

РЕТРОСПЕКТИВА СВІТОВОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ ДУМКИ

УДК 330.88

Оксана ШИМАНСЬКА

ТЕОРЕТИЧНИЙ ВИМІР ОПТИМАЛЬНИХ КОНТРАКТІВ (НОБЕЛІВСЬКА ПРЕМІЯ З ЕКОНОМІКИ 2016 Р. – ОЛІВЕР ХАРТ І БЕНГТ ХОЛЬМСТРЕМ)

Обґрунтовано внесок Олівера Харта і Бенгта Хольмстрема у розвиток теорії контрактів, який репрезентований дослідженнями природи оптимального контракту з точки зору мотивації суб'єктів угоди і факторів, які її визначають; зосереджено увагу на практичній цінності праць нобелівських лауреатів 2016 р. в галузі економіки, які стали поштовхом для розвитку теорії фірми, корпоративних фінансів, менеджменту, економіки праці та суспільного сектору, політології та права; наголошено, що завдяки працям О. Харта та Б. Хольмстрема наука отримала інструментарій аналізу не лише фінансових умов, які визначаються контрактами, а й умов контрактного розподілу контрольних прав, прав власності та прав прийняття рішень; акцентується увага на тому, що теорія контрактів в інтерпретації О. Харта та Б. Хольмстрема репрезентує формалізований вимір проблем мотивації, моральних ризиків і неповних контрактів; обґрунтовано роль контрактів в системі врегулювання майбутніх взаємодій та у забезпеченні умов формування якісних інститутів; наголошено, що теорія контрактів розкриває механізми дії останніх, а також знайомить із прихованими потенційними ризиками, які можуть виникнути під час розробки нових контрактів; зосереджена увага на позиціонуванні теорії контрактів в структурі теорії економічної організації та в економічній теорії інформації, яка спрямована на побудову моделей з асиметричною інформацією й урахуванням дій, які не піддаються спостереженню; розглянуто реальні ситуації, ігрові моделі та структура контрактів у розрізі повних і неповних контрактів (із врахуванням принципу інформативності); визначено місце моделей "мультизадач" та "орієнтації на кар'єрне зростання" в теорії контрактів; проаналізовано вплив теорії контрактів на зміни в підходах до аналізу корпоративних взаємовідносин, які до її появи базувались, зокрема, на теорії компромісу між економією від зниження податкових платежів і фінансовими витратами з обслуговування корпоративного боргу.

© Оксана Шиманська, 2018.

Ключові слова: *теорія контрактів*, “принципал”, “агент”, принцип інформативності, моделі “повних контрактів”, “неповних контрактів”, “мультизадач”, “орієнтації на кар’єрне зростання”, моральний ризик.

JEL: D 23, D 82, D 86, L 14, L 33

Постановка проблеми. Функціонування сучасної економіки, яка ґрунтується на безлічі контрактів, зумовило необхідність розробки адекватних теоретичних інструментів, які б були основою не лише для розуміння їх економічної природи, а й потенційних ризиків у сфері укладання угод. Це зумовило необхідність створення фундаментальної, цілісної теорії контрактів, яка б уможливила вирішення широкого спектра оптимізаційних завдань.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Нобелівський комітет неодноразово відзначав вагомий внесок вчених, наукові дослідження яких сформували основу майбутньої теорії контрактів, зокрема Г. Саймона “...за аналіз ролі організаційної структури у прийнятті рішень” (1978 р.), Р. Коуза “...за аналіз ролі трансакційних витрат”, які є основною перешкодою для укладання ідеальних контрактів (1991 р.), Д. Мірліса і У. Вікрі “...за внесок в теорію стимулів за умов асиметричної інформації” (1996 р.), Дж. Акерлофа, М. Спенса і Дж. Стігліца “...за аналіз ринків з асиметричною інформацією” (2001 р.), Л. Гурвіца, Р. Майерсона, Е. Маскіна “...за основи теорії розробки ринкових механізмів” (2007 р.), Ж. Тіроля “...за аналіз ринкової сили та регулювання” (2014 р.).



Олівер Харт

Постановка мети і завдань дослідження. Метою даної статті є представлення найважливіших досягнень О. Харта і Б. Хольмстрема у сфері теорії контрактів, які були відзначені Нобелівським комітетом.

Виклад основного матеріалу. Нобелівська премія з економіки у 2016 р. була присуджена Оліверу Харту з Гарвардського університету і Бенгту Хольмстрему з Массачусетського технологічного інституту з таким формулюванням: “За їх внесок у теорію контрактів”. О. Харт (1948 р. н.) – уродженець Англії, Б. Хольмстрем (1949 р. н.) – Фінляндії. Науковці здобули економічну освіту і працюють у США.



