

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие	13
Об авторе	15
Введение в теорию управления рисками	16
От издательства	18

Часть I. Неприятие риска и поведенческие реакции

с точки зрения экономистов.....	19
--	-----------

Глава 1. Что такое риск 21

Очень краткая история риска	22
Определение риска	23
Борьба с риском	26
Риск и вознаграждение	26
Риск и инновации	27
Риск-менеджмент	27
Традиционные представления и их ограниченность	28
Более широкое представление о риск-менеджменте	28
Заключение	29
Список литературы	30

Глава 2. Почему важно учитывать риски..... 31

Двойственная природа риска	31
Я богат, но счастлив ли я? Полезность и благосостояние	32
Санкт-Петербургский парадокс и ожидаемая полезность: вклад Бернулли	32
Математика встречается с экономикой: фон Нейман и Моргенштерн	35
Исключение из правил?	36
Крупные и мелкие риски	38
Оценка неприятия риска	39
Безрисковые эквиваленты	40
Коэффициенты неприятия риска	42
Другие мнения о неприятии риска	45
Теория перспективы	48

Последствия, вытекающие из представлений о риске	50
Инвестиционные альтернативы	51
Корпоративные финансы	52
Оценка	52
Заключение	53
Приложение 2А. Функции полезности и коэффициенты неприятия риска.....	55
Список литературы	58
Глава 3. Что мы думаем о риске	59
Общие принципы	59
Доказательства неприятия риска	60
Обзоры	71
Оценка рискованных активов	74
Свидетельства, полученные с ипподромов, азартных игр и игровых шоу	83
Некоторые обобщения относительно неприятия риска	87
Заключение	88
Список литературы	89
Глава 4. Как мы измеряем риск.....	93
Судьба и Божье провидение	93
Оценка вероятностей: первый шаг к количественному определению риска	94
Выборки, нормальное распределение и корректировка	96
Использование данных: таблицы и оценки продолжительности жизни	99
Понятие риска в страховании	99
Финансовые активы и появление статистических оценок мер риска	101
Революция Марковица	103
Введение безрискового актива — появление модели оценки капитальных активов (САРМ)	107
Противоречивость теории среднего-дисперсии	109
Влияние данных: арбитражное ценообразование и многофакторные модели	114
Эволюция оценки мер риска	117
Заключение	119
Приложение 4А. Структура среднее-дисперсия и САРМ.....	121
Приложение 4Б. Вывод модели арбитражного ценообразования.....	127
Список литературы	129

Часть II. Оценка риска: инструменты и методы	131
Глава 5. Стоимость с поправкой на риск	133
Подходы, основанные на использовании дисконтированного денежного потока	134
Стоимость актива, основанная на использовании дисконтированного денежного потока	134
Ставки дисконтирования с поправкой на риск	135
Риск-нейтральные денежные потоки	143
Гибридные модели	149
Поправка на риск на основе дисконтированных денежных потоков: достоинства и недостатки	155
Постоценочная поправка на риск	156
Логическое обоснование послеоценочной поправки на риск	157
Неблагоприятные риски	157
Другие дисконты	168
Риски, повышающие стоимость актива	168
Опасности, связанные с послеоценочными поправками	170
Сравнительные методы оценки стоимости	171
Основание для метода сравнительной оценки	171
Поправка на риск	172
Сравнение оценки стоимости по методу дисконтированных денежных потоков против сравнительной оценки стоимости	174
Практика внесения поправок на риск	175
Заключение	175
Приложение 5А. Корректировка ставок дисконтирования на страновой риск	177
Приложение 5Б. Оценка величины дисконта на неликвидность.....	182
Фиксированный дисконт на неликвидность	183
Дисконт на неликвидность, специфический для фирмы	184
Определяющие факторы дисконта на неликвидность	184
Оценка величины дисконта на неликвидность, специфической для фирмы	186
Синтетический спрэд между ценой покупки и продажи	190
Дисконт на неликвидность, базирующийся на опционе	192
Список литературы	194

Глава 6. Вероятностные методы: сценарный анализ, деревья решений и имитационные модели.....	195
Анализ сценариев	196
Наилучший/наихудший возможный сценарий	196
Анализ множественных сценариев	198
Деревья решений	207
Стадии анализа дерева решений	207
Пример дерева решений	211
Использование в принятии решений	215
Проблемы	216
Стоимость с поправкой на риск и деревья решений	218
Имитационные модели	222
Этапы имитационного моделирования	222
Пример имитационного моделирования	228
Применение имитационного моделирования в принятии решений	234
Имитационное моделирование с ограничениями	236
Проблемы	239
Стоимость с поправкой на риск и имитационное моделирование	240
Общая оценка вероятностных подходов к оценке риска	242
Сравнение подходов	242
Дополнение или замена для стоимости с поправкой на риск	244
На практике	245
Заключение	246
Приложение 6А. Статистические распределения.....	248
Подбор распределения	248
Являются ли рассматриваемые данные дискретными или непрерывными	249
Насколько симметричны данные	254
Существуют ли верхние или нижние границы для значений данных	261
Какова вероятность появления крайних значений данных по сравнению с вероятностью появления “средних” значений	263
Проверка на соответствие	265
Тесты на соответствие нормальному распределению	267
Заключение	268
Список литературы	268

Глава 7. Стоимостная мера риска	269
Что такое Value at Risk	270
Краткая история VaR	271
Измерение VaR	273
Ковариационный метод (расчет VaR)	273
Вклад RiskMetrics	276
Имитационное моделирование на основе исторических данных	280
Имитационное моделирование по методу Монте-Карло	285
Сравнение подходов	288
Ограничения VaR	290
VaR может вводить в заблуждение	290
Узкий фокус	293
Неоптимальные решения	295
Модификации VaR	296
VaR как инструмент оценки риска	298
Заключение	300
Приложение 7.А. Пример вычисления VaR: ковариационный метод ..	302
Список литературы	305
Глава 8. Реальные опционы	307
Сущность реальных опционов	307
Реальные опционы, стоимость с поправкой на риск и вероятностные оценки	310
Примеры реальных опционов	312
Опцион на отсрочку инвестирования	312
Опцион на расширение	327
Опцион на отказ от инвестирования	336
Предостережения относительно реальных опционов	342
Реальные опционы в модели управления рисками	345
Заключение	347
Приложение 8.А. Основы опционов и ценообразования опционов	348
Опционные доходы	348
Факторы, определяющие стоимость опциона	351
Модели ценообразования опционов	353
Биномиальная модель	353
Модель Блэка–Шоулза	358
Список литературы	363

Часть III. Управление рисками: общая картина365

Глава 9. Управление риском: общая картина..... 367

Риск и стоимость: традиционная точка зрения	368
Оценка стоимости с помощью дисконтированных денежных потоков	368
Модели сравнительной оценки стоимости	375
Расширение анализа риска	379
Оценка стоимости методом дисконтированных денежных потоков (DCF)	379
Сравнительная оценка стоимости	389
Модели оценки опционов	394
Окончательная оценка управления риском	397
В каких случаях обеспечивает отдачу хеджирование риска	398
В каких случаях обеспечивает отдачу управление риском	400
Хеджирование риска или управление риском	401
Разработка стратегии управления рисками	402
Заключение	404

Глава 10. Управление риском: профилирование и хеджирование 407

Профиль риска	408
Этап 1: составление перечня рисков	408
Этап 2: классификация рисков	409
Этап 3: оценка степени подверженности каждому риску	410
Этап 4: анализ рисков	419
Хеджировать или не хеджировать	420
Издержки хеджирования	420
Выгоды хеджирования	422
Преобладание хеджирования	429
Повышает ли хеджирование стоимость	432
Альтернативные методы хеджирования риска	435
Инвестиционные решения	435
Финансовые решения	436
Страхование	437
Производные финансовые инструменты	439
Выбор правильного инструмента хеджирования	443
Заключение	444
Список литературы	445

Глава 11. Стратегическое управление рисками	447
Зачем нужно использовать риск	448
Стоимость и принятие риска	448
Свидетельства относительно принятия риска и последствий для стоимости	451
Как вы используете риск	452
Информационное преимущество	453
Преимущество скорости реагирования	456
Преимущество опыта и знаний	458
Преимущество наличия ресурсов	460
Гибкость	461
Создание организации, готовой принимать риск	465
Корпоративное управление	465
Персонал	468
Механизмы вознаграждения/наказания	470
Размеры, структура и культура организации	473
Заключение	475
Список литературы	476
Глава 12. Управление риском: базовые принципы	479
1. Риск повсюду	479
2. Риск — это и угроза и возможность	481
3. Мы двойственны по отношению к риску и не всегда рациональны в его оценке или реагировании на него	482
4. Не все риски равны	483
5. Риск можно измерить	485
6. Качественное измерение/оценка риска должно приводить к более качественным решениям	486
7. Ключевым фактором эффективного управления рисками является решение, какие риски избегать, какие передавать инвесторам и какие использовать	488
8. Отдача от более эффективного управления риском — это повышение стоимости	489
9. Управление риском является частью работы каждого	490
10. Организации, успешно использующие риск, не становятся такими по воле случая	491
Заключение	493
Предметный указатель	494

СТРАТЕГИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ

Почему не склонные к риску люди и организации иногда намеренно подвергают себя риску и со временем даже увеличивают его? Одна из причин заключается в том, что они верят, что могут использовать эти риски для достижения своих целей и создавать стоимость. Как еще можно объяснить то, что компании выходят на развивающиеся рынки с высокими экономическими и политическими рисками или берутся за освоение новых технологий, в которых правила, лежащие в их основе, меняются каждый день? Точно так же самые успешные компании в каждой отрасли и на каждом историческом отрезке времени — *General Motors* в 20-е годы, *IBM* в 50–60-е, *Microsoft* и *Intel* в 80–90-е и *Google* в нынешнее десятилетие — имеют общую черту. Они добились своего успеха не за счет того, что избегали риск, а потому, что намеренно стремились к нему.

Кто-то объясняет успех этих и других, подобных им, компаний простым везением, но везением можно объяснить лишь разовые успехи компаний — один удачный продукт или сервис. Успешные компании умеют воспроизводить свои удачи снова и снова, повторяя свой успех с новыми продуктами и на новых рынках. Для того чтобы добиться этого, они должны иметь план реагирования на риски, который обеспечивал бы им преимущество над конкурентами. В этой главе мы рассмотрим, как наилучшим образом организовать процесс использования риска, чтобы максимизировать шансы на успех. Для этого мы рассмотрим множество разных функциональных областей бизнеса — от корпоративной стратегии до финансов и управления производством, — которые традиционно не включались в процесс использования риска.

Зачем нужно использовать риск

Верно, что риск подвергает нас потенциальным потерям, но он также предоставляет благоприятные возможности. Простое представление об успешном использовании риска заключается в том, что мы должны расширить влияние на нас положительного риска, сокращая в то же время влияние отрицательного риска. В этом разделе мы еще раз вернемся к обсуждению выигрыша от принятия на себя риска, которое мы начали в главе 9, “Управление рисками: общая картина”. Затем рассмотрим свидетельства успешности такой стратегии.

