу, применяемому при моделировании эгоистических инвестиций, в данном случае следует предположить, что кооперативные инвестиции поставщика повышают выручку покупателя, а кооперативные инвестиции покупателя понижают издержки поставщика:

$$R = r^0 + i_S; C = c^0 - i_B.$$

Иллюстрация специфических кооперативных инвестиций приведена на рис. 2.

По мнению П. Шмитца, «выбор кооперативных инвестиций является особенно естественным, если продавец производит товар в период 1, и уровень его инвестиций определяет качество этого товара... В случае „самоинвестирования“ логично предположить, что продавец производит товар в период 2, и производственные издержки могут быть сокращены инвестициями, осуществляемыми в период 1» [Schmitz, 2001, р. 5]. Это описание подходит для описания эффектов кооперативных инвестиций в производственной сфере (примеры чего содержатся, в частности, в [Che, Hausch, 1999]), но ими изобилует и область оптовой торговли, т.е. взаимоотношения между поставщиком и дилером, особенно если речь идет о вложениях поставщика в

реорганизацию деятельности дилера, обеспечение должных условий транспортировки, хранения, сервисного обслуживания и пр. Множество примеров подобных кооперативных инвестиций можно найти, в частности, во взаимоотношениях между фармацевтическими компаниями и дистрибьюторами их продукции.

Переход к анализу кооперативных инвестиций (характерно, что именно они фигурируют, например, в последних работах О. Харта, см., напр.: [Hart, 2011]) отчасти можно связать с естественным расширением области теоретического анализа, но представляется, что ему в немалой степени способствовало усиление интереса к ВОС в ходе происходившей либерализации режима их регулирования в США и ЕС. Анализ ВОС, заключаемых фирмами, демонстрирует, что на практике широко распространены именно кооперативные специфические инвестиции.

Как подчеркивается в одной из наиболее значимых работ в области анализа кооперативных специфических инвестиций [Che, Hausch, 1999], недостаток внимания к кооперативным инвестициям тем более странен, что они в явном виде присутствуют в классических примерах, служащих иллюстрацией проблемы вымогательства [Che,

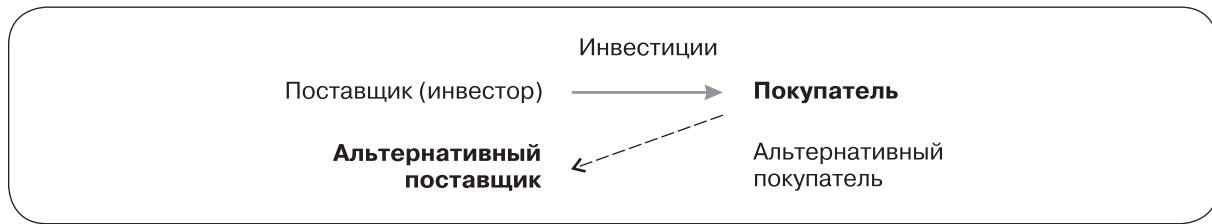


Рис. 3. Частично специфические кооперативные инвестиции поставщика (интерпретация 1)

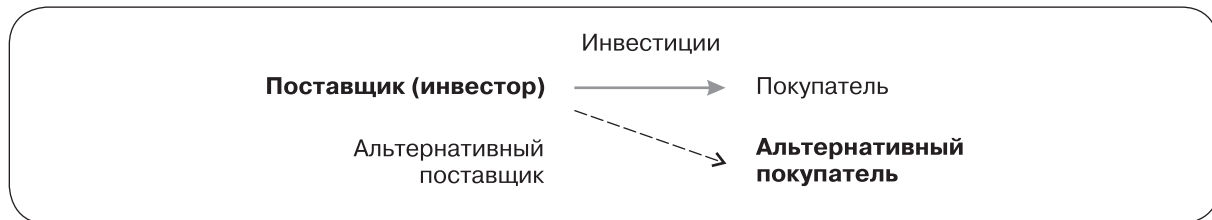


Рис. 4. Частично специфические кооперативные инвестиции поставщика (интерпретация 2)

Hausch, 1999, p.126], подобных поглощению фирмы Fishers' Bodies компанией General Motors [Klein, Crawford, Alchian, 1978; Klein, 1988]. Впрочем, авторы отмечают, что строительство фирмой Fishers' Bodies завода в непосредственной близости от сборочных цехов General Motors является примером не «чистых» кооперативных инвестиций фирмы Fishers' Bodies, а гибридных (кооперативно-эгоистических) инвестиций.