Бенгт Хольмстрем

Базові контури теорії контрактів. О. Харт і Б. Хольмстрем розробили нові теоретичні інструменти для розуміння широкого спектра угод, які укладаються в реальному житті. Дослідження

вчених показують, яким чином контракти допомагають вирішити конфлікт інтересів, забезпечують можливість кооперації та довіри, тоді як без їх наявності можуть знехтувати зобов'язаннями. Однією з важливих передумов укладання контракту є врегулювання майбутніх взаємодій, зокрема в контексті обумовлення винагороди за результати праці, умов звільнення працівника, або врегулювання взаємовідносин щодо розподілу ризиків між сторонами, які укладають контракт. Теорія контрактів, з одного боку, забезпечує загальний спосіб розуміння суті контракту, а з іншого – обґрунтовує специфіку структури різних форм контрактів та їх призначення. Інша мета теорії – допомогти зрозуміти, як укласти контракти, які б забезпечували формування якісних інститутів у суспільстві. Теорія контрактів – це пошук відповідей на питання: “Через яку систему – державних чи приватних установ – суспільство повинно отримувати такі блага, як освіта, охорона здоров'я, утримання в'язниць?”, “Якою повинна бути заробітна плата викладача, медика, наглядача – фіксованою чи обумовленою величиною витрачених зусиль?”, “Якою мірою менеджери повинні використовувати бонусні програми під час визначення величини заробітної плати найманих працівників?” тощо. З огляду на те, що кожен контракт залежить від конкретної ситуації та контексту, теорія контрактів не обов'язково пропонує вичерпні та достеменні відповіді на ці та інші питання. Однак значення теорії полягає в тому, що вона відкриває можливості для пошуку найкращого варіанта вирішення спірних питань. Внесок О. Харта та Б. Хольмстрема є безцінним, тому що допомагає зрозуміти, як в реальній дійсності працюють контракти та інститути, а також якими можуть бути приховані потенційні ризики під час розробки нових контрактів.

Економічна природа теорії контрактів: контракти як ринкові механізми розподілу. Теорія контрактів, зокрема в частині теорії економічної організації, застосовується для усунення обмеженості неокласичної теорії фірми. Низка аргументів переконливо доводить, що теорія контрактів виникла у відповідь на недосконалість теорії загальної економічної рівноваги, яка, ґрунтуючись у своєму аналізі винятково на ціновому механізмі координації діяльності економічних суб'єктів, не пояснює природи фірми. Остання насамперед трактується нею як щось задане безвідносно до того, “...як вона виникла, яким є характер її внутрішньої організації і чи відбудуться зміни у випадку злиття двох фірм” (Харт, 2001) [1]. Заперечуючи такий підхід, Р. Коуз, зокрема, наголошував, що “кількісний” тип відносин, за якого інструментами взаємодії економічних суб'єктів є не ціни, а цільові показники, або вимоги щодо обсягу випуску продукції, визначальні у структурі взаємодій (Coase, 1937) [2].

Ще один аргумент на користь теорії контрактів полягає в тому, що вона долає помилковий підхід моделей загальної рівноваги у випадку тверджень щодо реалістичності існування досконалої конкуренції, наявності симетрії інформації та повноти ринків. За існуючих реалій, навпаки, асиметрія інформації переконливо демонструє своє поширення в системі економічних відносин. З огляду на це теорія контрактів сьогодні більш затребувана в економічній теорії інформації, яка спрямована на побудову моделей з асиметричною інформацією й урахуванням дій, які не піддаються спостереженню.

Теорія контрактів, яку науковці тлумачать як "...теорію мотивів, інформації та економічних інститутів", пройшла складний шлях розвитку – від простих статичних двофакторних до динамічних мультифакторних моделей, які визначають дизайн оптимального контракту, враховуючи майже увесь спектр чинників.

О. Харт і Б. Хольмстром не були першими з-поміж науковців, які досліджували проблеми мотивації, моральних ризиків і неповних контрактів, однак їх внесок у розвиток вищезгаданої теорії полягає у "...формалізації цих проблем із використанням математичного апарату, вдосконаленні отриманих моделей із урахуванням зростаючої кількості агентів і умов угоди, емпіричній перевірці низки гіпотез із урахуванням особливостей функціонування окремих галузей та фірм" [3; 4]. З огляду на те, що ступінь поінформованості учасників угоди, як і форма стратегічної гри між ними, можуть бути різними, в теорії контрактів виокремлюють три типи моделей, які розробляються в межах теорії повних контрактів¹:

– "сигналів" – модель, за якої за умов наявності прихованої інформації до першого кроку вдається поінформована сторона;

– "негативного відбору", за якого за умов наявності прихованої інформації до першого кроку вдається непоінформована сторона;

– "морального ризику" – модель, яка передбачає здійснення першого кроку непоінформованою стороною за умов наявності прихованих дій з боку поінформованої.