Стоимость и принятие риска

Проще всего рассмотреть отдачу от использования риска в традиционной модели дисконтированных денежных потоков. Стоимость фирмы — это приведенная стоимость ожидаемых денежных потоков, дисконтированных с использованием ставки, в которую внесена поправка на риск. Эта стоимость зависит от четырех основных параметров: денежных потоков от существующих инвестиций; темпов роста этих денежных потоков на протяжении периода высоких темпов роста, обычно сопровождающегося избыточной прибылью на новые инвестиции; продолжительности этого периода высоких темпов роста; и стоимости капитала, привлекаемого для финансирования как существующих, так и новых инвестиций. В этом контексте влияние использования (или принятия на себя) риска может проявляться во всех перечисленных переменных.

- Денежные потоки от уже существующих инвестиций отражают не только качество этих инвестиций и эффективность управления ими, но и последствия принятых фирмой прошлых решений, касающихся величины и конкретных форм риска, принимаемого фирмой на себя. Фирма, внимание которой сфокусировано, в основном, на том, какие риски использовать, какие — избегать, а какие — передать инвесторам, может не только определить, какие из уже существующих инвестиций ей следует сохранить, но и увеличить денежные потоки от этих инвестиций. Неприемлющая риски компания, которая проявляет чрезмерную осторожность при инвестировании, будет делать меньше инвестиций и показывать меньшие денежные потоки от этих инвестиций.
- Избыточная прибыль на новые инвестиции и продолжительность периода высоких темпов роста будет напрямую зависеть от решений, касающихся величины риска, принимаемого на себя компанией в новых инвестициях, а

также от того, насколько правильно удалось оценить риск и насколько эффективно компания реагирует на него. Компании, которые лучше используют риск, будут генерировать более высокую избыточную прибыль на новые инвестиции на протяжении более продолжительного времени.

- Связь между стоимостью капитала и принятием фирмой риска в значительной мере будет зависеть от типов риска, которые принимает на себя эта фирма. В то время как высокая подверженность рыночному риску обычно приводит к повышению стоимости капитала, повышение риска, специфического для конкретной фирмы, может не иметь практически никакого влияния на стоимость капитала, особенно для фирм с диверсифицированными инвесторами. Избирательное отношение к подверженности риску может минимизировать влияние на величину ставок дисконтирования.

Конечным и наиболее полным показателем правильного использования риска является повышение стоимости компании в результате принятия ею риска. Это, в свою очередь, будет определяться тем, превосходят ли положительные последствия принятия фирмой риска (повышенная избыточная прибыль на протяжении более длительного периода) отрицательные последствия принятия фирмой риска (более волатильные показатели прибыли и потенциально более высокая стоимость капитала). На рис. 11.1 показано влияние принятия фирмой риска на все измерения стоимости.

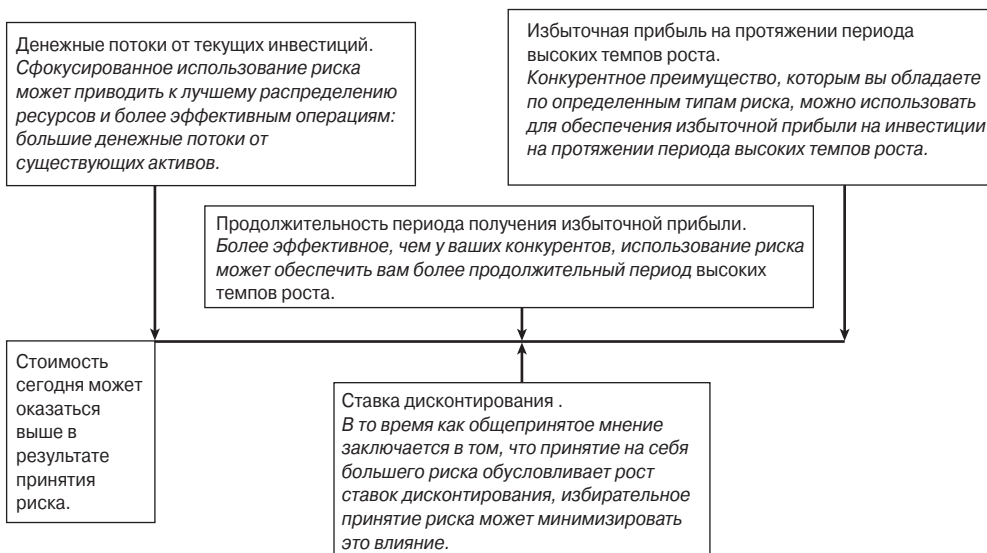


Рис. 11.1. Принятие риска и стоимость

Еще один способ анализа отдачи от принятия риска — это использование модели реальных опционов, рассмотренной нами в главе 8, “Реальные опционы”. Если сущность правильного использования риска заключается в том, что мы увеличиваем нашу долю хорошего риска (т.е. риска, который может иметь положительные последствия), в то же время ограничивая влияние на нас плохого риска (который может иметь негативные последствия), тогда оно должно принимать характер колл-опциона. На рис. 11.2 представлена опционная составляющая, присущая правильному использованию риска.

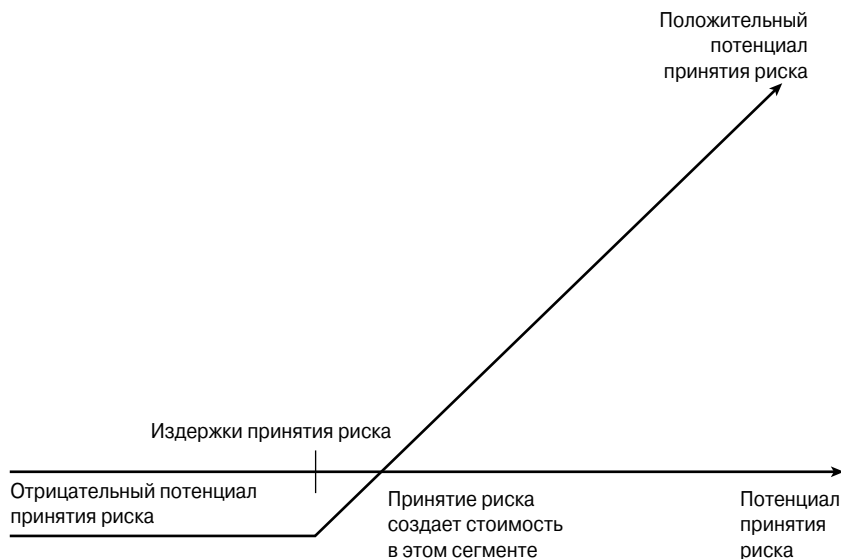


Рис. 11.2. Принятие фирмой риска как колл-опцион

Иными словами, хорошие риски создают значительный положительный и ограниченный отрицательный потенциал. Это объясняет, почему фирмы стремятся к риску в модели реальных опционов — как в контексте повышенной волатильности цен на сырьевые товары, если речь идет о нефтедобывающей или занимающейся добычей других полезных ископаемых компании, владеющей неразработанными месторождениями, так и в случае более неопределенных рынков, если речь идет о фармацевтической компании, рассматривающей возможность инвестирования в научные разработки. Если мы принимаем эту точку зрения на использование риска, тогда оно будет добавлять стоимость компании, если цена, уплаченная за приобретение этих опционов, будет меньшей, чем полученная взамен выгода.

Свидетельства относительно принятия риска и последствий для стоимости

Не так уж сложно найти отдельные свидетельства того, что принятие риска обеспечивает отдачу для некоторых частных лиц и организаций. Компания Microsoft взяла на себя риск разработки операционной системы для только появившегося в то время продукта — персонального компьютера, и это дало отдачу, сделав Microsoft одной из самых дорогостоящих компаний в мире. Google также взял на себя риск, отказавшись от общепринятой в то время практики, — стал взимать плату с рекламодателей в зависимости от числа переходов на их сайты (а не от общего количества своих посещений), и это привело к финансовому успеху [1]. Проблема с отдельными свидетельствами заключается в том, что их можно легко опровергнуть, либо объяснив везением — *Microsoft* и *Google* просто оказались в нужное время в нужном месте, — либо приведя контрпримеры компаний, которые рискнули и просчитались, например *IBM* рискнула, выйдя в 80-е годы на рынок персональных компьютеров, и показала очень мало с точки зрения прибыльности и стоимости.

Более убедительные, но вместе с тем и более богатые нюансами свидетельства того, что принятие риска обеспечивает отдачу, можно получить, проанализировав более широкий поперечный срез инвесторов и фирм и отдачу от принятия риска. С одной стороны, существуют явные свидетельства того, что принятие риска в целом обеспечивает получение более высоких доходов как частными лицами, так и фирмами. Например, инвесторы в Соединенных Штатах, которые приняли решение инвестировать свои сбережения в акции в XX столетии, получили гораздо большие доходы, чем инвесторы, вкладывавшие свои средства в более надежные ценные бумаги, такие как государственные и корпоративные облигации. Компании отраслей, считающихся высокорискованными, где риск определяется либо с рыночной точки зрения, либо с точки зрения бухгалтерского учета, дали инвесторам более высокую отдачу, чем компании с меньшим риском. Существуют убедительные свидетельства того, что фирмы в отраслях с более волатильными прибылями или ценами акций исторически получали более высокие прибыли, чем фирмы в отраслях с уравновешенными прибылями и стабильными ценами акций. В рамках отдельных отраслей существуют некоторые свидетельства, хотя и не однозначные, что принятие риска обеспечивает фирмам более высокие прибыли. Например, исследование 50 крупнейших американских нефтедобывающих компаний в период с 1981 по 2002 год показало, что фирмы, принимающие на себя большой риск, связанный с разведкой и разработкой нефтяных месторождений, получают более высокие прибыли, чем фирмы, принимающие меньший риск [2].

С другой стороны, существуют также свидетельства того, что принятие риска может не только нанести вред компаниям, но и иногда выглядит безрассудно. В широко цитируемом в ряде журналов, посвященных вопросам управления, исследовании, проведенном Боуманом, показывается негативная связь между риском и прибылью в большинстве отраслей, что представляется весьма неожиданным, учитывая общепринятое мнение о том, что высокий риск и высокая прибыль идут рука об руку, по крайней мере на агрегированном уровне [3]. Это явление — принятие риска с получением показателей худшей доходности — получило название *парадокса Боумана* и подверглось серии тестов. В своих последующих работах Боуман утверждал, что отношение фирмы к риску может влиять на принятие ею риска и что более проблемные фирмы зачастую принимают на себя большие и менее оправданные риски [4]. В одной из последующих работ была дана классификация компаний: те, которые показывают рентабельность ниже целевого уровня рентабельности, и те, которые показывают выше этого уровня (определенного как среднеотраслевая рентабельность собственного капитала), и указывалось на несоответствие соотношения “риска/доходности”. Фирмы, прибыль которых была ниже этого целевого уровня, становились “охотниками за риском”, а связь между доходностью и риском была отрицательной, тогда как доходность и риск положительно коррелировали в случае фирм, прибыли которых превышали целевой уровень [6].