Частичная специфичность кооперативных инвестиций допускает множественные интерпретации.

Первая интерпретация (рис. 3) предполагает, что при частичной специфичности основной контрагент инвестирующей стороны получает выигрыш в резервной полезности, т.е. может воспользоваться плодами инвестиций, не только сотрудничая с фирмой, их осуществившей, но и при взаимодействии с альтернативными партнерами. Например, дилер может выигрывать от инвестиций одного поставщика и при реализации продукции прочих поставщиков.

Согласно второй интерпретации (которой мы и будем следовать далее) также допускается получение основным контрагентом инвестирующей стороны выигрыша от инвестиций как во внутреннем, так и во внешнем торге. Но принципиально

важным различием между полной и частичной специфичностью полагается присутствие выигрышей от инвестиций у альтернативных партнеров самой инвестирующей стороны. Так, специфичность кооперативных инвестиций поставщика носит частичный характер, если эти инвестиции сказываются на выручке не только основного партнера, но и прочих покупателей (рис. 4). Строго говоря, такого рода воздействие может быть различным (как положительным, так и отрицательным), но мы ограничимся рассмотрением лишь позитивных эффектов подобного рода.

Введя эти определения, перейдем к обсуждению особенностей взаимодействия между партнерами в ситуации кооперативных специфических инвестиций.

3. Риски, сопряженные с осуществлением кооперативных специфических инвестиций

Основной причиной недоинвестирования в специфические активы обычно полагается неverifiedируемость инвестиций⁸ (что,

⁸ В данном контексте неverifiedируемость инвестиций интерпретируется как невозможность подтвердить объем инвестиций в суде.

впрочем, не исключает «наблюдаемости» инвестиций самими участниками сделки), которая ведет к их «неконтрактируемости», т. е. невозможности включения в соглашение между сторонами условий, варьирующихся в зависимости от уровня осуществленных специфических инвестиций. Однако, строго говоря, неverifiedируемость специфических инвестиций *per se* еще не создает проблем с недоинвестированием. Недоинвестирование в эгоистические специфические активы в теории неполных контрактов Гроссмана — Харта — Мура есть прямое следствие введенного предположения о фиксированных пропорциях раздела квазиренды между инвестирующими партнерами, что, как было отмечено в [Holmstrom, 1999], по сути предполагает рассмотрение недоинвестирования в специфические активы как типичного проявления проблемы «безбилетника». Сторона, осуществляющая инвестиции, получает лишь оговоренную долю от полученного выигрыша, соответственно, она выбирает меньший объем специфических инвестиций, чем в том случае, если бы он (этот выигрыш) доставался ей полностью. Снятие этой предпосылки оставляет вопрос о причинах недоинвестирования открытым. Так в [Chung, 1991] показано, что недоинвестированию (по крайней мере при риск-нейтральности агентов) может успешно противодействовать заключение контрактов, в которых одна из сторон становится получателем остаточного дохода.

Интуитивно понятно, что кооперативный характер специфических инвестиций не может не обострять проблему недоинвестирования, поскольку результатом этих инвестиций является улучшение характеристик не инвестирующей стороны, а ее партнера. Собственно, и причины недоинвестирования в подобном случае также могут (и даже должны) иметь несколько иное объяснение. Например, авторы [Che, Hausch, 1999], основываясь на первой трактовке частичной специфичности кооперативных инвестиций, связывают их с благотворным воздействием кооперативных

инвестиций на характеристики партнера инвестирующей стороны не только во внутреннем, но и во внешнем торге, т. е. с возрастанием его резервной полезности. «Кооперативные инвестиции... улучшая *status quo* партнера... ослабляют позиции инвестора в торге с ним (например, чем выше инвестиции продавца, тем выше выигрыш покупателя в случае, если сделка не состоится)» [Che, Hausch, 1999, p. 128].

С этим нельзя не согласиться, но представляется, что приведенное описание не является полным. Повышение резервной полезности партнера инвестирующей стороны действительно понижает устойчивость контракта на стадии *ex post* и ослабляет тем самым стимулы к осуществлению кооперативных инвестиций. Однако не менее, а, пожалуй, даже более значимым является воздействие кооперативных инвестиций на уровень резервной полезности самой инвестирующей фирмы, которому обычно не уделяется достаточного внимания.

Напомним, что для двусторонних частично специфических *эгоистических* инвестиций должны выполняться следующие соотношения:

$$C < c^1 < c^0; r^0 < r^1 < R.$$

Влияние кооперативных инвестиций на уровни резервных полезностей взаимодействующих сторон является более сложным, и нам представляется, что учет этой их специфики заслуживает пристального внимания.