Останній тип моделей демонструє, як за допомогою контракту мотивувати бажану дію "агента", якщо вона внаслідок відсутності точного критерію якості його роботи не може бути відстежена з боку "принципала". У розробку саме такого типу моделей найвагомійший внесок здійснив Б. Хольмстром, обґрунтувавши принцип інформативності та розробивши моделі мультизадач й орієнтації на кар'єрне зростання.

Подальший розвиток теорія контрактів отримала в працях О. Харта, С. Гроссмана, Дж. Мура й інших економістів, які присвячені неповним контрактам і ролі інституту права власності (а також пов'язаних з ним залишкових прав контролю) в інтеграції фірм. Фактор асиметрії інформації, який відіграє найважливішу роль в теорії повних контрактів, у випадку неповних контрактів має другорядне значення, оскільки розподіл інформації розглядається як похідна від розподілу прав власності (Laffont, Martimort, 2001) [6]. Повноті контрактів перешкоджають високі витрати на специфікацію усіх умов договору, неможливість вимірювання деяких результатів і оцінки їх цінності з боку арбітра (результати спостерігаються учасниками угоди, але не верифікуються третьою стороною). Неповні контракти не враховують всього обсягу наявної інформації, оскільки припускають можливість перегляду умов контракту в майбутньому. Переукладання контрактів, на відміну

¹ Розрізняють два підходи до визначення поняття «повний контракт» (Hart, Holmström, 1987) [5]. Відповідно до першого повні (ідеальні) контракти асоціюються з моделлю Ерроу–Дебре (ґрунтуються на чітких передумовах неокласичної теорії загальної рівноваги). Другий підхід до тлумачення повних (комплексних, всеосяжних) контрактів виглядає більш реалістичним, оскільки зважає на факт недосконалості ринку, зокрема в розрізі інформаційної, однак виходить з можливості оптимального використання сторонами, котрі укладають угоду, масиву спостережуваної інформації. Основне завдання таких контрактів – створити стимули для погодження взаємного інтересу сторін, котрим властива стратегічна поведінка. Дані контракти відрізняються від ідеальних меншою сукупною дохідністю, яка переважно є результатом недосконалості ринку, а не вад контрактів. Проблеми досягнення оптимальності при укладенні такого контракту – це насамперед проблеми вмотивованості учасників угоди до найбільшої інтеграції і формалізації вигод від контрактного типу відносин.

від моделей з повними контрактами, не применшує, а, навпаки, збільшує оптимальність кінцевого результату шляхом забезпечення можливості включення в контракт нових факторів та умов.

Реальні ситуації, ігрові моделі та структура контрактів. Теорія контрактів у доробку О. Харта і Б. Хольмстрема ґрунтується на низці принципів, одним з яких є принцип інформативності Хольмстрема. Його суть полягає в тому, що для досягнення кращих результатів “принципал” повинен застосувати стосовно “агента” таку технологію винагороди, яка була б позбавлена впливу зовнішніх чинників (“шуму”), що не відображають зусиль “агента” (Holmström, 1979) [7]. Однак з огляду на те, що вимірювання показників відбувається з урахуванням саме зовнішніх чинників, це завдання є вкрай складним. Наприклад, якщо пов’язати дохід “агента” (менеджера) з обсягами виробництва або величиною ринкової капіталізації фірми, то низькоефективний “агент” може бути у вигаді лише завдяки сприятливій кон’юктурі ринку, а висоефективний зазнає програшу через кризову ситуацію в економіці. Очевидно, що ці параметри є малоінформативними для оцінки зусиль менеджера. Значно більшого сенсу в даному випадку набуває порівняння результатів діяльності фірми з результатами інших фірм, які позиціонують себе на тому самому ринку у той самий проміжок часу.

Припустимо, що абітурієнт наймає репетитора, який готує його до вступу в університет. Імовірність досягнення бажаного результату є тим вищою, чим більшими будуть зусилля репетитора (внутрішній чинник), меншим конкурс на обрану спеціальність, вищими здібності і рівень базової підготовки вступника (зовнішні чинники). Абітурієнту необхідно запропонувати такий механізм оплати праці репетитора, який дозволить максимізувати зусилля останнього, але при цьому не покладе на нього всю відповідальність за можливий “провал” на іспиті. Якщо суб’єкти угоди за відсутності точної шкали вимірювання витрачених зусиль не можуть встановити чіткого зв’язку між зусиллями і результатом, спостерігається класична ситуація морального ризику. Абітурієнт не зможе подати в суд на репетитора у випадку фіаско на іспиті, оскільки виміряти зусилля останнього неможливо як *ex post*, так і обумовити їх *ex ante*, а незадовільні результати під час вступного випробування можуть бути зумовлені безліччю інших чинників (погане самопочуття, стресовий стан абітурієнта або “не пощастило”).