Таким образом, позитивная отдача от принятия риска существует, но только если это не безрассудный риск. Фирмы, относящиеся избирательно к рискам, которые они принимают, могут воспользоваться ими ради собственной выгоды, но фирмы, которые принимают риски, не подготовившись должным образом к их последствиям, могут быть жестоко наказаны за это. Целью данной главы является изложение основ для разумной оценки риска, когда фирмы могут выбрать из множества рисков такие, которыми они смогут воспользоваться с наибольшей вероятностью для создания стоимости.

Как вы используете риск

В процессе ведения бизнеса неизбежно приходится сталкиваться с неожиданными и часто неприятными сюрпризами, которые могут не только негативно повлиять на бизнес, но и даже уничтожить его. В этом и заключается сущность риска, и от того, как мы будем реагировать на него, зависят наши шансы на выживание и успех. В этом разделе мы рассмотрим пять факторов того, как можно использовать риск для получения преимущества над нашими конкурентами. Первый из них за-

ключается в получении доступа к более достоверной и своевременной информации о событиях (по мере их наступления) и их последствиях, что даст нам возможность выбрать наилучший ответ на складывающуюся ситуацию. Вторым фактором является скорость, с которой мы реагируем на изменившиеся обстоятельства, определяя то, как и где мы ведем бизнес; действуя быстрее своих конкурентов, мы можем превратить угрозу в благоприятную для себя возможность. Третий фактор является следствием нашего опыта разрешения подобных кризисных ситуаций в прошлом и знания того, как эти кризисные ситуации повлияли на рынок, что позволяет нам реагировать эффективнее, чем это удастся другим фирмам отрасли. Четвертый фактор является следствием наличия ресурсов — финансовых и кадровых, — которые позволяют нам легче преодолеть трудные послекризисные периоды, чем это удастся другим фирмам отрасли. Последним, пятым, фактором является финансовая и производственная гибкость; способность оперативно поменять технологическую базу, производственные процессы или финансовую структуру в ответ на происходящие перемены, может обеспечить фирме существенное преимущество в среде, характеризующейся высокой степенью неопределенности. Наиболее важным является то, что мы выходим из кризиса более сильными, обладая более прочной конкурентной позицией, чем до наступления кризисной ситуации.

Информационное преимущество

Во время второй мировой войны дешифровальщикам, действовавшим на стороне союзников по антигитлеровской коалиции, удалось расшифровать код, используемый для обмена секретной информацией между немецкой и японской армиями.¹ Полученная таким образом информация сыграла чрезвычайно важную роль в разгроме немецких войск в Европе и победе ВМС США на Тихом океане. Хотя управление компанией не имеет столь глобальных последствий, доступ к полезной информации также важен для компаний в послекризисный период. Например, в июне 2006 года военные захватили власть в Таиланде в результате преимущественно бескровного переворота, в то время когда премьер-министр страны находился с визитом в Соединенных Штатах. Реакция фирмы, располагающей крупными инвестициями в Таиланде, в значительной мере зависела бы от того, какими, по ее мнению, могли быть последствия переворота. В случае кризисов, подобных этому, проблема

¹ Дешифровальщикам, работавшим в Блетчли-Парк, удалось расшифровать сообщения большого количества шифровальных систем и систем Axiscode, в том числе немецкой шифровальной машины Enigma.

заключается в том, что становится сложным получение достоверной и своевременной информации, однако наличие надежной информации может обеспечить бесценные преимущества для выработки правильной реакции на события.

Каким образом фирмы, занятые в рискованном бизнесе или действующие в рискованных регионах мира, могут заложить основы для получения достоверной информации? Во-первых, они должны инвестировать в создание *информационных сетей* (как их называли разведслужбы ЦРУ и КГБ во время холодной войны) и заботиться об агентах сети задолго до кризисов. Чтобы это не воспринималось как поощрение корпоративной непорядочности, компании могут использовать собственных сотрудников и другие компании, с которыми они работают (поставщики, кредиторы и партнеры по совместным предприятиям), в качестве источников информации. Во-вторых, надежность информационной сети необходимо протестировать задолго до наступления кризиса, с целью выявления слабых звеньев и усиления ее сильных сторон. В-третьих, сеть должна быть защищена от любопытных глаз конкурентов, которые могут поддасться соблазну воспользоваться ею, вместо того чтобы создать свою собственную. Анализ опыта *Southern California Edison* в разработке информационной системы, предназначенной для реагирования на предотвращения подачи электроэнергии в результате природных катаклизмов, поломки оборудования и других несчастных случаев, позволил сформулировать следующие общие рекомендации по проектированию системы [6].

- Следует заблаговременно (до наступления кризисной ситуации) сформировать кризисную группу и составить план действий на случай возникновения кризиса. В результате кризисной ситуации соответствующая информация будет направляться соответствующим лицам, ответственным за принятие решений.
- Следует заблаговременно определить объемы и типы информации, которая понадобится для принятия решений в условиях кризиса, и инвестировать деньги в технические и программные средства, чтобы быть уверенными, что данная информация поступала своевременно.
- Следует разработать информационные системы раннего предупреждения, которые будут инициировать сигналы о возникновении опасности и заранее подготовленные ответные реакции.

Когда компании инвестируют миллиарды долларов в информационные технологии (ИТ), один из вопросов, которому они должны уделить внимание, — это как эти инвестиции помогут в реализации информационного преимущества в кризисной ситуации. В конце концов, ключевой задачей эффективной информационной технологии является не наличие у каждого из сотрудников самого современного

компьютера с новейшей операционной системой, а то, что информация доставляется оперативно и без искажений во всех направлениях организации — от высшего руководства до рядовых сотрудников; от тех, кто работает на переднем крае (в эпицентре кризиса), к тем, кто наверху; и между сотрудниками на каждом уровне. Портер и Миллар включают информационные технологии в стандартную модель стратегических сил и утверждают, что инвестиции в информационные технологии могут усилить стратегические преимущества компании. На рис. 11.3 мы модифицируем их модель, чтобы можно было рассмотреть взаимосвязь с риском.

Так как информации становится все больше и доступ к ней все упрощается, проблема, с которой приходится часто сталкиваться руководителям, заключается не в том, что у них недостаточно информации, а в том, что ее слишком много и зачастую она противоречива и хаотична. Результаты исследования, проведенного в 2005 году Economist Intelligence Unit, подтвердили это, показав, что, хотя информация повсюду вокруг нас, она часто не систематизирована и сложна для принятия действий; при этом 55% из 120 опрошенных руководителей согласились, что получаемой информации даются неадекватные приоритеты. Ключом к эффективному использованию информации, когда нам приходится иметь дело с риском, является наличие механизма отбора информации, который не только отделяет надежную информацию от ненадежной, но и обеспечивает лиц, принимающих решения, инструментарием для разумного использования этой информации.

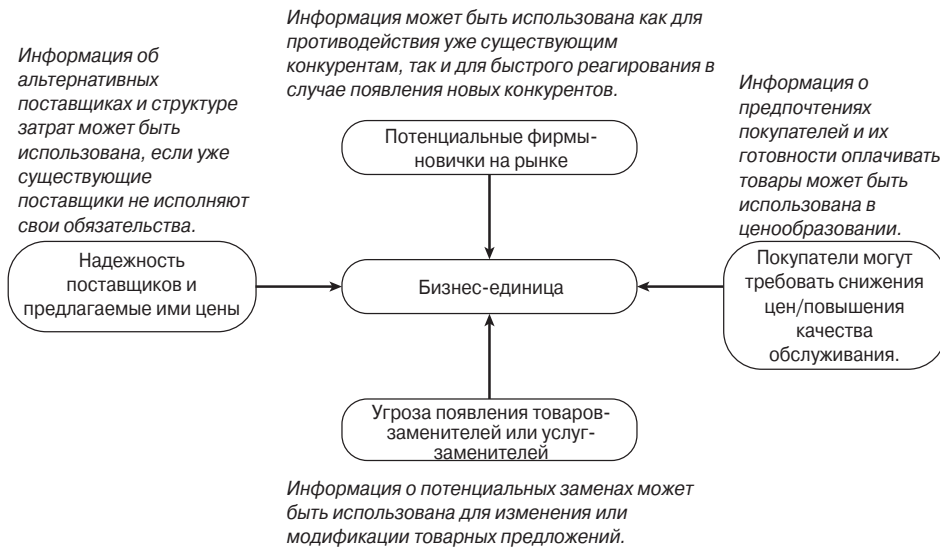


Рис. 11.3. Информационные технологии и стратегические риски

В качестве последнего замечания важно подчеркнуть, что наличие достоверной информации является одной из составляющих успешного использования риска, однако это не является достаточным или даже необходимым условием. Исследование влияния разведки в военных операциях показало, что наличие хороших разведывательных данных является фактором успеха, но только одним из факторов, и иногда армии терпели поражения, несмотря на наличие лучшей информации, чем у врага, и побеждали вопреки наличию худшей информации.

Преимущество быстроты реагирования

Когда составляются кейсы по эффективной реакции на кризисы, будь то политические или экономические, они обычно уделяют основное внимание скорости реагирования. Одной из причин того, что компании *Johnson and Johnson* удалось минимизировать ущерб, связанный с отравлением препаратом Tylenol в середине 80-х годов, было то, что компания сразу же изъяла его из продажи и провела масштабную пиар-кампанию, предупреждая потребителей о потенциальной опасности и одновременно заверяя их в том, что ситуация находится под контролем. И напротив, Федеральное агентство по чрезвычайным ситуациям было подвергнуто жесткой критике за медлительность, с которой оно реагировало на прорыв дамб в Новом Орлеане в 2005 году вследствие урагана Катрина. Действия *Johnson and Johnson* не только уменьшили ущерб от акта саботажа, но и, как следствие их реакции, вернули доброжелательность и доверие клиентов к компании; в действительности это сделало инцидент благоприятным для компании в долгосрочной перспективе.² По сути, компания на практике доказала, что любая угроза может стать и благоприятной возможностью.

Итак, от чего зависит быстрота реагирования? Одним из факторов является качество получаемой нами информации о природе угрозы и ее возможных последствиях. Информационное преимущество, о котором речь шла в предыдущем разделе, часто является ключевой составляющей быстроты реагирования. Вторым фактором является признание потенциальных краткосрочных и долгосрочных последствий рассматриваемой угрозы. Слишком часто компании, находящиеся под угрозой, реагируют на краткосрочные последствия, занимая оборонительную позицию, и либо преуменьшают потери, либо отрицают возможные риски, в то

² Со времени инцидента с Tylenol компания *Johnson and Johnson* неизменно занимает верхние строчки в рейтинге корпоративной репутации, показывая, что то, как мы реагируем на кризисы, может иметь долгосрочные последствия.

