

Научные исследования связи вертикальных ограничивающих соглашений с метод реальных опционов.

Еремеечева Мария Александровна, Национальный Исследовательский Университет - Высшая Школа Экономики (НИУ-ВШЭ), кафедра экономического анализа организаций и рынков, аспирантка 2-го года обучения, m.ermeecheva@gmail.com

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.

Однако 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 (квазиаренты), 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 [Blair and Lewis 1994; Romano 1994; Lafontaine and Slade 2007], в частности проблемы безбилетника (free-rider problem) [Telser 1960, 1990; Marvel 1982; Steuer 1983; Mathewson and Winter 1984; Marvel and McCafferty 1984; 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 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 рекламы на RPM 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» [E. Billette de Villemeur, R. Ruble, V. Versaveel, 2010] появляется некий вариант теоретического осмысления взаимосвязи между реальными опционами и ВОС, в предположении, что инвестирующей стороной является поставщик. Так, авторы публикации показывают, что в моделях реальных опционов при оценке соответствующих инвестиционных проектов, как правило, инвестиционные затраты (цена исполнения, strike price) берутся по умолчанию для более точного отражения экономических параметров. Данное допущение разумно в случае внутренних

инвестиций в R&D, или в отраслях промышленности, таких как развитие рынка недвижимости, которые могут рассчитывать на конкурирующих внешних подрядчиков. Однако, существует множество других ситуаций, в которых фирма, желающая исполнить инвестиционный опцион, зависит от внешней фирмы с рыночной властью (специализированный поставщик), предоставляющей ключевое оборудование, необходимое для начала производства и продажи продукции. Кроме того, могут возникать стратегические проблемы, если несколько фирм пытаются исполнить связанный инвестиционный опцион и используют одинакового поставщика.

В данной работе при рассмотрении вертикальных взаимодействий авторы исходят из того, что инвестиционные затраты фирмы являются эндогенными и вышестоящий поставщик оборудования (*upstream equipment supplier*) обладает рыночной властью. При этом поставщик, как правило, задерживает исполнение опциона относительно оптимального момента инвестирования для промышленности.

Показано, что стандартный анализ вертикальных взаимодействий переходит непосредственно в область решения оптимального момента инвестирования, заменяя цену, в качестве решающей переменной для нижестоящей фирмы (*downstream firm*), на инвестиции, осуществляемые исходя из «стратегии руки, дрожащей на курке» (*trigger strategy*). Таким образом, отрасль промышленности получает более низкую прибыль при независимом положении поставщика и фирмы, чем при интеграции из-за вертикального эффекта схожего с двойной надбавкой, который служит причиной того, что нижестоящая фирма неоправданно откладывает свое решение об инвестировании. Данное искажение увеличивается с ростом рынка и волатильности. В отличие от стандартного подхода реального опциона, возрастающая волатильность снижает стоимость фирмы, как ниже, так и выше стоящей фирмы, будучи тестом связанная с моментом инвестирования.

Если возможно (по причине того, что вышестоящая фирма обладает информацией относительно конечного спроса) вертикальные ограничения, принимающие форму опциона или авансового платежа, позволяют восстановить промышленный оптимум. В отличие от существующих моделей реальных опционов, повышение волатильности не обязательно увеличивает стоимость фирмы, из-за одновременного присутствия двух эффектов – опционная стоимость отсрочки инвестиционных вложений уравнивается более высоким уровнем наценки вышестоящей фирмой, обладающей рыночной властью.

