

**ПРЕГЛЕД НА ИЗСЛЕДВАНИЯТА ПОСВЕТЕНИ НА  
ВЛИЯНИЕТО НА РИСКОВЕТЕ И ТЯХНОТО УПРАВЛЕНИЕ  
ВЪРХУ СТОЙНОСТТА НА ФИРМАТА**

**Лиляна Маринова**

**REVIEW OF STUDIES ON THE IMPACT OF RISKS AND RISK  
MANAGEMENT ON FIRM VALUE**

**Lilyana Marinova<sup>1</sup>**

Received: 01.08.2016, Accepted: 12.09.2016

---

***Abstract***

*This paper reviews the existing studies devoted on the impact of various risks on firm value, as well as the impact of risk management of certain risks or as a whole on firm value. The studies can be divided in two main groups – survey-based and based on statistical data. The survey-based studies are conducted through questionnaires among company managers and reveal the perception of managers about the value of risk management. The second group of studies relies on data gathered from company reports and other financial and economic sources to infer the value from risk management. Most of the studies find that risk management increases firm value.*

***Keywords:*** Risk Management, Firm Value

***JEL Codes:*** G32

---

**1. Въведение**

Изследванията на рисковете и тяхното влияние върху стойността на фирмата отдавна занимават теоретиците и практиците в областта на финансите. Това е така, защото икономическите агенти винаги се стремят към максимизиране стойността на фирмата и оттам идва интересът към рисковете, които застрашават тази стойност, и начините за тяхното управление. Но ако досега управлението на риска се считаше за привилегия

---

<sup>1</sup> Университет за национално и световно стопанство, София, България

основно на финансовите институции, вече все повече нефинансови корпорации в световен мащаб включват ново звено посветено на управлението на рисковете, начело на което стои специално назначена за целта длъжност Генерален риск мениджър (Chief Risk Officer – CRO).

Нарастващата актуалност на темата се изостря особено по време на финансови и икономически кризи, при които рисковете нарастват, а стойността на фирмите намалява. Това налага необходимостта от познаване на рисковете и тяхното влияние върху стойността, както и начините за тяхното управление и потенциалните ползи от управлението им. В резултат се появяват редица емпирични изследвания, посветени на влиянието на различните видове риск и управлението им върху стойността на фирмата.

Целта на настоящия материал е да направи преглед на съществуващите изследвания в областта и да обобщи техните изводи. Обикновено те могат да се групират в две основни направления според типа и метода на провеждане на изследването. В първата група попадат автори, които извършват полеви проучвания – най-често под формата на въпросници, които биват попълвани от мениджъри на компании. Тях ще разгледаме във втора точка от настоящата разработка. Втората група се състои от автори, които изследват връзката между риск мениджмънта и стойността на фирмата посредством статистически данни и методи. Те ще бъдат разгледани в трета точка. Накрая в четвърта точка ще представим обобщени изводи от прегледа на съществуващата литература.

## 2. Проучвания, базирани на въпросници – мнението на практиците

Първата група от автори прилагат въпросници с набор от въпроси, касаещи използването, методите и обхвата, както и ефективността на управление на риска в дадена компания. Тези въпросници биват изпращани на широк кръг от компании и резултатите биват обобщени.

Едно от първите проучвания от тази група е проведено от Dolde (1993). В него 85% от анкетираните компании от класацията на списание Форчън “Fortune 500” декларират, че използват деривати за управление на риска. Интересен извод от това проучване е, че **големите компании използват деривати повече отколкото по-малките компании**. На пръв поглед това твърдение противоречи на теорията, че по-малките компании трябва да хеджират повече поради по-голямата волатилност на техните парични потоци, по-голямата вероятност за фалит и по-голямата концентрация на акционерен капитал, която предполага по-висока изискуема доходност (виж

Stulz, 1996). Тези на пръв поглед неинтуитивни резултати от проучването на Dolde (1993) се обясняват с високите разходи свързани с използването на деривати. На въпроса каква част от експозициите си към различните видове риск хеджират, много от участниците отговарят, че това зависи от техните очаквания за бъдещите движения на пазара. 90% от респондентите, които използват деривати, признават, че понякога те хеджират според своите собствени очаквания. Друго любопитно наблюдение от проучването е, че в случаите на активно хеджиране според техните очаквания, малките компании хеджират много по-голяма част от техните акспозиции към лихвен и валутен риск, отколкото по-големите компании. С други думи, **големите компании само се застраховат срещу тези рискове, докато по-малките заемат активни експозиции спрямо техните собствени очаквания.**