время как им гораздо больше пошло бы на пользу, если бы они были открыты по поводу опасностей и мер, направленных на защиту от них. Третьим фактором является понимание аудитории, для которой предназначен наш ответ. Компания *Johnson and Johnson* поняла, что ключевой группой, которая нуждается в убеждении, являются не аналитики, обеспокоенные финансовыми последствиями, а ее потенциальные покупатели. Вместо того чтобы преуменьшать опасность, что было бы реакцией, успокаивающей инвесторов, компания приняла решение привлечь внимание к потенциальным опасностям и мерам, которые она намерена предпринять. Хотя никто не может предложить шаблон действий для каждой компании, наиболее успешная реакция на кризис — баланс интересов акционеров, клиентов и потенциальных или фактических жертв кризисной ситуации.³

По сути, успешность преодоления нами кризиса и способность выйти из него, благодаря полученному опыту, более сильными зависят не только от скорости реакции на кризис, но и от адекватности нашей реакции. Организационная структура и культура фирм также, по-видимому, играют роль в том, насколько эффективной оказывается их реакция на вызовы. Авторы исследования, в ходе которого изучался опыт японских производителей, пришли к выводу, что фирмы, оперативно реагирующие на изменения рынка, как правило, обмениваются информацией со своими сотрудниками и партнерами и имеют небольшие команды, которым позволено принимать решения без предварительного одобрения со стороны высшего руководства фирмы. [7]

Исследование процессов принятия решений в четырех фирмах, работающих в области микрокомпьютеров, с целью выявить определяющие факторы скорости такой реакции, установило, что фирмы, добившиеся успеха, смогли совместить парадоксальные вещи. Эти успешные компании смогли принимать решения быстро, но тщательно, они имели сильных генеральных директоров, которые сотрудничали с сильными командами топ-менеджеров, и принимали инновационные и рискованные решения, в то же время обеспечивая безопасное и постепенное внедрение. [8]

³ Фирмам нередко приходится балансировать между интересами акционеров и жертв кризисов ситуации. Исследование, в котором изучались несчастные случаи, показало, что акционеры терпят убытки, когда менеджеры чрезмерно подстраиваются под интересы жертв кризисной ситуации, однако такая “подстройка” часто бывает наилучшим вариантом, когда компании оказываются замешаны в каком-нибудь скандале (и, следовательно, не могут обвинить природу или какие-то посторонние силы). Marcus A. A. and Goodman R. S. *Victims and Shareholders: The Dilemma of Presenting Corporate Policy During a Crisis*. *Academy of Management Journal*, vol. 34, 1991, p. 281–305.

Преимущество опыта и знаний

Несмотря на то что все кризисы отличаются друг от друга, наличие опыта подобных кризисов в прошлом может дать нам преимущества. Например, в экономиках с высокой и волатильной инфляцией фирмы вырабатывают повторяющиеся механизмы, от гибкой ценовой политики до трудовых соглашений, привязанных к изменяющейся инфляции. Так, этими фирмами может быть преодолен скачок инфляции, являющийся разрушительным для конкурентов с более зрелых рынков (со стабильной инфляцией). Аналогично фирмы, действующие в странах с частой девальвацией валюты или волатильностью реальной экономики, организуют свою работу таким образом, что позволяет им переживать эти кризисы.

Насколько важен опыт преодоления кризисов? Исследование политических кризисов, в котором изучались такие разнообразны лидеры, как Талейран, Веллингтон, Бисмарк, Меттерних и Громыко, чье руководство захватывало десятилетия и множество кризисов, приводит к выводу, что их длительное пребывание на посту улучшило их качества как кризис-менеджеров. [9] Исследование процессов принятия решений членами советов директоров в различных условиях показывает, что решения принимаются быстрее, если люди, принимающие решения, более опытные. [10] Наконец, исследование деятельности Международного валютного фонда (МВФ) в качестве кризисного менеджера с момента его основания в 1944 году и до кризиса песо, поразившего Мексику в 1994 году, нашло подобный тренд к улучшениям, когда организация училась на собственных ошибках в первых кризисах для улучшения своих действий в последующих кризисах. Подводя итог, можно сказать, что опыт, приобретаемый как на индивидуальном, так и на институциональном уровне, ведет к повышению качества и скорости принятия решений при столкновении с риском.

Каким образом может приобрести такой опыт фирма, которая не работает в нестабильной обстановке и таким образом не имеет подобной истории? Существует, по меньшей мере, три способа.

- Она может сделать это болезненным способом: выходить на новые и непривычные для себя рынки, подвергать себя новым рискам и учиться на собственных ошибках. Это путь, который выбрали многие транснациональные компании, выходя на развивающиеся рынки. *Citigroup*, *Nestle* и *Coca Cola* представляют собой яркие примеры компаний, успешно применивших такую стратегию. Этот процесс может занять десятилетия, но опыт, полученный самостоятельно, часто не только менее затратен, но и поистине бесценен.
- Второй способ заключается в приобретении фирм на малознакомых рынках и использовании их знаний и персонала. В последние годы этот путь

используют многие компании развитых стран для быстрого выхода на развивающиеся рынки. Однако такая стратегия таит в себе немало опасностей, начиная с факта, что компании приходится платить премию при поглощении, и продолжая сложностями после слияния фирм с двумя очень различающимися культурами. По сути, при наихудшем сценарии развития событий все заканчивается тем, что транснациональные компании создают на новых рынках собственные клоны, теряя те самые таланты и опыт, которые они хотели получить в первую очередь. Свидетельства показывают, что вследствие этих и других факторов подобные поглощения имеют большую вероятность провалиться, чем привести к успеху.⁴

- Третий и, возможно, промежуточный способ — это попытаться перенять или разделить опыт фирм, которые уже сталкивались с данными рисками. В первых, можно принять на работу руководителей или сотрудников, имеющих опыт преодоления кризисов, а во-вторых, можно создать совместные предприятия. В 2006 году компания *eBay* продемонстрировала пример второго варианта, заменив свой главный веб-сайт в Китае, обремененный убытками и операционными проблемами, на сайт под управлением пекинской компании *Tom Online*. Когда *eBay* вышла на китайский рынок в 2002 году, она использовала свою стандартную технологическую платформу и принятие практически всех решений было сосредоточено в Соединенных Штатах, но компания обнаружила, что она не в состоянии быстро адаптироваться к разнообразию и скорости изменений на рынке. Знание компанией *Tom Online* особенностей рынка и ее умение быстро адаптироваться к переменам были теми достоинствами, которыми *eBay* надеялась воспользоваться в их совместном предприятии.

Даже в рамках отдельных рынков важность знаний и опыта может сильно варьироваться в зависимости от отрасли. Профессиональные сервисные компании, такие как управленческий консалтинг, инвестиционные банки и рекламные агентства, базируются на знаниях и опыте, накопленных на протяжении времени. Они

⁴Исследования, посвященные поглощениям зарубежных фирм, нашли, что в таких случаях высок процент неудачных исходов. Исследование поглощений компаниями США зарубежных фирм показало, что они стабильно приводят к меньшей прибыли и операционной эффективности, чем национальные поглощения. См., например, Moeller S. B. and Schlingemann F. P. *Global Diversification and Bidder Gains: A Comparison Between Cross-Border and Domestic Acquisitions*. Journal of Banking and Finance, vol. 29, 2005, p. 533–564. Аналогичные результаты были получены в отношении британских (Chatterjee R. and Aw M. *The Performance of UK Firms Acquiring Large Cross-Border and Domestic Takeover Targets*. Judge Institute of Management Studies Research Paper WP07/00, Cambridge, United Kingdom, 2000) и канадских компаний (Eckbo B. E. and Thorburn K. S. *Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 35 (1), 2000, p. 1–25).

используют накопленные знания для того, чтобы привлечь больше клиентов и обеспечить более высокое качество услуг. По сути, управление знаниями (Knowledge Management) — это анализ того, как наилучшим способом использовать эти накопленные “ноу-хау” и опыт на растущих и волатильных рынках как конкурентное преимущество.⁵ Чтобы проиллюстрировать, как фирмы сочетают накопленные знания с достижениями в области информационных технологий, рассмотрим систему Knowledge Online (KOL), разработанную консалтинговой фирмой *Booz Allen & Hamilton*. Эта система собирает так называемую “лучшую практику” и обеспечивает к ней доступ наиболее опытных консультантов фирмы и интегрирует идеи экспертов компании таким образом, чтобы они могли быть использованы у разных клиентов с целью получения преимуществ от обучения на протяжении времени.

Преимущество наличия ресурсов

Наличие ресурсов для успешного преодоления кризиса может дать компании значительное преимущество над ее конкурентами. Рассмотрим, например, обвал рынка, случившийся в Аргентине в 2001 году, когда эта страна объявила о дефолте по своим внешним долгам и финансовые рынки в стране, по сути, закрылись. Компании, которые предвидели такую ситуацию и аккумулировали значительные балансы наличности и ликвидные активы до кризиса, смогли не только выжить, но и приобрести активы своих конкурентов, находящихся в более отчаянной ситуации, из расчета нескольких центов за доллар. Иллюстрируя двухуровневую систему, которая сложилась на многих развивающихся рынках, аргентинские компании с американскими депозитарными расписками могли использовать свой сохранившийся доступ к капиталу для установления преимущества над своими чисто национальными конкурентами. Обладание наличными средствами или доступом к капиталу оказалось решающим фактором успеха в данном кризисе. Чтобы справиться с риском, фирмы могут воспользоваться и другими ресурсами, в том числе человеческим капиталом. Инвестиционный банк, имеющий более опытных и здравомыслящих трейдеров, находится в лучшей позиции при преодолении кризиса на своих основных торговых рынках и, возможно, даже получает прибыль от этого риска.

Связь между доступом к капиталу — либо посредством рынков, либо в результате наличия крупных объемов денежных средств — и выживанием во время кризисов

⁵ Результаты опросов консалтинговых фирм показывают, что очень высокий процент таких фирм пытается создавать системы управления знаниями, объединяющие в себе последние достижения информационных технологий с опытом и знаниями людей, работающих в этих фирмах.

хорошо установлена. Исследование компаний с развивающихся рынков, выпустивших депозитарные расписки на фондовых биржах Соединенных Штатов, показало, что возросший доступ к рынкам капитала позволил этим фирмам чувствовать себя более свободно при принятии инвестиционных решений и быть менее чувствительными к колебаниям год от года своих денежных потоков [11]. Кросс-листинг этих компаний приводил также к повышению цены их акций. Аналогично результаты исследования баланса наличности в компаниях свидетельствуют о том, что денежная наличность оказывается большей у более рискованных компаний, действующих в более нестабильных экономических условиях, выполняя главным образом функции защиты от риска [12].