Повышая уровень резервной полезности «основного» партнера инвестирующей стороны (а при частичной специфичности также и резервные полезности ее альтернативных партнеров), кооперативные инвестиции одновременно могут оказывать негативное воздействие на уровень резервной полезности самого инвестора.

Понижение резервной полезности инвестирующей стороны как прямое следствие осуществления ею кооперативных инвестиций может быть связано с действием целого ряда факторов. Значимое место в их перечне занимает запаздывание с вы-

бором альтернативного партнера, которое может рассматриваться как динамический аналог недоинвестирования в статической постановке проблемы вымогательства. Если фирма на ранних стадиях ориентировалась в своих инвестициях на сотрудничество с одним партнером, то вынужденное переключение на другого контрагента сплошь и рядом предполагает получение ею условий менее привлекательных, чем те, которые были доступны прежде. Это касается не только издержек переключения (о которых упоминается в книге О. Харта «Фирмы, контракты и финансовая структура» [Hart, 1995]), но и «издержек упущенных возможностей», которые вызваны сложностями с нахождением «свободного» альтернативного партнера, готового к заключению контракта. Иной пример сокращения резервной полезности может быть построен на основе рассмотрения канонической ситуации с шахтой и электростанцией: чем ближе к шахте будет расположена электростанция, тем дальше она, как правило, будет расположена от альтернативных поставщиков угля (и тем выше будут издержки по его транспортировке).

Итак, при рассмотрении кооперативных инвестиций каждый из инвестирующих партнеров сталкивается с двумя разновидностями эффектов, влияющих на уровень его резервной полезности:

- 1) резервная полезность увеличивается в результате инвестиций, осуществляемых его «основным» партнером;
- 2) резервная полезность падает в результате инвестиций, осуществляемых им самим.

Возможное присутствие негативных эффектов ориентации на одного из партнеров, с которыми сталкивается инвестирующая сторона, в том или ином аспекте упоминается в работах [Rajan, Zingales, 1998; Hart, 1995; Che, Hausch, 1999; Andrabi, Ghatak, Khwaja, 2002; Iyer, Schoar, 2009; Itoh, Morita, 2011].

В частности, в [Che, Hausch, 1999, p. 126] при определении чистых кооперативных инвестиций отмечается, что они «не влия-

ют (или влияют негативно) на полезность инвестирующей стороны». Однако возможность негативного воздействия кооперативных инвестиций на *резервную* полезность инвестирующей стороны не учтена в этой модели, поскольку не предусмотрена в ней и возможность расторжения контракта между сторонами после осуществления ими специфических инвестиций (допускается лишь возможность пересмотра его условий). В [Schweizer, 2006, p. 135] модель Че и Хауша описана следующим образом: «поставка продукта является верифицируемой в отличие от уровня осуществленных инвестиций». Альтернативой осуществлению специфических инвестиций и продаже товара по цене, уровень которой определяется в ходе торга *ex post*, при подобном подходе является отказ от инвестиций и продажа товара по изначально оговоренной цене.

Однако, учитывая возможное переключение фирм на контакты с альтернативными партнерами на стадии *ex post*, нельзя не отметить негативное воздействие, которое специфические кооперативные инвестиции оказывают на инвестирующую сторону при потере контракта с основным партнером.

Попытки списать потери в уровне резервной полезности инвестирующей стороны на издержки инвестирования не вполне корректны с учетом традиционно предполагаемой безвозвратности последних. На стадии, когда инвестиции уже сделаны, издержки инвестирования не должны учитываться, но потери в уровне резервной полезности требуют внимания, поскольку они влияют на исход торга с альтернативными партнерами.

По сути, речь при этом идет о вполне традиционных негативных последствиях «запирания» (lock-in) фирмы в ее инвестициях и издержках переключения на сотрудничество с альтернативными партнерами. В результате осуществления эгоистических инвестиций, т. е. при самоинвестировании, резервная полезность инвестирующей стороны растет, в то время как

кооперативные инвестиции могут понижать ее уровень. Избежать такого распределения инвестиций между сторонами, при котором некоторая их часть носит кооперативный характер, т. е. является высокорискованной, не всегда возможно ввиду отсутствия у одной из сторон необходимых знаний, навыков или прочих ресурсов. К тому же одна из сторон может иметь существенные преимущества по издержкам осуществления инвестиций именно в их «кооперативном» варианте. Не менее значимым фактором может служить стремление распределить риск между сторонами (кстати, здесь отчетливо просматривается аналогия с торгом «между стимулами и страхованием», обсуждение которого сопровождается анализ проблем морального риска в теории контрактов).