Пробив в осъществяването на този тип проучвания извършват авторите на т.нар. "Wharton Survey". Bodnar, Hayt, Marston and Smithson (1995) извършват проучването като изпращат въпросници на 2000 случайно подбрани компании от нефинансовия сектор. Едва 530 от тях се включват в проучването, като 35% от тези 530 отговарят с „да“ на въпроса дали използват деривати (под деривати авторите имат предвид форуърди, фючърси, опции и суапове). Един от интересните изводи на това проучване, както и при Dolde (1993) е, че **дериватите се използват по-широко от по-големите отколкото от по-малките компании.** Докато 65% от компаниите с пазарна стойност над 250 млн. долара декларират използването на деривати, едва 13% от компаниите с пазарна стойност под 50 млн. долара заявяват, че използват деривати. Както отбелязва и Dolde (1993) използването на деривати изисква значителна първоначална инвестиция в персонал, обучение и софтуер – инвеситиция, каквато малките фирми не винаги могат да си позволят. Повече от половината компании заявяват, че използват деривати, за да се застраховат срещу определен финансов риск, срещу ангажименти поети в договори или за да се застраховат срещу бъдещи транзакции, които се очаква да се случат в следващите 12 месеца. **Най-често хеджираните финансови рискове са валутен риск, лихвен риск, риск от промяна в цените на суровини или риск от промяна в цените на акциите.**

Като продължение на проучването „Wharton Survey“ от 1995 година идва проучването на Bodnar and Gebhardt (1998). Авторите сравняват резултатите от „Wharton Survey“ проучването от 1995 година с проведеното 2 години по-късно проучване сред немски фирми, изпратено на 368 големи фирми, от които 126 се включват в проучването. Проучването върху американски фирми е адаптирано с цел сравнимост по размер и индустрии,

като са извадени малките фирми и фирмите от индустрии, които не са представени в проучването в Германия. Крайният резултат от сравнителното проучване показва, че **немските фирми са по-склонни да използват деривати отколкото американските фирми**, като 78% от немските фирми в извадката използват деривати, за разлика от 57% при американските фирми. Иначе като цяло групирането по индустрии и размер показва сходство в използването на деривати при фирмите от двете държави. И при двете държави валутните деривати са най-разпространени, следвани от лихвени деривати и деривати върху суровини. Използването и на трите вида деривати е по-голямо при немските фирми отколкото при американските. Освен това, фирмите от двете държави се различават още и по това каква е основната цел на хеджирането, избора на инструменти и влиянието на техните пазарни очаквания при заемането на позиции в деривати. Немските фирми например целят основно управление на счетоводните резултати, докато американските се съсредоточават върху управлението на паричните потоци. Тези различия се коренят в по-голямото значение на финансово-счетоводните отчети в Германия, както и по-стриктните политики за контрол над използването на деривати от страна на фирмите. Това се обяснява с факта, че в Европа по-разпространено е дълговото и най-вече банково финансиране на фирмите и оттам по-важна е счетоводната стойност на компанията, докато в САЩ по-популярно е акционерното финансиране и оттам по-важна е пазарната стойност на компанията.

По-скорошно проучване, проведено през 2005 година и публикувано след финансовата криза от 2008 година, извършват Servaes, Tamayo and Tufano (2009). Те вече разглеждат риск мениджмънта като цялостна система, а не просто като съвкупност от хеджиращи сделки, както повечето автори до този момент. Те провеждат глобално проучване, като изпращат въпросите на 4000 не-финансови компании от 49 държави (обичайно най-големите компании от съответните държави и индустрии), като 334 компании отговарят на поне част от проучването. Около 30% от отговорилите компании не са листнати на никоя борса. Медианата на приходите на участващите компании е 1.6 млрд. долара. Изводите от това проучване са няколко. Първо, тук вече компаниите посочват и други рискове освен чисто финансовите рискове и това ни дава основание да наречем това проучване пробив в съвременните проучвания върху прилагането на риск мениджмънт. Повечето корпоративни директори, взели участие в проучването, посочват **търговските рискове – стратегически, проектни и конкурентни – наравно с риска по финансиране и валутния риск като най-големите**