Каким образом компании могут получить преимущество с точки зрения доступа к капиталу? Для частных компаний такое преимущество можно получить, если они станут публично торгуемыми компаниями. Для публично торгуемых компаний больший доступ к капиталу может быть получен от расширения базы инвесторов за счет включения иностранных инвесторов (при регистрации на зарубежных фондовых биржах или при выпуске депозитарных расписок) и за счет расширения своего долгового финансирования — от банковских кредитов до включения корпоративных облигаций. Следует учесть, что такое расширение доступа к капиталу влечет за собой соответствующие затраты. Для владельцев частных компаний такой платой может быть потенциальная утрата контроля над компанией в результате публичного акционирования, тогда как листинг на зарубежных фондовых биржах, особенно когда речь идет о компаниях с развивающихся рынков, может повысить необходимость и стоимость раскрытия информации, а также вызвать необходимость повышения качества корпоративного управления. Аналогично, если держать большой баланс наличности, то это может повлечь за собой дополнительные издержки для компании в некризисные периоды; баланс наличности будет обеспечивать низкую (хотя и безрисковую) доходность и может увеличить вероятность поглощения этой компании.

Гибкость

В 20–30-е годы прошлого столетия компании *Ford* и *General Motors* начали продолжавшуюся десятилетия борьбу за доминирование в автомобилестроительной отрасли. В то время как Генри Форд представил Ford Model T, доступный только в одном цвете (черном) и одной модификации, и получил преимущества экономии масштаба, *General Motors* избрала другую стратегию. Компания сделала акцент на более адаптируемой конструкции автомобиля и сборочном конвейере, который мог быть быстро

перестроен в ответ на меняющиеся потребности клиентов.⁶ Гибкость, которой доби- лась таким образом *General Motors*, позволила им выиграть битву с *Ford* и обеспечить доминирование в автомобилестроительной отрасли на несколько десятилетий вперед. По иронии судьбы, когда в 2004-2005 годах подскочили цены на нефть и *Ford* и *General Motors* пытались изо всех сил убедить клиентов продолжать покупать существующие модели внедорожников, мини-вэнов и прочих “пожирателей бензина”, *Toyota* смогла модифицировать свои производственные процессы, чтобы ускорить вывод своей ги- бридной новинки — *Toyota Prius* — и сделать себя самой прибыльной автомобиле- строительной компанией в мире. В обоих случаях способность быстро модифициро- вать производственные, операционные и маркетинговые процессы оказалась решаю- щим фактором в умении компании получать преимущества от риска.

Хотя гибкое реагирование на изменяющиеся обстоятельства может быть стан- дартным преимуществом, оно может принимать разные формы. Для некоторых фирм это могут быть производственные мощности, которые можно оперативно пе- рестраивать для производства модифицированных продуктов, лучше отвечающих потребностям клиентов; это — преимущество, которое *General Motors* в 20-е годы прошлого столетия и *Toyota* в 2005 году использовали для увеличения доли рынка и прибыли. Как альтернативный вариант, фирмы, располагающие производствен- ными мощностями в нескольких странах, могут переносить производство из одной страны в другую, если сталкиваются с рисками или возросшими расходами. [13] Для других фирм гибкость может быть получена за счет сохранения постоянных затрат на низком уровне, что позволяет им быстро приспосабливаться к изменяющимся обстоятельствам; бюджетные авиакомпании, от *Southwest Airlines* до *Ryanair*, исполь- зовали такую финансовую гибкость для получения преимущества над своими кон- курентами более обремененными издержками. Как и в случае других конкурентных преимуществ, которые облегчают принятие фирмами риска, за гибкость приходит- ся платить. Фирме, которая применяет более открытый и гибкий операционный или производственный процесс, возможно, придется вначале заплатить за разработку этих процессов или столкнуться с более высокими затратами в расчете на единицу, чем у фирмы с более жестким производственным процессом, который обеспечи- вает большую экономию масштаба. Например, авиакомпания *Southwest Airlines* пошла на уменьшение выручки из-за использования региональных аэропортов (таких, как

⁶ CEO *General Motors* Альфред Слоун (Alfred Sloan) ввел понятие динамического устаревания, когда дизайн и характеристики продукта менялись каждый год для отражения меняющихся клиентских вкусов и влияния на потребителей. В то же время он также нанял на работу Харлея Эрла (Harley Earl), гениального конструктора, который изобрел “стилевой мост”, позволяющий различным моде- лям разделять одну конструкцию, таким образом уменьшая затраты и время на разработку.

Айлип в Нью-Йорке и Бербэнк в Лос-Анджелесе) для получения гибкости в затратах и составлении расписания с целью получения преимущества над своими более традиционными конкурентами в области авиаперевозок. Стоимость, создаваемая сохранением гибкости с целью возможности менять производственные планы и входить и выходить из бизнеса, всесторонне исследована в литературе, посвященной реальной опционам и подробно представленной в главе 8.

В конце 90-х годов специалисты по корпоративным стратегиям, возглавляемые Клейтоном Кристенсеном из Гарвардского университета, выдвинули идею *разрушительных инноваций*, т.е. инноваций, которые фундаментально изменяют способ ведения бизнеса. Они утверждали, что устоявшиеся компании, которые получают прибыль от устоявшихся технологий, находятся в менее выгодном положении по сравнению с фирмами-новичками. [14] Кристенсен выделил два типа разрушений: разрушение нижнего сегмента, нацеленное на клиентов, которые не нуждаются в характеристиках, представляющих ценность для клиентов в верхнем сегменте (и не желают платить более высокую цену), и разрушение нового рынка, нацеленное на клиентов, которые не обслуживаются существующими компаниями. Чтобы проиллюстрировать это положение, Клейтон Кристенсен воспользовался примером компаний, занимающихся производством компьютерных дисководов, и представил процесс, посредством которого новая технология в пять этапов (показанных на рис. 11.4) вытесняет существующую технологию.



Рис. 11.4. Разрушительная технология

Идея Кристенсена была провокационной, поскольку она предполагала, что прошлые успехи в бизнесе могут обернуться против компании, которая пытается приспособиться к новой технологии или к изменениям способа ведения бизнеса. Сторонники школы разрушительной технологии могли также поддержать свои аргументы, указав

на развитие интернет-компаний в 90-е годы и неспособность традиционных компаний составить конкуренцию фирмам-новичкам. Компания *Amazon.com* смогла отобрать бизнес у традиционных компаний розничной торговли, поскольку ей удалось полностью сконцентрироваться на торговле через Интернет, тогда как ее традиционным конкурентам приходилось учитывать издержки, создаваемые для уже существующего бизнеса. В качестве другого примера разрушительной технологии рассмотрим развитие Университета Феникса, интернет-университета, ориентированного на работающих людей, которые хотят получить университетское образование при относительно невысоких затратах (как времени, так и денег). Его устоявшиеся конкуренты (традиционные университеты) слишком много инвестировали в традиционные формы обучения и полагают, что образование, получаемое через интернет-университет, будет низкокачественным, по сравнению с их собственными предложениями, чтобы составить конкуренцию. Интересным вопросом является то, смогут ли интернет-университеты использовать технологии для создания реальной конкуренции университетам на их собственном поле и в конечном итоге победить их.

Несмотря на то что вывод из исследований разрушительных технологий является печальным для устоявшихся компаний, некоторые из них научились процветать, даже когда менялись рынки, продукты и технологии. Исследовав 66 потребительских рынков, а также компании, которым удалось выжить на этих рынках, и компании, которые потерпели неудачу, Теллис и Гольдер пришли к выводу, что существовавшие компании, которым удалось выжить и победить конкурентов-новичков, имеют ряд общих характеристик: они высоко ценят инновации, охотно берутся за решение сложных задач и готовы принести в жертву существующие продуктовые линейки для вывода на рынок новых продуктовых линеек. [15] В качестве примера первого типа компаний Теллис и Гольдер приводят *Procter & Gamble*, *Intel* и *Microsoft*. Для второго типа компаний они указывают на готовность компании *Gillette* сократить существующий собственный рынок бритвенных принадлежностей, выпустив новые лезвия для бритья. Альтернативный путь к успеху был продемонстрирован компанией *Apple Computers* и ее успехом с iTunes — очевидно разрушительной технологией, которая произвела переворот в традиционном бизнесе торговли музыкальными записями и iPod. Во-первых, *Apple* решила нацелиться на бизнес, не входящий в ее традиционную сферу, сократив таким образом издержки на уже существующий бизнес; *Apple*, в основном, специализировалась на производстве компьютеров и программного обеспечения, когда решила заняться музыкальным бизнесом. Во-вторых, *Apple* создала независимую группу iTunes для принятия решений по музыкальному бизнесу, которая не была подвержена влиянию истории, культуры или экономических соображений, специфиче-

ских для ее компьютерного бизнеса. По сути, *Apple* создала внутри себя небольшую независимую компанию, которая обладает инновационным рвением и энергией, в то же время сохраняя ресурсы гораздо более крупного предприятия.

Создание организации, готовой принимать риск

Фирмы, которые получают преимущества в результате принятия риска, добиваются этого не по воле случая. В действительности успешные рискующие организации имеют нечто общее. Во-первых, они успешны в приведении во взаимное соответствие интересов лиц, принимающих решения (руководителей), и владельцев компании (акционеров), в результате чего фирмы подвергают себя желательным рискам и в силу обоснованных причин. Во-вторых, они выбирают соответствующих людей для данной задачи; некоторые люди реагируют на риск лучше, чем другие. В-третьих, механизмы поощрения и наказания в этих фирмах разработаны для наказания за необоснованный риск и поощрения за разумный риск. Наконец, культура таких организаций приветствует разумное принятие риска и соответствующим образом структурирована. В данном разделе мы подробно рассмотрим все четыре перечисленных аспекта.

Корпоративное управление

Если и существует ключ к успешному принятию риска, то это гарантирование того, что люди, ответственные за принятие фирмой риска или за ответ на риск, принимают свои решения с единой целью — повысить стоимость компании. Если интересы лиц, принимающих решения, не находятся в соответствии с интересами владельцев фирмы, то неизбежно эта фирма будет подвергаться рискам, которым она не должна подвергаться, и будет избегать риски, которые она должна эксплуатировать. В крупных публично торгуемых компаниях это может оказаться непростой задачей. Интересы высшего руководства могут расходиться с интересами менеджеров среднего звена, при этом и те и другие могут действовать в целях, значительно отличающихся от целей акционеров и кредиторов компании.