При отсутствии действенных инструментов защиты кооперативных специфических инвестиций только расчет на получение эффекта от инвестиций партнера⁹ может побудить фирму осуществлять эти инвестиции. Тем самым инвестирующая сторона попадает в зависимость от кооперативных инвестиций ее партнера, что превращает процесс инвестирования в чрезвычайно рискованное мероприятие.

Поскольку затронутым оказывается уровень резервной полезности инвестирующей фирмы, то возможные потери от кооперативных инвестиций не ограничиваются их размерами, как это происходит при самоинвестировании. Кооперативные инвестиции могут повлечь за собой потери несопоставимо большие и, главное, носящие постоянный, а не единовременный характер.

4. Неустойчивость взаимодействий между основными партнерами на стадии *ex post*

Рассмотрим последовательность, в которой основные партнеры взаимодействуют друг с другом (рис. 5). На начальной стадии (пе-

⁹ В том числе и при взаимодействии с альтернативными контрагентами.

риод 0), т. е. при заключении исходного контракта, предшествующего осуществлению специфических инвестиций, значимую роль играют оценки того, каким образом кооперативные инвестиции повлияют на уровни резервных полезностей сторон. В этом периоде решается вопрос о выборе основного партнера, целесообразности осуществления специфических инвестиций и предполагаемом уровне этих инвестиций (т. е. распределении инвестиций между сторонами).

После осуществления специфических кооперативных инвестиций, в периоде 1 у сторон может возникнуть стремление возобновить торг по поводу пересмотра условий исходного контракта или даже расторгнуть его, переключившись на альтернативных партнеров. Тот или иной сценарий этого взаимодействия реализуется в периоде 2.

В результате действия разнонаправленных эффектов, о которых речь шла выше, область торга на стадии *ex post* может претерпеть следующие изменения:

- (1) оказаться внутри исходной области торга ($c^0; r^0$);
- (2) поглотить прежнюю область торга;
- (3) сдвинуться вправо, если резервная полезность дилера увеличится при падении резервной полезности поставщика;
- (4) сдвинуться влево, если резервная полезность дилера уменьшится при падении резервной полезности поставщика.

Заметим, что последующий анализ не нуждается в проведении четкой границы между гибридными и чистыми кооперативными инвестициями. Из рассмотрения исключаются лишь ситуации, в которых инвестиции с обеих сторон являются сугубо эгоистическими, поскольку это означает заведомое сведение четырех ситуаций, рассмотренных на рис. 6, к варианту 2 ($r^1 > r^0; c^1 < c^0$).

Собственно, интуитивно понятно, что особую опасность представляют ситуации 3 и 4, в которых резервная полезность одной из фирм сокращается, в то время как резервная полезность ее партнера растет. Причем эта опасность двойного рода. С одной стороны, речь может идти о риске вымо-

Период 0	Период 1	Период 2
Основные партнеры обсуждают условия контракта, подписывают его и инвестируют	Основные партнеры оценивают альтернативы выполнению условий контракта (“outside options”) и возвращаются к обсуждению условий контракта	Основные партнеры взаимодействуют друг с другом или вступают во взаимодействие с альтернативными партнерами

Рис. 5. Взаимодействие партнеров: разбиение на периоды

		$c^1 > c^0$	$c^1 < c^0$
$r^1 < r^0$	Ситуация 1. Альтернативные полезности обеих сторон падают. Область торга сужается	Ситуация 4. Выигрывает продавец. Инвестиции покупателя становятся более рискованными	
$r^1 > r^0$	Ситуация 3. Выигрывает покупатель. Инвестиции продавца становятся более рискованными	Ситуация 2. Альтернативные полезности обеих сторон растут. Область торга расширяется	

Рис. 6. Матрица изменений области торга между основными партнерами

гательства и перераспределения квазирыбных¹⁰, столь часто обсуждавшемся при анализе эгоистических инвестиций. Различие состоит лишь в том, что размеры потерь могут оказаться несколько выше, чем при самоинвестировании. С другой стороны, появляются и новые риски, которые не свойственны эгоистическим инвестициям, а именно разрыв соглашения между основными партнерами вследствие переключения одного из них на сотрудничество с альтернативными партнерами.