**рискове за дългосрочната рентабилност и оценка на фирмата.** Важността на търговските рискове тук показва, че мениджърите вече възприемат управлението на риска в контекста на по-широк кръг от бизнес рискове. 63% от респондентите оценяват най-голямата полза от управлението на риска като „подобряване на цялостното вземане на решения”. Целта на управленското ниво е да се наложи „култура на осъзнаване на риска“ („risk-awareness culture”) – цел, която макар и рядко постигана, добива все по-голямо значение днес. Друга полза от управлението на риска според някои мениджъри в проучването е възможността **да се повиши стабилността на приходите и да се заздравят търговската репутация чрез премахването на излишния „шум” в предоставянето на информация на инвеститорите за дългосрочната рентабилност и стойност на компанията.** Като се използват финансови или „естествени” хеджове за намаляване на волатилността на приходите от източници, които не са част от основната дейност на компанията, компаниите могат да помогнат на инвеститорите да разграничат доброто мениджърско управление от чистия късмет (който може да дойде например от скок в цената на петрола за петролна компания). Тези резултати са в унисон с Breeden and Viswanathan (1999), DeMarzo and Duffie (1991), и Raposo (1997), които прокарват идеята, че в условия на информационна асиметрия когато е трудно за акционерите да оценят качеството и ефективността на мениджмънта, по-ефективните мениджъри могат да сигнализират своя тип чрез хеджиране на риска.

При положение, че измерването на риска е съществена част от управлението на риска, учудващо е, че почти половината от компаниите в проучването признават, че **нямат разработени мерки за оценка на представянето на звеното по риск мениджмънт.** Това обяснява защо 40% от респондентите в проучването нямат ни най-малка представа за това колко е добавената стойност за фирмата идваща от звената по риск мениджмънт. От компаниите, които прилагат начини за измерване на влиянието на риск мениджмънта върху стойността на фирмата, средната добавена стойност се оценява на 3.8% от пазарната капитализация, или около 35% от оценената добавена стойност (10.8% средно), която идва от звената по финансово управление. Освен това, при онези 60% от случаите, в които респондентите оценяват добавената стойност от финансовите звена и звената по управление на риска, както и разходите свързани с тях, риск мениджмънтът се оценява като прилична възвръщаемост на инвестицията, допринасяйки по-голяма част от добавената стойност във финансовия отдел, като в същото време заема по-малка част от разходите му. Една четвърт от респондентите изтъкват, че това,

което има нужда да се подобри в звената за управление на риска е измерването на количествено измерими рискове, а почти толкова респонденти твърдят, че **трябва да се увеличи обхвата на рисковете**, които се управляват.

Една нова перспектива и мост между първата и втората група автори представлява изследването на Ernst & Young (2012). Консултантската компания провежда глобално проучване като прави 576 интервюта с компании и преглед на над 2750 анализи и отчети на компании. На базата на това те оценяват зрелостта на риск мениджмънт практиките и намират **положителна връзка между зрелостта на риск мениджмънта и финансовите резултати**. Авторите идентифицират водещите риск мениджмънт практики, които спомагат за разграничаване между отделните нива на развитие на риск мениджмънта, и ги систематизират в специфични риск компоненти. Резултатите водят до няколко извода:

- Компаниите от най-добре представящата се група по зрялост на риск мениджмънта имплементират средно два пъти повече ключови риск измерения в сравнение с компаниите от най-слабо представящата се група.
- Най-добрите 20% от компаниите по зрялост на риск мениджмънта генерират три пъти по-голяма EBITDA (печалба преди лихви, данъци и амортизации) в сравнение с най-слабите 20%.
- Финансовите резултати са силно корелирани с нивото на интеграция и координация между звената по управление на риска, контролинг и спазване на регулациите.
- Ефективното използване на технологии за целта на риск мениджмънта е най-голямата слабост, но и възможност за повечето организации.

В заключение авторите на проучването стигат до извода, че компаниите с по-развито ниво на риск мениджмънт се представят по-добре финансово от техните конкуренти. Те наричат това явление „сравнително предимство”, а именно, че компаниите с по-развити риск мениджмънт практики генерират по-висок ръст на приходите, на печалбата преди лихви, данъци и амортизации (EBITDA) и на съотношението печалба/стойност (EBITDA/EV). Това е интересно развитие в практиката на риск мениджмънта – ако Stulz (1996) развива теорията, че компаниите трябва да се впускат в риск мениджмънт (в смисъла на хеджиране) на рисковете, за които нямат сравнителни предимства, то две десетилетия по-късно Ernst & Young (2012)

определят самият процес на риск мениджмънт като сравнително предимство за фирмите там, където той е добре развит.