Когда стандартные вертикальные ограничения являются нецелесообразными, вышестоящая фирма старается извлечь выгоду от присутствия второй, нижестоящей фирмы, возможно, это происходит за счет совокупной промышленной прибыли. Борьба между нижестоящими фирмами за право доступа к ключевому оборудованию уравнивает стимул, вызванный наценкой вышестоящей фирмы, отсрочить инвестиционные вложения. Таким образом, лидер осуществляет инвестиции в оптимальный момент в условиях интеграции, в то время как последователь инвестирует в

момент независимого положения поставщика и фирмы. Лидер получает дисконтную цену. Разница между этой ценой и ценой последователя уменьшается с ростом волатильности/неопределенности. Пороговый уровень инвестирования лидером совместно с пороговым уровнем инвестирования последователя увеличивается с волатильностью/ неопределенностью среды.

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.

Список литературы:

1. Billette de Villemeur, E., Ruble. R., Versaevel, B., June, 2010, "Timing Vertical Relationships", working paper 1-30. Toulouse School of Economics, IDEI & GREMAQ.
2. Blair, B.F., Lewis, T.R., 1994, "Optimal Retail Contracts with Asymmetric information and Moral Hazard", *Rand Journal of Economics* 25 (2), pp. 284-296.
3. Boyer, M., Gravel, E., and P. Lasserre, 2009, "Real Options and Strategic Competition: A Survey", working paper.
4. Chen, G.-R., Chen, M.-L., 2010, "Substitution effect of advertising on resale price maintenance: using a real options approach", *Applied economics Letters* 17, pp. 969-972.
5. Dobson, P. W., Waterson, M., 1996, "Vertical Restraints and Competition Policy", Research Paper 12.
6. Grenadier, S., and Wang, N., 2005, "Investment Timing, Agency, and Information", *Journal of Financial Economics* 75, pp. 493-533.
7. Klein, B. and Murphy, K.M., 1988, "Vertical Restraints as Contract Enforcement Mechanisms," *Journal of Law and Economics* 31, pp. 265–297.
8. Lafontaine, F. and Slade, M.E., 2005, "Exclusive Contracts and Vertical Restraints: Empirical Evidence and Public Policy" *Journal of Industrial Economics* 45, pp. 1-25.
9. Lafontaine, F. and Slade, M., 2007, "Vertical Integration and Firm Boundaries: The Evidence", *Journal of Economic Literature* 45 (3), pp. 629-685.
10. Lambrecht, B., Pawlina, G., and Teixeira, J., 2010, "The Dynamics of Outsourcing and Integration", working paper. 22
11. Marvel, H. and McCafferty, S., 1984, "Resale Price Maintenance and Quality Certification", *Rand Journal of Economics* 15, pp. 340–359.
12. Mason, R., and Weeds, H., 2010, "Investment, Uncertainty, and Pre-emption", *International Journal of Industrial Organization* 28, pp. 278-287.
13. Motta, M., 2004, "Competition Policy: Theory and Practice", European University Institute, Florence, pp. 313-321.
14. Mathewson, F. and Winter R., 1984, "An Economic Theory of Vertical Restraints," *RAND Journal of Economics* 15, pp. 27–38.

15. Patel, K. and Zavodov, K., 2010, "Functional Dependencies in Vertical Industrial Structures and Readiness of Complementarity in Innovation", working paper.
16. Pennings, E., September 2010, "Does contract complexity limit opportunities? Vertical organization and flexibility", research paper 1-34. Erasmus Research Institute of Management.
17. Rey, P., 2008, "Price Control in Vertical Relations in «The Pros and Cons of Vertical Restraint»", Swedish Competition Authority's Pros and Cons Series 7, pp. 135-166.
18. Romano, R. E., 1994, "Double Moral Hazard and Resale Price Maintenance", *Rand Journal of Economics* 25 (3), pp. 455-466.
19. Steuer, R.M., 1983, "Exclusive Dealing in Distribution", *Cornell Law Review* 69, pp. 101-134.
20. Telser, L., 1960, "Why Should Manufacturers Want Fair Trade" *Journal of Law and Economics* 3, pp. 86–105.
21. Telser, L., 1990, "Why Should Manufacturers Want Fair Trade II?" *Journal of Law and Economics* 33, pp. 409-417.