На результативність взаємодії “принципала” і “агента” багато в чому впливають відносний розподіл ризику між ними і відносна зацікавленість їх в угоді, яка визначається часткою доходу кожного з них, отриманого від її здійснення. Так, наділення “агента” більшою мотиваційною винагородою (з боку “принципала”) приводить до більшої його схильності до ризику і відповідальності, що є небажаним для “агента”, оскільки, за замовчуванням, він характеризується негативною схильністю до ризику. У випадку високої схильності “агента” до ризику (або низького ризику) оптимальною формою контракту для нього є договір франшизи, за яким він перебирає на себе увесь ризик і отримує всі бонуси від діяльності за відрахуванням суми платежу власнику франшизи (“незалежному агенту”). Якщо ж схильність до ризику прямує до нуля (або ризику вкрай високі), тоді “агент” демонструє схильність стати повністю залежним працівником з можливістю отримання фіксованої заробітної плати.

У прикладі з абітурієнтом він міг би запропонувати репетитору вищу погодинну оплату за умови, що у випадку невдачі на іспиті більша частина грошей буде йому відшкодована. Згідно з теорією, за низької схильності до ризику, репетитор найімовірніше не погодиться на такі умови. Водночас відповідно до принципу інформативності абітурієнту найімовірніше варто застосувати порівняння результатів централізованого тестування контрагентів, які відвідували різних репетиторів з даного предмета в один і той самий період і, виходячи з отриманих ними індивідуальних результатів здачі вступного випробування, домовлятися з конкретним репетитором щодо отримання послуги і величини її оплати.

Чим менш інформативною буде технологія, яка обирається “принципалом” для виявлення зусиль “агента”, тим більшими будуть втрати корисності і меншою мотивація зусиль останнього, і навпаки, в більш інформативному середовищі оптимальне рішення може бути досягнуте за менших витрат (Holmström, 1979) [7]. Зокрема, інформаційна складова середовища у сфері корпоративного менеджменту залежить від ступеня ліквідності ринку цінних паперів, оскільки прив’язка бонусів менеджерів до зміни ринкової капіталізації компанії на більш ліквідному ринку точніше сигналізує про зусилля останніх (Holmström, Tirole, 1997) [8].

З огляду на те, що принцип інформативності не містить відповідей щодо оптимальної структури контракту, це стимулювало до нових наукових пошуків в даному напрямку. С. Гроссман і О. Харт запропонували метод декомпозиції проблеми “принципал-агент” шляхом розрахунку безлічі варіантів поєднання вигод і витрат для “агента”, який не має заданої схильності до ризику, і пошуку оптимальної мотиваційної моделі для “принципала” з метою мінімізації його витрат (Grossman, Hart, 1983). Однак в результаті цих досліджень була отримана складна нелінійна залежність, чутлива до зміни багатьох параметрів, яка на практиці вимагала розробки вкрай складних контрактів й була занадто нереалістичною.

Невдоволеність перспективами даного підходу дозволила вченим дійти висновку щодо необхідності створення іншої теорії фірми, яка б забезпечила можливість вирішення конфлікту між математичною стрункністю і реалістичністю. У цьому контексті С. Гроссман і О. Харт запропонували “модель неповних контрактів” (Grossman, Hart, 1986) [9], а Б. Хольмстрем і С. Мілґрем розробили динамічну модель “принципала-агента”, яка враховує безліч дій “агента” впродовж тривалого періоду для адекватної оцінки результатів. У підсумку виявилось, що нелінійні і складні контракти є доволі вразливими, оскільки “агенту” властиво пристосовуватися і уникати штрафів за збереження низької продуктивності (Holmström, Milgrom, 1987) [10]. Зауважимо, що за умов постійної мінливості зовнішніх чинників складні контракти, які ув’язують дохід “агента” з його внеском, будуть мотивувати працівника менше, ніж фіксована заробітна плата, яка ніяк не пов’язує його зусилля з результатом. Ще один висновок Б. Хольмстрема і С. Мілґрема, який заслуговує на увагу з точки зору застосування принципу інформативності, полягає у такому: з двох дій, які приносять однаковий прибуток, але вимагають різних зусиль з боку “агента”, в оптимальному мотиваційному контракті необхідно заохочувати ту, яка вимагає значних зусиль, оскільки вона більшою мірою відображає внутрішні фактори успіху [10].