¹⁰ Квазирыбна — суммарный выигрыш, который партнеры в вертикальных взаимодействиях (продавец и покупатель) получают в результате осуществления специфических инвестиций. Простейший пример — экономия на издержках транспортировки угля при строительстве электростанции в непосредственной близости от шахты, т. е. осуществлении инвестиций, специфических по местоположению. Прочие разновидности специфичности инвестиций — временная (особый график поставок продукции, реализованный ради конкретного покупателя), целевая (ручка с логотипом фирмы), а также специфичность человеческого и физического капиталов.

Будем полагать, что:

$c^A(i_B)$ и $r^A(i_S)$ — уровень издержек и выручки альтернативных контрагентов после осуществления специфических инвестиций «основными» партнерами;

p — цена, устанавливаемая в торге ex post при взаимодействии основных (инвестировавших) партнеров;

p_S^A — альтернативная цена поставщика, т. е. цена, устанавливаемая при взаимодействии «инвестировавшего» поставщика с альтернативным дилером;

p_B^A — альтернативная цена покупателя, т. е. цена, устанавливаемая при взаимодействии «инвестировавшего» дилера с альтернативным поставщиком.

Воспользовавшись выражениями для прибыли основных партнеров, приведенными на рис. 7, можно сформулировать условия устойчивости взаимодействия между ними:

$$p - p_B^A \leq R(i_B, i_S) - r^1,$$

$$p_S^A - p \leq c^1 - C(i_B, i_S).$$

Поставщик		Покупатель	
Контакт с основным покупателем	Контакт с альтернативным покупателем	Контакт с основным поставщиком	Контакт с альтернативным поставщиком
$c^1 < p < r^1$ $\pi = p - C(i_B, i_S)$	$c^1 < p_S^A < r^A(i_S)$ $\pi = p_S^A - c^1$	$c^1 < p < r^1$ $\pi = R(i_B, i_S) - p$	$c^A(i_B) < p_B^A < r^1$ $\pi = r^1 - p_B^A$

Рис. 7. Возможные результаты взаимодействия основных партнеров друг с другом и альтернативными контрагентами

Не вдаваясь ни в обсуждение того, каким образом делится суммарный выигрыш между основными партнерами, ни в то, как он распределяется при взаимодействии основных партнеров с альтернативными контрагентами, рассмотрим на рис. 8 устойчивость взаимодействия между основными партнерами на стадии *ex post*, последовательно перебирая всевозможные соотношения между p_B^A , p и p_S^A .

Итак, лишь в единственном случае — $p_S^A < p < p_B^A$ — взаимодействию основных партнеров ничего не угрожает¹¹, во всех прочих ситуациях присутствует опасность того, что одна из сторон переключится на альтернативных контрагентов.

Последовательное и поэтапное осуществление инвестиций при полной их наблюдаемости противоположной стороной, разумеется, снимает часть проблем с недоинвестированием. Однако в ситуациях, когда контроль за инвестициями партнера сопряжен со значительными издержками или же просто невозможен, когда инвестиции осуществляются одномоментно, или же тогда, когда они изначально асимметричны с точки зрения их результирующего воздействия на уровень резервных полезностей основных партнеров и/или альтернативных контрагентов, взаимодействие может оказаться неустойчивым. Осознание этой опасности, в свою очередь,

не может не сказаться негативно на объемах инвестиций, избираемых сторонами в период 0.

Таким образом, обращаясь к рассмотрению кооперативных инвестиций и их негативного воздействия на уровень резервной полезности инвестирующей стороны (а соответственно, и на ее переговорную власть), мы сталкиваемся с ситуациями, в которых вертикальные ограничения выполняют чрезвычайно важную функцию противодействия недоинвестированию в специфические активы.

5. Заключение

В последние годы эффективность вертикальных взаимодействий легко приносится в жертву во имя решения задач, актуальность которых как минимум еще требуется обосновать. Равным образом не уделяется достаточного внимания и оценке того, в какой степени происходящее ужесточение режима регулирования вертикальных ограничений способно быть инструментом решения этих задач, а не ведет, напротив, к еще большему их обострению. Обсуждения заслуживают и долгосрочные последствия в виде распространения вынужденной и неэффективной вертикальной интеграции там, где продавцы и покупатели предпочли бы ограничиться более слабыми формами координации и контроля, такими как вертикальные ограничивающие соглашения. Но особенно болезненным в свете того, что специфические ин-

¹¹ Впрочем, даже в этом случае возможны проблемы, сопряженные с «эмоционально-институциональной» составляющей, анализируемые, в частности, в теории игр.