Едно от най-скорошните проучвания в областта е това на Beasley, Branson and Pagach (2013), където авторите изследват внедряването на ERM (Enterprise Risk Management) системи и стигат до извода, че организации в по-напреднал етап от внедряването е много по-вероятно да са ангажирали висшия мениджмънт и борда на директорите в задачи по надзора на определени рискове. Ангажирането на борда и на висшия мениджмънт в риск мениджмънта от своя страна се асоциира с това, че **ERM е източник на стратегически предимства**. Тук отново се засяга темата за стратегическите или сравнителни предимства, които риск мениджмънтът предоставя. В един все повече растящ и глобализиращ се свят не би било изненадващо, ако след няколко десетилетия управлението на риска се превърне в ключова стратегическа дейност за всяка една компания, независимо от нейните размери, индустрия или предмет на дейност.

Интересно проучване върху немски публични компании прави Bock (2013) с цел изследване на връзката между риск мениджмънта и капиталовата структура. Изчислявайки система за точкуване на риск мениджмънт практиките на компаниите, авторката стига до извода, че компании, които извършват по-обширно управление на риска се характеризират с по-високи нива на дълг и по-ниски коефициенти на покритие на лихвите (печалба преди лихви и данъци / лихвени плащания по дълга). В същото време обаче тези компании имат също и **по-ниска волатилност на паричните потоци, на продажбите, на печалбата преди лихви и данъци (ЕБИТ), както и на нетната печалба, което обяснява способността на тези компании да обслужват по-високи нива на дълг**. Тези компании обикновено са **по-големи, имат по-дълъг матуритет на дълга, по-ниска средна цена на дълга и повече материални активи**. Тези резултати подкрепят теорията, че по-задлъжнелите компании трябва да хеджират повече, но отново както и при повечето други проучвания се опровергава теорията, че по-малките компании трябва да хеджират повече.

### **3. Изследвания, базирани на статистически данни.**

Втората група автори от своя страна може да бъде разделена в две отделни направления. **Първото направление**, което е и най-разпространено, се състои от автори, които чрез регресионен анализ изследват **как назначаването на CRO (Chief Risk Officer) за широк кръг от компании влияе върху стойността на фирмата**. Към второто направление спадат

автори, които отново с помощта на регресионен анализ изследват **как хеджирането на приходите или на разходите на компаниите влияе върху стойността на фирмата** и обикновено се фиксират върху една индустрия.

Нека се фокусираме първо върху **първото направление**. Gatzert and Martin (2013) правят преглед на литературата, изучаваща този проблем. От една страна, автори като Grace et al. (2010), Pagach and Wang (2010) и Pagach and Wang (2011) намират **смесени доказателства** за това дали назначаването на Главен риск мениджър (CRO) и това може да се дължи на случаите, в които назначаването на CRO не означава непременно наличие на имплементирана система за корпоративен риск мениджмънт. Освен това наличието на CRO не помага за разграничаване на развитието и нивата на имплементация на ERM системата. Защо обаче този подход продължава да бъде толкова широко застъпен в литературата? Причината е, че има няколко силни аргумента в полза на този подход. Логичен аргумент например е, според Pagach and Wang (2011) че процесът на ERM имплементация трябва да бъде движен от специално предназначен за целта лидер или директор, поради сложността на този процес и значителното му въздействие върху дейността на фирмата. Още повече, Beasley, Clune and Hermanson (2005) показват, на базата на проучване върху 123 американски и интернационални организации, че има положителна връзка между наличието на CRO и степента на ERM имплементация.

Изследването на Grace *et al.* (2010) представлява интересна комбинация между първия тип проучвания, използващи въпросници, както и двете направления от втория тип проучвания, тъй като те се фокусират върху една индустрия, като обаче изследват и как назначаването на CRO или друга риск функция влияе върху представянето на фирмата. Авторите изследват американски застрахователни компании, специализирани в двете основни направления – животозастраховане и имуществено застраховане. Те анализират как прилагането на корпоративен риск мениджмънт влияе върху паричните потоци на фирмата. Резултатите от тяхното проучване показват, че **риск мениджмънт практиките водят до икономически и статистически значимо увеличаване в ефективността на приходите и разходите едновременно**. По-конкретно те стигат до извода, че при животозастрахователите **това води до значително увеличаване възвръщаемостта на активите**. Авторите намират още, че увереността на застрахователите, че рискът е отразен в техните бизнес решения, също е значително свързан с по-висока ефективност и възвръщаемост на активите. Разбира се, паричните потоци и възвръщаемостта на активите са пряко свързани със стойността на фирмата, така че тук косвено се показва, че наличието на функция по управление на риска би могло да доведе до увеличаване стойността на фирмата.