В последние годы мы наблюдаем все более развивающиеся дебаты по поводу корпоративного управления и его важности для будущего бизнеса. В частности, сторонники сильного корпоративного управления утверждают, что усиление контроля со стороны акционеров и совета директоров за действиями руководителей дает возможность переменить ситуацию в плохо управляемых фирмах и, следовательно,

действует во благо общества. В этом обсуждении корпоративного управления имеется также составляющая, связанная с риском. На одном конце спектра находятся фирмы, руководители которых не владеют или владеют малой долей своей компании и принимают решения для продвижения своих собственных интересов. В таких фирмах часто наблюдается отрицательное отношение к любым рискам, так как эффект для лиц, принимающих решения, будет мал при положительных последствиях принятия риска (из-за ограниченного владения акциями компании или его отсутствия) и будет велик при отрицательных последствиях (они могут быть уволены, если риск себя не оправдает). Сравнение банков, контролируемых акционерами, с банками, контролируемыми менеджментом, показало, что банки, контролируемые акционерами, чаще идут на риск [16]. В целом, менеджеры, владеющие незначительными пакетами акций своей фирмы, не только исповедуют более консервативный подход к инвестированию, но и склонны к меньшим заимствованиям и хранению большего запаса наличности. На другом конце спектра находятся фирмы, руководители которых и ключевые лица, принимающие решения, имеют значительную часть акций своей компании. Такие фирмы, менеджеры которых владеют значительной частью акций компании и определяют ее действия, также склонны к принятию риска в гораздо меньшей степени, чем следовало бы. Это объясняется тремя причинами.

- Ключевые люди, принимающие решения, имеют в компании большую долю благосостояния, чем инвесторы, диверсифицирующие свои риски. Следовательно, они гораздо больше заботятся о возможных последствиях важных решений и склонны к большим сомнениям при принятии риска. Эта проблема усугубляется, если права голосования сосредоточены, главным образом, в руках руководителей фирмы.
- Руководители компании, являющиеся ее инвесторами и перенаправляющие ресурсы компании в собственные карманы, ведут себя подобно кредиторам и поэтому не обнаруживают особой склонности к риску. Иными словами, они опасаются рисков, которые могут подвергнуть опасности их привилегированное положение в компании.
- Фирмы в странах, где инвесторы не имеют достаточной силы, склонны полагаться для получения финансирования на банки вместо рынков капитала (акций или облигаций), а банки ограничивают возможности принятия риска.

Связь между корпоративным управлением и принятием риска существует не только на интуитивном уровне, но и подкрепляется свидетельствами. В ходе исследования, которое охватило 5 452 фирмы в 38 странах, изучалась связь между принятием фирмами риска и корпоративным управлением. При этом риск определялся в виде

отношения стандартного отклонения EBITDA на протяжении времени к суммарным активам, и затем эта величина соотносилась с показателями корпоративного управления [17]. Фирмы, которые имеют меньший контроль изнутри и действуют на рынках, где инвесторам обеспечивается большая защита (т.е. с высокой степенью корпоративного управления), склонны к принятию на себя большего риска в своих действиях. Эти результаты подкрепляются исследованиями семейного бизнеса (т.е. публично торгуемых компаний, которые контролируются и управляются основателями их семьями). При проверке того, какое влияние на фирмы оказывает кризис, изучалась ситуация в корейских фирмах после финансового кризиса, разразившегося в Корее в 1997 году. Результаты этого исследования показали, что в фирмах с более высокой концентрацией собственности в руках иностранных инвесторов наблюдалось меньшее снижение стоимости, чем в фирмах с высокой концентрацией собственности в руках инсайдеров и членов семей-основателей. Этот результат предполагает, что последние реагируют на риск не столь эффективно, как первые. [18]

С учетом того, что неготовность к принятию риска отмечается на обоих концах этого спектра владения фирмой, необходим поиск оптимального баланса. Рис. 11.5 иллюстрирует связь между структурой владения компанией и принятием риска.

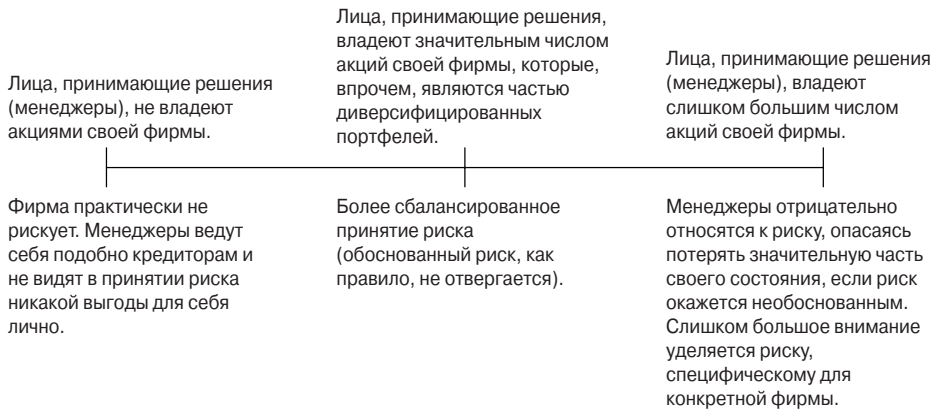


Рис. 11.5. Корпоративное управление и готовность к принятию риска

Таким образом, оптимальная структура корпоративного управления для фирмы, готовой рисковать, требует, чтобы лица, принимающие решения, были вовлечены в акционерный капитал этой фирмы и их портфели были диверсифицированными, что трудно сбалансировать, так как одно часто исключает другое. Венчурный капитал и фонды прямых инвестиций, входящие в капитал молодых,

быстрорастущих фирм, — возможно, самое близкое, что мы имеем к идеалу. Они инвестируют значительные суммы в быстрорастущие, высокорискованные компании и распределяют свои вложения между многими компаниями, что обеспечивает им преимущества, присущие диверсификации.

Персонал

Никакие в мире курсы по кризисному управлению и анализу рисков не в состоянии подготовить нас к реальным событиям. Сталкиваясь с кризисами, одни паникуют, другие замирают, а некоторые добиваются успеха и становятся более эффективными менеджерами. Умение сохранять трезвость мышления в то время, как другие теряют голову, является уникальным качеством, которому нельзя легко научить. Мы хотим, чтобы именно эти люди принимали решения во время кризисов. Компании, которые справляются с наймом таких людей и удерживают их у себя, склонны лучше переживать риск и получают преимущество над своими конкурентами.

Для того чтобы понять, какие характеристики присущи эффективному кризис-менеджеру, вероятно, лучше всего рассмотреть, почему люди часто принимают плохие решения, сталкиваясь с риском. Исследуя это явление, Канеман и Ловалло указывают на три причины, которые ведут к принятию плохих решений в ответ на риск. [19]

- **Боязнь убытков.** В ситуации, которая рассматривалась в главе 4, отмечалось, что, принимая решения, люди придают большее значение убыткам, чем эквивалентному выигрышу. Следовательно, пассивное поведение предпочтительно активному и сохранение статус-кво предпочтительно альтернативам, поскольку боязнь убытков ведет к избеганию рисков.
- **Почти пропорциональная зависимость.** Неприятие людьми риска, судя по всему, носит характер линейной зависимости. Иными словами, денежный эквивалент, который они требуют за 50-процентный шанс выигрыша \$100, возрастает почти пропорционально увеличению суммы выигрыша до 1 000, 10 000 или даже \$100 000.⁷ Это поведение не согласуется ни с какой разумной функцией неприятия риска, поскольку пропорция денежного эквивалента должна гораздо значительно уменьшаться при увеличении размера ставки. В разрезе

⁷ Например, человек, который согласен заплатить \$20 за 50-процентный шанс выиграть \$50, также согласен заплатить примерно \$200 за 50-процентный шанс выиграть \$500 и \$2000 — за 50-процентный шанс выиграть \$5000. Канеман и Ловалло указывают, что такое масштабирование не является идеально пропорциональным, но достаточно близко, чтобы вызвать вопросы относительно рациональности.

принятия решений это подразумевает, что менеджеры не способны соответствующим образом различить небольшие риски (которые могут быть проигнорированы) и крупные риски (которые не могут быть проигнорированы).

- **Узкие рамки решений.** Лица, принимающие решения, склонны рассматривать проблемы одну за другой, вместо того чтобы рассматривать их в связи с другими неопределенными ситуациями, с которыми они, возможно, сталкиваются сейчас или столкнутся в будущем. Это подразумевает, что портфельный эффект серии рискованных решений не учитывается в полной мере при обособленной оценке каждого решения.

Подводя итог, можно сказать, что менеджеры испытывают проблемы, реагируя на риск, потому что вероятность убытков вызывает перекося в их процессе принятия решений, они не могут отделить небольшие риски от больших и не способны учитывать совокупный эффект рискованных решений.

Таким образом, лица, эффективные в принятии риска, обладают набором качеств, которые кажутся взаимоисключающими. Они реалисты, которым в то же время удается быть оптимистами. Они склонны быть реалистичными в своих оценках успеха и неудачи и уверены в своей способности справиться с последствиями. Они допускают возможность потерь, но не сокрушаются по этому поводу; другими словами, они не допускают, что потери исказят их процессы принятия решений. Они способны видеть перспективу и общую картину ситуации, даже когда глубоко погружены в детали кризиса. В разрезе принятия решений они создают широкую структуру решений и фокусируются на тех деталях, которые могут иметь значительные последствия. Наконец, они могут принимать решения в условиях ограниченной и часто неполной информации (что обычно в кризисных ситуациях) и делать разумные предположения относительно недоступной им информации.

Как компании могут найти и удержать таких людей? Во-первых, процесс найма должен быть настроен на поиск таких кризисных менеджеров и должен включать некий показатель того, как потенциальные кандидаты будут реагировать на ситуации, в которых им придется принимать рискованные решения. Некоторые инвестиционные банки, например, проводят тестирование кандидатов, в ходе которого кандидатам приходится принимать решение в специально моделируемых условиях, и отмечают, как кандидаты ведут себя в условиях стремительно падающего рынка. Во-вторых, лица, эффективно принимающие риск, часто не являются идеальными сотрудниками в стабильных условиях. В действительности, именно те качества, которые делают этих людей эффективными в принятии риска, могут сделать их проблемными личностями в другие периоды. В-третьих, сложно удер-

живать эффективных в принятии риска менеджеров, когда окружающая среда не предоставляет достаточного вызова их умениям и навыкам; весьма вероятно, что им станет скучно и они уйдут. Наконец, эффективные в принятии риска менеджеры склонны проявлять все свои способности, когда окружены подобными себе; введение их в группу более уравновешенных корпоративных сотрудников может заставить их быстро покинуть компанию.⁸

Механизмы вознаграждения/наказания

После того как мы привели в соответствие интересы лиц, принимающих решения, и интересы акционеров фирмы и наняли менеджеров, эффективных в условиях риска, мы должны откалибровать механизмы поощрения и наказания таким образом, чтобы вознаграждать поведение, связанное с разумным отношением к риску, и наказывать неразумное поведение по отношению к риску. Это гораздо труднее, чем кажется, поскольку сущность принятия риска заключается в том, что мы теряем некоторое или даже значительное количество времени. Следовательно, любая система, ориентированная исключительно на конечный результат, обречена на неудачу. Так, инвестиционный банк, который выплачивает вознаграждение своим трейдерам на основе прибылей и убытков для фирмы, которые они получили в результате торгов, может выплатить крупные бонусы трейдерам, которые плохо оценивали риск, но которым повезло в соответствующий период, и наказывать трейдеров, которые сделали разумные ставки на риск, но проиграли. Хотя это, может быть, сложно реализовать на практике, но эффективная компенсационная система таким образом должна будет учитывать как процессы, так и результаты. Иными словами, трейдер, который более тщательно отслеживает все риски и проявляет разумность в принятии этих рисков, заслуживает большего поощрения, чем трейдер с хаотической практикой торговли и отсутствующим или недостаточным объяснением торговой стратегии, даже если последний более успешен.