Случай 1. $p_B^A < p_S^A$	
<i>Случай 1.1. $p_B^A < p < p_S^A$</i>	<i>Случай 1.2. $p < p_B^A < p_S^A$ или случай 1.3. $p_B^A < p_S^A < p$</i>
Несмотря на то что цены, предлагаемые альтернативными партнерами, более привлекательны, чем p , преимущества по издержкам $c^1 - C(i_B)$, и преимущества по выручке $R(i_S) - r^1$, обеспечиваемые контактом с основным партнером, позволяют рассчитывать на присутствие зон, где инвестировавшие основные партнеры не будут заинтересованы в переключении на альтернативных контрагентов. Это, впрочем, не исключает возможности частичного пересмотра условий контакта в пользу одной из сторон	Для одной из сторон (покупателя в случае 1.2 ($p < p_B^A$) и поставщика — в случае 1.3 ($p_S^A < p$)) контракт заведомо выгоден, в то время как ее партнер может оказаться не заинтересованным в продолжении сотрудничества
Случай 2. $p_S^A < p_B^A$	
<i>Случай 2.1. $p_S^A < p < p_B^A$</i>	<i>Случай 2.2. $p < p_S^A < p_B^A$ или случай 2.3. $p_S^A < p_B^A < p$</i>
У обоих партнеров отсутствуют стимулы для переключения на альтернативных контрагентов	Для одной из сторон (покупателя в случае 2.2 ($p < p_S^A$) и поставщика — в случае 2.3 ($p_S^A < p$)) контракт заведомо выгоден, в то время как ее партнер может оказаться не заинтересованным в продолжении сотрудничества

Рис. 8. Устойчивость взаимодействия между основными партнерами на стадии ex post

вестиции зачастую носят кооперативный характер, является то негативное воздействие, которое предпринятые шаги могут иметь на стабильность контактов между основными партнерами. Осуществление инвестиций, носящих кооперативный характер, порождает риски, сопряженные не только с пересмотром условий исходного контракта (перераспределением части квазиаренты в пользу «шантажиста»), но и с отказом одной из сторон продолжать сотрудничество после того, как инвестиции уже осуществлены. Разрыв отношений с основным партнером является для фирмы-инвестора тем более болезненным и тем более вероятным, чем в большей степени кооперативные инвестиции понижают уровень резервной полезности инвестирующей стороны и повышают уровень полезности ее основного партнера.

Анализ кооперативных инвестиций, негативно воздействующих на уровень ре-

зервной полезности инвестирующей стороны, позволяет добавить к перечню функций вертикальных ограничивающих соглашений еще один важный пункт. Они призваны не только защищать фирму-инвестора от вымогательства со стороны ее партнера, но и поддерживать стабильность контактов между основными партнерами в тех случаях, когда у одной из сторон возникает желание переключиться на сотрудничество с альтернативным партнером. Причем это касается не только эксклюзивных контрактов, прямо препятствующих контактам основного партнера инвестирующей стороны с альтернативными контрагентами. Не меньшую роль в сохранении сотрудничества между основными партнерами играют и иные разновидности вертикальных ограничений, прямо не запрещающие эти контакты, но ослабляющие стимулы для оппортунистического поведения.