Вагомою складовою теорії контрактів є модель мультизадач Хольмстрема–Мілґрема, зміст якої зводиться до необхідності вирішення множини завдань, які ставить “принципал” перед “агентом”. Це можна довести на прикладі роботи професора, який одночасно повинен займатися науковою, викладацькою та у багатьох випадках адміністративною діяльністю. У даному випадку виникає складна проблема вибору правильної системи стимулів для “агента” в оптимальному розподілі його зусиль за всіма напрямками діяльності, які можуть мати різну вимірність. Спроба винагородити винятково ті дії, які підлягають вимірюванню, призводить до вибіркової поведінки “агента” в напрямку виконання лише тих дій, від яких безпосередньо залежить величина його доходу.

Модель мультизадач (Holmström, Milgrom, 1991) пояснює, чому в реальних трудових контрактах роботодавець використовує менш мотивуючі схеми оплати праці, аніж ті, які рекомендує теорія: якщо “принципал” визначив перед агентом відразу кілька завдань, виразно мотивуюча прив’язка до конкретного результату не є оптимальною.

Вчитель у школі, з одного боку, повинен спрямувати свої зусилля на формування у школярів самостійного та творчого мислення, а з іншого – зобов’язаний підготувати їх до успішного проходження централізованого зовнішнього незалежного оцінювання (у формі тестування), результати якого не дозволяють оцінити творчих здібностей школярів. Оскільки рейтинг школи багато в чому визначається часткою випускників, які успішно склали вступні іспити до вищих навчальних закладів (що безпосередньо пов’язано з підсумками тестування), заробітна плата вчителя щільно корелює з результатами централізованого тестування, зокрема через доплату за проведення факультативних занять або систему преміювання. Отже, формування в учнів широкого спектра творчих навичок відсувається на задній план. Відповідно до моделі мультизадач, оптимальний контракт для вчителя (з точки зору суспільства, зацікавленого у формуванні школою творчих особистостей з глибокими знаннями) повинен відображати рівень його заробітної плати без чіткої ув’язки лише з виконанням одного конкретного завдання. Одночасно необхідно вдосконалювати й систему вступних випробувань до університетів. Цей приклад ілюструє обмеження щодо використання принципу інформативності, який може застосовуватися лише у випадку виконання одного завдання (одновимірної задачі). Якщо певне важливе завдання (дію) важко оцінити, стимули не повинні щільно ув’язуватись із виконанням усіх завдань.

Модель мультизадач Хольмстрема–Мілґрема акцентує увагу на трьох основних взаємозамінних методах мотивації “агентів”: встановлення прямого зв’язку “зусилля–доходи”; відмова від прямого контролю над прийняттям “агентом” рішень; передача активів у власність працівника (Holmström, Milgrom, 1994) [12]. Б. Хольмстрем також наголошує, що при укладанні контрактів необхідно уникати мотиваційних схем, за яких оплата праці залежить від колективного результату роботи, оскільки в даному випадку починає проявляти себе “проблема безбілетника” (Holmström, 1982a) [13].

У науковому доробку Б. Хольмстрема варто окремо виділити застосування формалізованого підходу у трактуванні “моделі орієнтації на кар’єру”, яка свого часу була запропонована лауреатом Нобелівської премії Ю. Фамою. Основна ідея: якщо “агент” у своїй поведінці зорієнтований на кар’єрне зростання, то експліцитний

високомотивуючий трудовий контракт для вирішення проблеми морального ризику не є потрібним – фіксована оплата праці з обіцянкою кар'єрного зростання в майбутньому забезпечать високу мотивацію "агента" до якісного виконання професійних обов'язків вже сьогодні. При цьому фірма повинна враховувати, що загальні міжчасові зусилля "агента" можуть й не бути оптимальними і збалансованими: значне перенапруження на початку трудової діяльності часто змінюється низькою активністю "агента" у період наближення до пенсійного віку (Holmström, 1982b) [14]. С. Харріс і Б. Хольмстром, розглядаючи модель орієнтації "агента" на кар'єрне зростання в довгостроковому періоді, запропонували модель трудового контракту із симетричною інформацією, але асиметричними зобов'язаннями. У динамічній моделі оптимальний розподіл ризиків передбачає відсутність в майбутньому скорочення розміру заробітної плати, однак й зростання виплат вбачається можливим лише за зростаючої ринкової вартості якості праці працівника (Harris, Holmström, 1982) [15].