Практическое воплощение этих концепций вознаграждения может быть непростым делом. Три прошедших десятилетия фирмы Соединенных Штатов экспериментировали с разными типами систем вознаграждения, чтобы улучшить процесс принятия рисков и противодействовать тому факту, что менеджеры,

⁸ Возможно, это может объяснить, почему склонность к риску географически сконцентрирована в небольших частях мира, например, Силиконовая долина в Калифорнии является классическим примером. В то время как высокотехнологичные компании растут повсюду в мире, Силиконовая долина неизменно привлекает диспропорционально большую долю инженеров-новаторов и разработчиков компьютерных программ.

предоставленные сами себе, склонны к неприятию риска и отказываются от выгодных рискованных инвестиций. В сущности, именно неприятие менеджерами риска было предложено в качестве объяснения слияний фирм в конгломераты и чрезмерного хеджирования риска [20, 21]. Компании сначала добавили к фиксированной заработной плате основанные на прибыльности бонусы, чтобы побудить менеджеров принимать больше позитивного риска, но они обнаружили, что более высокая прибыльность за период не всегда согласуется с более эффективным принятием риска или с повышением стоимости фирмы. Начиная с 70-х годов компании переключились на вознаграждение менеджеров, основанное на акциях, при этом предоставление акций компании было наиболее распространенной формой. Существуют неоднозначные свидетельства относительно того, увеличивает ли вознаграждение, основанное на акциях, принятие риска среди менеджеров. Хотя некоторые ранние исследования предполагают, что вознаграждение акциями может привести к чрезмерному инвестированию менеджерами в компании и, следовательно, к их большему неприятию риска, менее давнее исследование изменений законов штата Дэлавер о поглощениях привело к выводу, что принятие риска меньше, когда менеджеры не вознаграждаются акциями. [22, 23]

В 90-е годы движение в сторону вознаграждения акциями ускорилось, сместившись в сторону опционов на акции. Поскольку стоимость опционов повышается с ростом волатильности, некоторые опасались, что это приведет к чрезмерному принятию риска, поскольку вполне вероятно, что некоторые рискованные действия могут привести к ухудшению положения фирм, повысив в то же время стоимость опционов. В действительности, вознаграждение, основанное на опционах, может влиять на множество различных аспектов корпоративных финансов, в том числе на политику финансирования и выплаты дивидендов; менеджеры, чье вознаграждение привязано к опционам, могут с меньшей вероятностью увеличивать дивиденды или выпускать новые акции, поскольку эти действия могут привести к снижению цены акций и, следовательно, к снижению стоимости их опционов. [24] Результаты исследования связи между склонностью к принятию риска и вознаграждением опционами не позволяют прийти к однозначному выводу. Несмотря на то что некоторые исследования не обнаруживают заметного повышения в принятии риска, другие установили существование связи. [25] Результаты исследования нефте- и газопроизводителей показали, что фирмы, в которых менеджеры вознаграждаются опционами на акции, в большей степени склонны к рискованным операциям разведки новых месторождений и в меньшей степени — к хеджированию риска цен на нефть. [26] Анализ поведения СЕО в период с 1992 по 1999 год также показал, что повышенные опционные выплаты приводят к повы-

шенной волатильности цен акций в последующие годы, хотя величина такого повышения достаточно умеренна. [27] К этому следовало бы сразу же добавить, что в самом по себе повышении склонности к принятию рискованных решений нет ничего плохого, поскольку именно для этого и разработана система компенсации труда акциями. Однако и в этих и в других исследованиях содержится мало подтверждений того, что дополнительное принятие рискованных решений улучшает операционную эффективность или ведет к повышению цены акций. [28]

В настоящее время дискуссии ведутся вокруг выбора оптимального сочетания доли акций и традиционной компенсации для предложения менеджерам, чтобы оптимизировать принятие рискованных решений. Если опционы стимулируют чрезмерно большое принятие риска, а обладание акциями фирмы — чрезмерно малое, существует ли какая-то другая компенсационная система, которая могла бы стимулировать оптимальную величину? Рис. 11.6 иллюстрирует процесс балансирования.

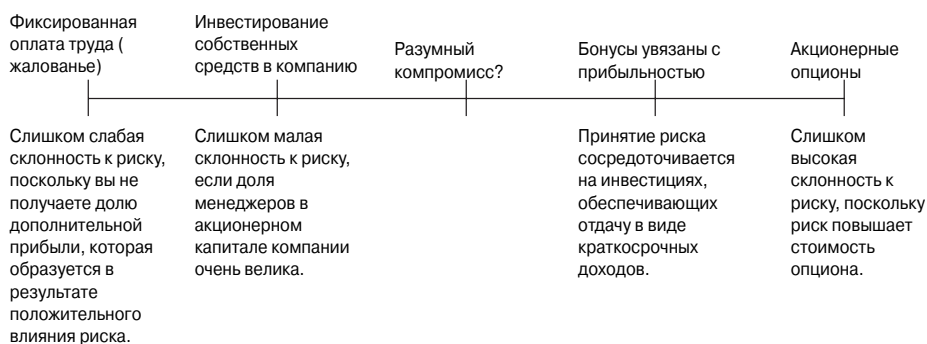


Рис. 11.6. Компенсационная система и принятие риска

По мере ужесточения правил ведения бухгалтерского учета по отражению выплаты опционов сотрудникам, все больше фирм экспериментирует с акциями с ограничением в обращении (ограничения применяются к продаже акций в течение определенного периода после их получения), однако неясно, обеспечит ли это приемлемое решение. В конце концов, стандартный выпуск акций, акции с ограничением в обращении и опционы разделяют общую характеристику: они вознаграждают за результат, а не за процесс; успех приводит к большому выигрышу, а поражение — нет. Как указывалось выше, разумное принятие риска иногда заканчивается неудачей. Если целью является поощрение поведения по оправданному принятию риска и наказание за неоправданное поведение, вне зависимости от последствий, мы оказываемся к этой цели не ближе, чем были три десятка лет тому назад.

Размеры, структура и культура организации

Система компенсации труда представляет собой только одну часть большой картины. Организации могут мотивировать или демотивировать риск в зависимости от того, насколько они велики и как структурированы. Кроме того, культура организации может стимулировать или сдерживать принятие риска. Несмотря на то что, по крайней мере, один из этих аспектов (размеры организации) может казаться вне возможностей влияния компании, существует ряд способов, посредством которых она может придти к неординарным решениям..

Связь между размером фирмы и ее возможностями к принятию риска достаточно широко обсуждалась и исследовалась. Ранее в этой главе мы отмечали недостаток устоявшихся компаний, которые сталкиваются с разрушительной технологией; поскольку они очень много инвестировали в создание статус-кво, склонны медленно реагировать на любые вызовы этому статус-кво. На первый взгляд, небольшие фирмы должны быть более склонны к инновациям и риску, чем крупные компании, поскольку они могут меньше потерять и больше выиграть в результате кардинального изменения устоявшихся способов ведения бизнеса. Свидетельства, однако, указывают, что связь между размерами фирмы и принятием риска более чем неоднозначна. Исследование небольших и крупных авиакомпаний показало, что хотя небольшие авиакомпании более динамичны и более склонны инициировать конкурентные вызовы (и таким образом поддерживают гипотезу “большого принятия риска”), они менее восприимчивы к конкурентным вызовам, чем крупные авиакомпании. Если суммировать, используя спортивную терминологию, то можно сказать, что небольшие авиакомпании лучше в игре в нападение, а крупные авиакомпании лучше в игре в обороне. [29] Оптимальным вариантом было бы поощрение поведения по принятию риска, характерного для небольшой фирмы с защитными возможностями крупной фирмы. Эксперимент компании *Apple* с iTunes, о котором упоминалось ранее в этой главе, может быть одним из способов достижения такого сочетания качеств.

Чтобы понять значение организационной структуры, вернемся к рассмотрению двух конкурентных преимуществ, которые позволяют фирмам достигать успеха в принятии риска: своевременная и достоверная информация и оперативное реагирование. Хотя это может быть широким обобщением, фирмы с более горизонтальной организационной структурой, как правило, лучше в обработке информации и быстром реагировании, чем более иерархические организации. Показательно, что инвестиционные банки, действующие на рынках, постоянно подвергающихся риску, имеют плоские иерархические структуры, когда трейдеры-новички находятся в тесном контакте с управляющими директорами. И напротив, коммерческие банки, действующие в более уравновешенной среде, культивируют многоуровневые иерархические структуры,

когда сотрудник низкого ранга может провести всю свою карьеру, ни разу не столкнувшись с топ-менеджерами банка. Связанным вопросом является то, насколько сильны разделения внутри организации. В организациях, которым приходится иметь дело с риском на постоянной основе, линии между разными функциями и подразделениями фирмы, как правило, проведены менее отчетливо, поскольку реагирование на риск требует от них сотрудничества и выработки соответствующих действий. И напротив, организации, которым не приходится часто сталкиваться с кризисами, склонны иметь более жесткое разделение между различными подразделениями бизнеса.

Следует также отметить, что существовавший в 60–70-е годы прошлого столетия среди многих компаний тренд к диверсификации, создавший такие конгломераты, как *ITT*, *GE* и *Gulf Western*, мог действовать против принятия риска. Признавая, что эта составляющая корпоративной стратегии потерпела неудачу, Майкл Портер объяснил сокращение расходов на исследования и разработки присутствием крупных диверсифицированных корпораций. [30] Исследование корпоративных инвестиций в исследование и разработки показали, что конгломераты проявляют меньшую готовность к инновациям. Это нежелание объясняется использованием ими своих внутренних рынков капитала (когда деньги из одного направления компании используются для удовлетворения инвестиционных потребностей других направлений компании) вместо использования внешних рынков капитала. [31] Это может, по крайней мере, частично объяснить, почему большая часть роста в данном секторе в прошлом десятилетии пришлось на Соединенные Штаты с их изобилием молодых технологических компаний, тогда как инвестиции в технологии росли медленнее в Европе, где большая часть инвестиций должна была поступать от устоявшихся корпораций.