ЛИТЕРАТУРА

- Авдашева С.Б. 2011. Анатомия власти. Рецензия на книгу: Радаев В.В. «Кому принадлежит власть на потребительских рынках». *Российский журнал менеджмента* 9 (4): 115–128.
- Авдашева С.Б. 2012. О промежуточных итогах применения Закона о торговле. *Бюллетень конкурентной политики. Выпуск № 5*. Лаборатория проблем конкуренции и конкурентной политики. МГУ, БЭА. http://www.lccp.econ.msu.ru/sadm_files/bulletins/LCCP_bulletin_5_2012.pdf
- Авдашева С.Б., Шаститко А.Е. 2008. Искать под фонарем или там, где потеряли? (новации антимонопольного законодательства сезона 2008–2009). *Экономическая политика* (5): 112–125. http://www.iep.ru/files/text/policy/2008_5/avdasheva.pdf
- Дзагурова Н.Б. 2011. Практика регулирования вертикальных взаимодействий: вертикальные ограничения с точки зрения координации согласованных действий. *Вопросы экономики* (5): 103–113.
- Закон «О торговле» — слишком простые рецепты (материалы круглого стола в Высшей школе экономики, 25 сентября 2009 г.). 2009. http://www.opes.ru/news.aspx?id=221&ob_no=88835
- Клейн Б. 2001. Вертикальная организация как право собственности на организацию: еще раз об отношениях между «Фишер боди» и «Дженерал Моторс». В сб.: *Природа фирмы*. М.: Дело; 319–339. (Ориг.: Klein B. 1988. Vertical integration as organizational ownership: The Fisher Body-General Motors relationship revisited. *Journal of Law, Economics and Organization* 4 (1): 199–213.)
- Материалы I Всероссийского Бизнес-Форума «Федеральный закон о торговле — новый этап отношений сетей и поставщиков» (24 июня 2010 года). М.
- Материалы II Всероссийского Бизнес-Форума «Федеральный закон о торговле» (21 октября 2010 года). М.
- Матвеева А. 2012. Галицкий в отчаянии. *Эксперт* (34). <http://expert.ru/expert/2012/34/galitskij-v-otchayanii/>
- Марвел Г. 2006. Исключительное дилерство. В сб.: *Вехи экономической мысли. Том 5. Теория отраслевых рынков*. СПб.: Экономическая школа; 367–403. <http://www.seinstitute.ru>
- Новиков В.В. 2009. Qui Prodest? (непредвиденные последствия реализации проекта закона о торговле). *Экономическая политика* (4): 190–199. http://www.iep.ru/files/text/policy/2009_4/novikov.pdf
- Радаев В.В. 2010. Администрирование рыночных правил (как разрабатывался закон о торговле). *Вопросы государственного и муниципального управления* (3): 5–35. <http://publications.hse.ru/articles/62302818>
- Радаев В.В. 2011. *Кому принадлежит власть на потребительских рынках*. М.: НИУ ВШЭ.
- Радаев В.В. 2012. Что изменил закон о торговле: количественный анализ. *Экономическая политика* (1): 118–140.
- Якорева А. 2012. «Магнит» строит теплицы. *Эксперт* (33). <http://expert.ru/2012/08/21/magnit-stroit-teplitsyi/?n=171>
- Andrabi T., Ghatak M., Asim Ijaz Khwaja. 2002. *Subcontractors for Tractors: Theory and Evidence on Flexible Specialization, Supplier Selection, and Contracting*. Working Paper.
- Avdasheva S., Shastitko A. 2012. Rules on retailer-supplier relationships in the competition policy of the Russian Federation: How and why misunderstanding economics threatens the competitiveness of the sector. *Antitrust Chronicle* 7 (2): 2–14.
- Che Yeon-Koo, Hausch D.B. 1999. Cooperative investments and the value of contracting. *American Economic Review* 89 (1): 125–147.
- Cheffins B. R. 2003. Mergers and corporate ownership structure: The United States and Germany at the turn of the 20th century. *The American Journal of Comparative Law* 51 (3): 473–504.

- Chung Tai-Yeong. 1991. Incomplete contracts, specific investments, and risk sharing. *Review of Economic Studies* 58 (5): 1031–1042.
- De Meza D., Selvaggi M. 2007. Exclusive contracts foster relationship-specific investment. *The RAND Journal of Economics* 38 (1): 85–97.
- Ellman M. 2006. Specificity revisited: The role of cross-investments. *Journal of Law, Economics, & Organization* 22 (1): 234–257.
- Groh C., Spagnol G. 2004. *Exclusive Contracts, Loss to Delay and Incentives to Invest*. CEPR Discussion Paper No. 4525.
- Hart O. 1995. *Firms, Contracts and Financial Structure*. Clarendon Press.
- Hart O. 2011. *Noncontractible Investments and Reference Points*. NBER Working Paper No. 16929.
- Holmstrom B. 1999. The firm as a subeconomy. *Journal of Law, Economics, and Organization* 15 (1): 74–102.
- Iyer R., Schoar A. 2009. *The Importance of Hold-up in Contracting: Evidence from a Field*. Working Paper, Centre for Economic Performance, LSE. <http://cep.lse.ac.uk/seminarpapers/29-11-09-SCH.pdf>
- Itoh H., Morita H. 2011. *Formal Contracts, Relational Contracts, and the Threat-Point Effect*. CESifo Working Paper Series 3533. <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1208016.pdf>
- Klein B., Crawford R.G., Alchian A.A. 1978. Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process. *Journal of Law and Economics* 21 (2): 297–326.
- Lileeva A., van Biesebroeck J. 2012. Outsourcing when investments are specific and interrelated. *Journal of the European Economic Association* (forthcoming).
- MacLeod W. B., Malcomson J. 1993. Investments, holdup, and the form of market contracts. *American Economic Review* 83 (4): 811–837.
- Marvel H. P. 1982. Exclusive dealing. *Journal of Law and Economics* 25 (1): 1–25.
- Orbach B. Y. 2008. Antitrust vertical myopia: The allure of high prices. *Arizona Law Review* 50: 261–287. <http://ssrn.com/abstract=1033440>
- Rajan R. G., Zingales L. 1998. Power in a theory of the firm. *Quarterly Journal of Economics* 113 (2): 387–432.
- Schmitz P. W. 2001. The hold-up problem and incomplete contracts: A survey of recent topics in contract theory. *Bulletin of Economic Research* 53 (1): 1–17.
- Schweizer U. 2006. Cooperative investments induced by contract law. *The RAND Journal of Economics* 36 (1): 134–145.