Вплив теорії контрактів на зміни в підходах до аналізу корпоративних взаємовідносин. Вагома роль у дослідженнях О. Харта і Б. Хольмстрема (в контексті неповних контрактів) відводиться з'ясуванню питання щодо визначення меж фірми (Харт, 2001) [1]. Зокрема, економічний суб'єкт, дії якого визначають рівень рентабельності активу, мав би (за відсутності екстерналій) володіти правом власності на цей актив. Однак навіть за наявної можливості розпоряджатися всією величиною отриманого прибутку від активу ситуація не стимулюватиме власника до ефективного його використання, оскільки він завжди матиме можливість перерозподілити частину прибутку на свою користь. Якщо одна фірма виявить бажання отримати поставки від іншої, але при цьому обсяг останніх складатиме лише незначну частку сукупного бізнесу кожної з них, то найімовірніше фірми оберуть ринкове співробітництво, а не інтеграцію. Це означає, що якщо одна з фірм стане власником іншої, отримавши повний контроль над її діяльністю, у другій фірмі знизяться стимули до тих видів діяльності, які не пов'язані з першою фірмою, оскільки власник завжди зможе відвернути на свою користь частину доходу, отриманого поглинутою фірмою від економічних зв'язків з третіми фірмами. І якщо ділові контакти двох фірм незначні, то витрати від злиття перевищать вигоди, і відсутність інтеграції виявиться кращим варіантом розвитку подій. У такий спосіб теорія прав власності, запропонована, зокрема, О. Хартом (модель Гроссмана–Харта), пояснює важливість ринку в контексті організаційного вибору. Кризовий стан галузі приводить, з одного боку, до злиття фірм з метою економії (зниження) накладних витрат, пов'язаних з управлінням, рекламою тощо. З іншого боку, економічні суб'єкти можуть залишатися незалежними або одна фірма на підставі довгострокового контракту може отримувати можливість використання управлінського потенціалу іншої фірми. Однак така форма співпраці виявиться неефективною за прояву негативних наслідків опортуністичної поведінки, зниження якості орендованих управлінських послуг, збільшення витрат з реалізації договору. За логікою теорії неповних контрактів єдиний спосіб вирішення проблеми, на думку вчених, вбачається в інтеграції фірм.

Ще один напрямок досліджень в контексті неповних контрактів і визначення меж фірми, розвиваючи модель Гроссмана–Харта, базується на аналізі взаємозв'язку між неповнотою контракту і рівнями обраних сторонами специфічних інвестицій (модель

Харта–Мура) (Hart, Moore, 1990) [16]. Науковці дійшли висновку, що спільна власність не може бути ефективною, оскільки кожна зі сторін після її поділу може відмовити одна одній у використанні активу. З огляду на це стимули щодо інвестицій виявляться слабкими. Окрім цього, в ході дослідження вчені виявили додаткові чинники, які у випадку розширення фірми визначають спрямованість ефекту масштабу: позитивний ефект пов'язується з перевагами управління комплементарними активами одним власником, а негативний – зі зростанням неефективності централізованого контролю, зумовленого наймом нових менеджерів-аутсайдерів, в яких не сформувався специфічний щодо даної фірми людський капітал.

Одним з цікавих моментів аналізу прав власності в структурі теорії неповних контрактів (з використанням моделі мультизадач) є питання вибору оптимальної форми власності (Hart, 2003) [17]. Ця проблема актуалізується у випадку країн, що розвиваються. Якщо держава однаково зацікавлена у виробництві товарів і послуг з мінімальними витратами і високої якості, то для приватних фірм переважаючою мотиваційною стратегією діяльності буде створення благ з мінімальними витратами. Відповідно якщо пропонуватимуться інновації для зниження витрат (за рахунок погіршення якості) або підвищення якості продукції, то у випадку з державними підприємствами стимули для використання обох видів інновацій будуть однаково низькими, тоді як приватні фірми демонструватимуть високі стимули для впровадження інновацій, які знижують витрати, і низькі – для інновацій, які підвищують якість. При прийнятті рішення щодо приватизації необхідно оцінювати негативні наслідки, пов'язані, зокрема, з істотним погіршенням якості товарів і послуг. Звідси випливає висновок: чим вищими будуть негативні наслідки (наприклад, для суспільних благ зі значними позитивними зовнішніми екстерналіями), тим більш затребуваною з соціальної та економічної точок зору буде державна форма власності (Hart, Shleifer, Vishny, 1997) [18]. Це означає, що для деяких галузей, які забезпечують створення суспільних благ, приватизація вважається припустимою (освіта, вивіз сміття, оборонне виробництво), оскільки в них можна послабити мотиви до нехтування приватними фірмами якістю продукції і послуг шляхом розширення конкуренції, укладення контрактів із заданими показниками якості та можливістю контролю над ними. Однак для інших видів суспільних благ, таких як в'язниці, армія, поліція, такі методи не спрацьовують, а відповідно їх приватизація і аутсорсинг сприймаються як небажані.