Культура фирмы также может быть или двигателем, или тормозом разумного принятия риска. Некоторые фирмы, очевидно, гораздо более открыты к принятию риска и его последствиям, как позитивным, так и негативным. Один из ключевых факторов в принятии риска — это то, как компания ведет себя при неудаче, а не при успехе; те, кто рискуют, редко наказываются за успех. Томас Уотсон, основатель компании *IBM*, сказал: “Самый быстрый путь к успеху — это удвоить ваш коэффициент неудач”. Эффективные, принимающие риск организации относятся к неудаче и успеху не как к противоположным, а как взаимодополняющим исходам, поскольку одно не может существовать без другого. Несмотря на то что все мы предпочитаем быть успешными в наших усилиях, ирония заключается в том, что шансы на успех повышаются, когда фирмы терпимы к неудачам. В статье 2002 года в *Harvard Business Review* Фарсон и Киз утверждают, что наличие лидеров, “терпимых к неудачам”, является основной частью успешных рискующих организаций, и отмечают, что они обладают общими характеристиками.

- Каждый продукт и каждое начинание рассматриваются как эксперимент, исход которого может оказаться как положительным, так и отрицательным.
- Эксперимент, который не приводит к желательному исходу, но в то же время был тщательно продуман, спланирован и реализован, является успехом. И наоборот, эксперимент, который приводит к положительному результату, но был небрежно подготовлен и плохо проведен, является неудачей.
- Эксперимент, завершившийся неудачно, может быть тщательно проанализирован с целью получения важной информации, которой можно будет воспользоваться впоследствии. Таким образом, каждое рискованное начинание приносит пользу, даже когда оно не приносит непосредственной выгоды в традиционном понимании. Даже ошибки могут быть продуктивными.
- Вместо того чтобы искать “козлов отпущения” после неудачных экспериментов, такие компании поощряют и вознаграждают взаимодействие.

Коротко говоря, “терпимые к неудачам” лидеры поощряют своих сотрудников и используют результаты рискованных экспериментов, как положительные, так и отрицательные, для выгоды организации. Если обратной стороной неприятия риска является иррациональное стремление к риску, в фирмах должны быть предусмотрены меры к предотвращению или, по крайней мере, минимизации вероятности неоправданного риска. Одной из таких мер является наличие независимых и объективных оценок рискованных предложений для того, чтобы гарантировать, что лица, предлагающие проекты, не продвигают предвзятый анализ. Другой мерой является продвижение открытых дискуссий, когда менеджеры поощряются оспаривать предположения и прогнозы друг друга. Таким образом, готовность к принятию неудач, которые являются естественным исходом принятия риска, и готовность к оспариванию предложений, даже если они выдвинуты топ-менеджерами, характеризует организации, эффективные в принятии риска.

Заключение

Сущность управления риском заключается не в том, чтобы избегать риска или устранять его, а в том, чтобы решить, какие риски можно использовать к выгоде, какие — переложить на инвесторов, а какие — избегать или хеджировать. В этой главе мы сосредоточились на эксплуатируемых рисках, представив свидетельства выгод, получаемых при принятии риска. Несмотря на наличие свидетельств, указывающих на то, что большее принятие риска в целом ведет к большей прибыли,

существует также достаточно свидетельств обратного (того, что принятие риска может быть деструктивным), что предполагает то, что фирмам следует быть осторожными при выборе риска, которому они подвергают себя.

Для использования риска мы должны иметь преимущество над нашими конкурентами, которые подвергаются такому же риску. Существует пять возможных источников такого преимущества. Первое — это иметь более своевременную и достоверную информацию при столкновении с кризисом, что позволяет нам выработать в ответ на него более эффективный план действий. Второе — это скорость реагирования на риск, поскольку не все фирмы, даже при наличии одинаковой информации, одинаково эффективны в быстрых и адекватных действиях. Третье преимущество может возникнуть из опыта преодоления аналогичных кризисов в прошлом. Институциональная память, так же как и индивидуальный опыт того, как развивался кризис в прошлом, могут обеспечить преимущество над конкурентами, которые сталкиваются с риском впервые. Четвертое преимущество заключается в ресурсах, поскольку фирмы, располагающие доступом к рынкам капитала или большими денежными средствами, более эффективными технологиями и более квалифицированным персоналом, способны справиться с рисками успешнее, чем их конкуренты. Наконец, фирмы, которые имеют большую операционную, производственную или финансовую гибкость в принятии ответных мер, полученную в результате принятых ранее решений, смогут лучше приспособиваться, чем их менее гибкие конкуренты.

В последней части этой главы мы рассмотрели то, как наилучшим способом построить эффективную принимающую риск организацию. Мы начали с обсуждения того, насколько хорошо приведены в соответствие интересы лиц, принимающих решения, интересами владельцев фирмы; корпоративное управление может быть ключевой составляющей разумного использования риска. Мы рассмотрели характеристики менеджеров, эффективных в принятии риска, и то, как фирмы могут находить и удерживать их, а также системы вознаграждения, которые наилучшим способом способствуют принятию риска. Наконец, мы исследовали влияние организационной структуры и культуры на поощрение и развитие принятия риска.

Список литературы

1. *Battelle J.* The Search: How Google and Its Rivals Rewrote the Rules of Business and Transformed our Culture. London: Penguin Books, 2005.
2. *Wallis M. R.* Corporate Risk Taking and Performance: A 20-Year Look at the Petroleum Industry. *Journal of Petroleum Science and Engineering*, v48, 2005, p. 127–140. Уоллис оце-

нивает показатель отношения к риску для каждой из фирм в данном секторе экономики, анализируя решения, принимавшиеся этими фирмами, с точки зрения инвестиционных возможностей.

3. *Bowman E. H.* A Risk/Return Paradox for Strategic Management. *Sloan Management Review*, vol. 21, 1980, p. 17–31.
4. *Bowman E. H.* Risk Seeking by Troubled Firms. *Sloan Management Review*, vol. 23, 1982, p. 33–42.
5. *Fiegenbaum A. and Thomas H.* Attitudes Towards Risk and the Risk-Return Paradox; Prospect Theory Explanations. *Academy of Management Journal*, vol. 31, 1988, p. 85–106.
6. *Housel T. J., El Sawry O. A. and Donovan P. F.* Information Systems for Crisis Management: Lessons from Southern California Edison. *MIS Quarterly*, vol. 10, p. 389–402; Minneapolis: Society for Information Management and The Management Information Systems Research Center, 1986.
7. *Stalk Jr. G. and Hout T. M.* Competing Against Time: How Time-Based Competition Is Reshaping Global Markets. New York: The Free Press, 1990.
8. *Bourgeois L. J. and Eisenhardt K. M.* Strategic Decision Processes in High Velocity Environments: Four Cases in the Microcomputer Industry. *Management Science*, vol. 34, 1988, p. 816–835.
9. *Wallace M. D. and Suedfeld P.* Leadership Performance in Crisis: The Longevity-Complexity Link. *International Studies Quarterly*, vol. 32, 1988, p. 439–451.
10. *Judge W. Q. and Miller A.* Antecedents and Outcomes of Decision Speed in Different Environmental Contexts. *Academy of Management Journal*, vol. 34, 1991, p. 448–483. Аналогичные результаты приводятся в книге *Vance S. C.* *Corporate Leadership: Boards, Directors, and Strategy*. New York: McGraw Hill, 1983.
11. *Lins K., Strickland D. and Zenner M.* Do Non-U.S. Firms Issue Equity on U.S. Stock Exchanges to Relax Capital Constraints? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, 2005, p. 109–134.
12. *Custodio C. and Raposo C.* Cash Holdings and Business Conditions. Working Paper, SSRN, 2004. В этой статье приводятся убедительные свидетельства того, что фирмы, действующие в условиях значительных финансовых ограничений, корректируют свой денежный баланс таким образом, чтобы он отражал общие условия ведения бизнеса, храня большие объемы наличности в периоды рецессии. Фирмы, не испытывающие серьезных финансовых ограничений, демонстрируют такую же модель поведения, но соответствующая связь оказывается гораздо более слабой. Выводы, к которым пришли Кустодио и Рапозо, аналогичны выводам, сделанным авторами другой статьи: *Baum C. F., Caglayan M., Ozkan N. and Talvera O.* The Impact of Macroeconomic Uncertainty on Cash Holdings for Nonfinancial Service Firms. Working Paper, SSRN, 2004.
13. *Kogut B. and Kulatilaka N.* Operating Flexibility, Global Manufacturing, and the Option Value of a Multinational Network. *Management Science*, vol. 40, 1994, p. 123–139.
14. *Christensen, Clayton M.* The Innovator's Dilemma. Cambridge: Harvard Business School Press, 1997.

15. *Tellis, Gerard J. and Peter N. Golder.* Will and Vision: How Latecomers Grow to Dominate Markets. New York: McGraw Hill, 2001.
16. *Saunders A., Strock E. and Travlos N. G.* Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking. *Journal of Finance*, vol. 45, 1990, p. 643–654.
17. *John K., Litov L. and Yeung B.* Corporate Governance and Managerial Risk Taking: Theory and Evidence. Working Paper, SSRN, 2005.
18. *Baek J., Kang J. and Park K. S.* Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis. Working Paper, 2004.
19. *Kahneman D. and Lovallo D.* Timid Choices and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking. *Management Science*, vol. 39, 2006, p. 17–31.
20. *Amihud Y. and Lev B.* Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *Bell Journal of Economics*, vol. 12, 1981, p. 605–617.
21. *Smith C. W. and Stulz R. M.* The Determinants of Firms' Hedging Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 20, 1985, p. 391–405.
22. *Ross S. A.* Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness. *Journal of Finance*, vol. 59, 2004, p. 207–225.
23. *Low A.* Managerial Risk-Taking Behavior and Equity-Based Compensation. Working Paper, Ohio State University, 2006.
24. *MacMinn R. D. and Page H. F.* Stock Options and Capital Structure. Working Paper, 2005. Авторы этого исследования пришли к выводу, что менеджеры, труд которых оплачивается путем использования опционов, более склонны использовать долг, а не акционерный капитал.
25. *Carpenter J. N.* Does Option Compensation Increase Managerial Risk Appetite? *Journal of Finance*, vol. 55, 2000, p. 2311–2331.
26. *Rajgopal S. and Shevlin T.* Empirical Evidence on the Relation Between Stock Option Compensation and Risk Taking. Working Paper, University of Washington, 2001.
27. *Hanlon M., Rajgopal S. and Shevlin T.* Large Sample Evidence on the Relation Between Stock Option Compensation and Risk Taking. Working Paper, University of Washington, 2004. Аналогичные выводы можно найти в статье *Guay W. R.* The Sensitivity of CEO Wealth to Equity Risk: An Analysis of the Magnitude and Determinants. *Journal of Financial Economics*, 1999.
28. *Cohen R., Hall B. J. and Viceira L. M.* Do Executive Stock Options Encourage Risk-Taking? Working Paper, Harvard Business School, 2000.
29. *Chen M. and Hambrick D. C.* Speed, Stealth, and Selective Attack: How Small Firms Differ from Large Firms in Competitive Behavior. *Academy of Management Journal*, vol. 38, 1995, p. 453–482.
30. *Porter M.* Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System. *Harvard Business Review*, 1992.
31. *Seru A.* Do Conglomerates Stifle Innovation? Working Paper, 2006.