Латинская транслитерация литературы, набранной на кириллице
The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet

- Avdasheva S.B. 2011. AnATOMIYA vlasti. Retsenziya na knigu: Radaev V.V. «Komu pri-nadlezhit vlast' na potrebitel'skikh rynkakh». *Rossiyskij zhurnal menedzhmenta* 9 (4): 115–128.
- Avdasheva S.B. 2012. O promezhutochnykh itogakh primeneniya Zakona o torgovle. *Byulleten' konkurentnoj politiki. Vypusk № 5*. Laboratoriya problem konkurentsii i konkurentnoj politiki. MGU, BEHA. http://www.lccp.econ.msu.ru/sadm_files/bulletins/LCCP_bulletin_5_2012.pdf
- Avdasheva S.B., Shastitko A. E. 2008. Iskat' pod fonarem ili tam, gde poteryali? (novatsii antimonopol'nogo zakonodatel'stva sezona 2008–2009). *Ekonomicheskaya politika* (5): 112–125. http://www.iep.ru/files/text/policy/2008_5/avdasheva.pdf
- Dzagurova N.B. 2011. Praktika regulirovaniya vertikal'nykh vzaimodejstvij: vertikal'nye ogranicheniya s toчки zreniya koordinatsii soglasovannykh dejstvij. *Voprosy ekonomiki* (5): 103–113
- Zakon «O torgovle» — slishkom prostye retsepty (materialy kruglogo stola v Vyshej shkole ekonomiki, 25 sentyabrya 2009 g.). 2009. http://www.opec.ru/news.aspx?id=221&ob_no=88835

- Klein B. 2001. Vertikal'naya organizatsiya kak pravo sobstvennosti na organizatsiyu: eshhe raz ob otnosheniyakh mezhdru «Fisher bodi» i «Dzheneral Motors». V sb.: *Priroda firmy*. M.: Delo; 319–339.
- Materialy I Vserossijskogo Biznes-Foruma «Federal'nyj zakon o trgovle – novyj ehtap otnoshenij setej i postavshhikov» (24 iyunya 2010 goda)*. M.
- Materialy II Vserossijskogo Biznes-Foruma «Federal'nyj zakon o trgovle» (21 oktyabrya 2010 goda)*. M.
- Matveeva A. 2012. Galitskij v otchayanii. *Ekspert* (34). <http://expert.ru/expert/2012/34/galitskij-v-otchayanii/>
- Marvel G. 2006. Isklyuchitel'noe dilerstvo. V sb.: *Vekhi ekonomicheskoy mysli. Tom 5. Teoriya otraslevykh rynkov*. SPb.: Ekonomicheskaya shkola; 367–403. <http://www.seinstitute.ru>
- Novikov V.V. 2009. Qui Prodest? (nepredvidennye posledstviya realizatsii proekta zakona o trgovle). *Ekonomicheskaya politika* (4): 190–199. www.iep.ru/files/text/policy/2009_4/novikov.pdf
- Radaev V.V. 2010. Administrirovanie rynochnykh pravil (kak razrabatyvalsya zakon o trgovle). *Voprosy gosudarstvennogo i munitsipal'nogo upravleniya* (3): 5–35. <http://publications.hse.ru/articles/62302818>
- Radaev V.V. 2011. *Komu prinadlezhit vlast' na potrebitel'skikh rynkakh*. M.: NIU VSHE.
- Radaev V.V. 2012. Chto izmenil zakon o trgovle: kolichestvennyj analiz. *Ekonomicheskaya politika* (1): 118–140.
- Yakoreva A. 2012. «Magnit» stroit teplitsy. *Ekspert* (33). <http://expert.ru/2012/08/21/magnit-stroit-teplitsyi/?n=171>

*Статья поступила в редакцию
20 сентября 2012 г.*