Модель неповних контрактів істотно вплинула на зміну підходів вчених-економістів до розуміння корпоративних фінансів і контролю (Bolton, 2014) [19]. До моменту її появи в цій сфері домінувала теорія компромісу – між економією від зниження податкових платежів і фінансовими витратами з обслуговування боргу (так звана static trade-off theory of corporate leverage), яка фактично заперечує класичний погляд на іррелевантність структури капіталу Ф. Модільяні і М. Міллера (так звана теорема М-М). Відповідно до цього теоретичного підходу, у міру нарощування частки позик в капіталі корпорації спостерігається економія від зниження податкових виплат, що збільшує вартість компанії. Однак у міру зростання в структурі капіталу корпорації частки позикового капіталу настає момент, коли зростання процентних платежів кредиторам (витрат, пов'язаних із обслуговуванням щораз зростаючого боргу) перевищує економію на податкових платежах, і вартість компанії починає знижуватися.

Поширення теорії неповних контрактів на сферу корпоративних фінансів зумовило необхідність доповнення теорії структури капіталу міркуваннями щодо важливості запровадження механізмів контролю і захисту прав інвесторів. Застосування теорії неповних контрактів до аналізу сфери корпоративних фінансів дозволило відшукати відповіді на питання, як саме пов'язуються прийняті рішення щодо структури капіталу (корпоративного боргу) і розподілу фінансових вигод в корпораціях зі структурою управління, процедурами вирішення конфліктів, розміщенням прав власності на залишкові права контролю. Зокрема, дослідження О. Харта і Дж. Мура, здійснені в 1990-х рр., стосувалися управлінської структури акціонерних компаній, а саме проблем збалансованості інтересів акціонерів і найманих менеджерів, неефективності механізмів контролю над менеджерами за наявності великої кількості дрібних акціонерів з малими пакетами акцій, оптимального дизайну контрактів з урахуванням прав власності.

Висновки. Цінність наукового доробку О. Харта та Б. Хольмстрема полягає в тому, що вони, суттєво збагативши новими інсайтами попередні дослідження, які стосувались побудови оптимальних контрактів, оформили їх у вигляді теоретичних моделей, за допомогою яких можна конструювати і кількісно обчислювати вигоди і ризики різних типів економічних угод. З огляду на те, що більшість економічних відносин має договірну природу, запропонована теорія контрактів може застосовуватися для вирішення широкого спектра практичних проблем, особливо у сферах, критично залежних від асиметрії інформації, труднощів пошуку та оцінки якості товарів і послуг, морального ризику.

Список використаних джерел

1. Hart O. 2001. *Incomplete Contracts and Theory of the Firm. The Nature of the Firm. Edited by Oliver Williamson and Sidney Winter: Delo. P. 206–236 (In Russ.)*.
2. Coase R. 1937. *The Nature of the Firm. Economica. New Series. Vol. 4. No 16. P. 386–405 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : https://www.jstor.org/stable/2626876?seq=1#page_scan_tab_contents.*
3. *The Prize in Economic Science 2016: Oliver Hart and Bengt Holmstrom: Contract Theory [WWW. resource]. – Available at : http://www.nobelprize.org/nobel_prize/economic_science/laureates/2016/advanced.html.*
4. *The Prize in Economic Science 2016 – Popular Science Background: Contract Theory [WWW. resource]. – Available at : http://www.nobelprize.org/nobel_prize/economic_science/laureates/2016/popular.html.*
5. Hart O., Holmström B. 1987. *Theory of Contracts. Advances in Economic Theory. Fifth World Congress of the Econometric Society. Cambridge University Press. Cambridge UK. P. 71–155.*
6. Laffont J., Martimort D. 2001. *The Theory of Incentives: The Principal-Agent Model. Princeton University Press. Princeton.*
7. Holmström B. 1979. *Moral Hazard and Observability. Bell Journal of Economics. Vol. 10. P. 74–91.*

8. Holmström B., Tirole J. 1997. *Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector*. *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 112. No 3. P. 663–691.
9. Grossman S., Hart O. 1983. *An Analysis of the Principal-Agent Problem*. *Econometrica*. Vol. 51. P. 7–45.
10. Holmström B., Milgrom P. 1987. *Aggregation and linearity in the provision of intertemporal incentives*. *Econometrica*. Vol. 55. P. 303–328.
11. Holmström B., Milgrom P. 1991. *Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design*. *Journal of Law, Economics and Organization*. Vol. 7. P. 24–52.
12. Holmström B., Milgrom P. 1994. *The Firm as an Incentive System*. *American Economic Review*. Vol. 84. P. 972–991.
13. Holmström B. 1982a. *Moral Hazard in Teams*. *Bell Journal of Economics*. Vol. 13. P. 324–340.
14. Holmström B. 1982b. *Managerial Incentive Problems a Dynamic Perspective*. *Review of Economic Studies*. Vol. 66. P. 169–182.
15. Harris M., Holmström B. 1982. *A Theory of Wage Dynamics*. *Review of Economic Studies*. Vol. 49. P. 315–333.
16. Hart O., Moore J. 1990. *Property Rights and the Nature of the Firm*. *Journal of Political Economy*. Vol. 98. No 6. P. 1119–1158.
17. Hart O. 2003. *Incomplete Contracts and Public Ownership: Remarks, and an Application to Public-Private Partnerships*. *Economic Journal*. Vol. 113. P. 69–76.
18. Hart O., Shleifer A., Vishny R. 1997. *The Proper Scope of Government: Theory and an Application to Prisons*. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 112. P. 1127–1161.
19. Bolton P. 2014. *Corporate Finance, Incomplete Contracts, and Corporate Control*. *Journal of Law, Economics, and Organization*. Vol. 30. No 1. P. 64–81.

References

1. Hart O. *Incomplete Contracts and Theory of the Firm. The Nature of the Firm*. Edited by Oliver Williamson and Sidney Winter, 2001, p. 206–236 [in Russian].
2. Coase R. *The Nature of the Firm*. *Economica*. New Series. 1937, Vol. 4, No. 16, p. 386–405, from https://www.jstor.org/stable/2626876?seq=1#page_scan_tab_contents [in English].
3. *The Prize in Economic Science 2016: Oliver Hart and Bengt Holmstrom: Contract Theory*, from http://www.nobelprize.org/nobel_prize/economic_science/laureates/2016/advanced.html [in English].
4. *The Prize in Economic Science 2016 – Popular Science Background: Contract Theory*, from http://www.nobelprize.org/nobel_prize/economic_science/laureates/2016/popular.html [in English].
5. Hart O., Holmström B. *Theory of Contracts*. *Advances in Economic Theory*. Fifth World Congress of the Econometric Society. Cambridge: Cambridge University Press, 1987, p. 71–155 [in English].

6. Laffont J., Martimort D. The Theory of Incentives: The Principal-Agent Model. Princeton: Princeton University Press, 2001 [in English].
7. Holmström B. Moral Hazard and Observability. *Bell Journal of Economics*. 1979, Vol. 10, p. 74–91 [in English].
8. Holmström B., Tirole J. 1997. Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112. No 3, p. 663–691 [in English].
9. Grossman S., Hart O. An Analysis of the Principal-Agent Problem. *Econometrica*, 1983, Vol. 51, p. 7–45 [in English].
10. Holmström B., Milgrom P. Aggregation and linearity in the provision of intertemporal incentives. *Econometrica*, 1987, Vol. 55, p. 303–328 [in English].
11. Holmström B., Milgrom P. Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design. *Journal of Law, Economics and Organization*, 1991, Vol. 7, p. 24–52 [in English].
12. Holmström B., Milgrom P. The Firm as an Incentive System. *American Economic Review*, 1994, Vol. 84, p. 972–991 [in English].
13. Holmström B.. Moral Hazard in Teams. *Bell Journal of Economics*, 1982a, Vol. 13, p. 324–340 [in English].
14. Holmström B. Managerial Incentive Problems a Dynamic Perspective. *Review of Economic Studies*, 1982b, Vol. 66, p. 169–182 [in English].
15. Harris M., Holmström B. A Theory of Wage Dynamics. *Review of Economic Studies*, 1982, Vol. 49, p. 315–333 [in English].
16. Hart O., Moore J. Property Rights and the Nature of the Firm. *Journal of Political Economy*, 1990, Vol. 98, No 6, p. 1119–1158 [in English].
17. Hart O. 2003. Incomplete Contracts and Public Ownership: Remarks, and an Application to Public-Private Partnerships. *Economic Journal*, 2003, Vol. 113, p. 69–76 [in English].
18. Hart O., Shleifer À., Vishny R. The Proper Scope of Government: Theory and an Application to Prisons. *Quarterly Journal of Economics*, 1997, Vol. 112, p. 1127–1161 [in English].
19. Bolton P. Corporate Finance, Incomplete Contracts, and Corporate Control. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2014, Vol. 30, No 1, p. 64–81 [in English].

Редакція отримала матеріал 02 липня 2018 р.