Pagach and Warr (2010) включват измерител за финансова хлабавост (“financial slack”) в техния модел за назначаване на CRO. Те твърдят, че **компаниите, използващи корпоративен риск мениджмънт, имат по-високи нива на финансова хлабавост, измерена чрез съотношението между парични средства и ликвидни ценни книжа към общи активи**. Това се обяснява с функцията на риск мениджмънта да намалява вероятността за финансов дистрес. В същото време авторите твърдят, че компаниите, използващи корпоративен риск мениджмънт, имат възможността да намалят необходимото ниво на финансова хлабавост.

Pagach and Warr (2011) изследват ефекта от внедряването на система за корпоративен риск мениджмънт върху дългосрочното представяне на фирмите, като проверяват как финансовите и пазарните показатели на фирмите се променят по време на внедряването. На базата на извадка от 106 фирми, които обявяват, че наемат CRO (събитие често съпроводено от внедряване на корпоративен риск мениджмънт) между 1992 – 2004 година, авторите стигат до извода, че при някои от фирмите се наблюдава спад във волатилността на приходите. Като цяло обаче те **не успяват да намерят убедително доказателство за това дали внедряването на система за корпоративен риск мениджмънт създава добавена стойност**. Както самите те обясняват обаче, тези резултати може да се дължат на няколко възможни причини. Ако е наличие шум в данните, липсата на убедително доказателство не означава непременно, че внедряването на ERM при тези фирми всъщност не е донесло ползи за тези фирми. Освен това внедряването на подобни системи може да отнеме сравнително дълъг период на имплементация и достигане до резултати. В същото време обаче по-дългосрочно изследване би било трудно поради наличието на сливания, придобивания и други корпоративни събития. При това концепцията за корпоративен риск мениджмънт е сравнително нова и все още няма достатъчно история, на базата на която да се изследват дългосрочните ефекти от управлението на риска. И не на последно място, системите за риск мениджмънт трябва не само да имплементират управлението на риска, но и да предоставят стандарти за измерване на резултатите от внедряването на риска.

Bertinetti, Cavezzali and Gardenal (2013) се отличават с това, че провеждат своето изследване върху европейски компании. Авторите избират 200 европейски публични компании, част от индекса Europe STOXX Large 200 Index, които оперират в 17 различни индустрии. На базата на 10-годишен период 2002 – 2011 година, авторите наблюдават внедряването на ERM системи в тези компании и стигат до извода, че има **статистически значима положителна връзка между ERM внедряването и стойността на фирмата**, измерена чрез коефициента Tobin’s Q. Икономическата интерпретация на тези резултати според авторите е, че пазарът възприема внедряването на ERM система като генератор на добавена стойност, а не като разход за компанията.

Също така авторите откриват, че размерът на компанията, бета на компанията и възвръщаемостта на активите (ROA) на компанията са определящи за това дали тя прилага корпоративен риск мениджмънт. **По-големите компании, тези с по-голям бета коефициент и тези с по-голяма възвръщаемост на активите е по-вероятно да имат имплементирана ERM система.**

Сега нека разгледаме авторите от **второто направление**. Те обикновено се фокусират върху компании от една индустрия и базирайки се на статистически методи и данни от отчетите на компаниите изследват как хеджирането на специфичен за индустрията риск ще се отрази на стойността на компаниите.

Интересно изследване прави Tufano (1996), който се фокусира върху златодобивната индустрия. Изследвайки над 50 компании от САЩ и Канада от тази индустрия, той **не може да направи еднопосочно заключение за влиянието на риск мениджмънта върху стойността на фирмата**, но достига до други важни заключения. Според неговото изследване мениджъри, които притежават повече опции върху акции прилагат по-малко риск мениджмънт, а мениджъри с повече акции прилагат повече риск мениджмънт, което потвърждава теорията за максимизирането на полезността за мениджъра. Освен това, **фирми с по-малко парични средства под формата на кеш прилагат повече риск мениджмънт** спрямо цената на златото. Също така фирми с по-голям процент на акционерен капитал – притежание на външни акционери прилагат по-малко риск мениджмънт. И накрая, фирмите с новоназначени мениджъри прилагат повече риск мениджмънт, което е интересно наблюдение от теоретична гледна точка. Tufano прави заключението, че когато няма допълнителни разходи по прилагането на риск мениджмънт, използването на риск мениджмънт на корпоративно ниво за собствени цели от страна на мениджърите е безвредно. Когато обаче са налице транзакционни разходи по прилагането на риск мениджмънт, трябва да се направи всичко възможно корпоративните ресурси да бъдат насочени към максимизиране стойността на фирмата, а не към минимизиране на персоналния риск на мениджърите. Това обаче вероятно би могло да се обясни по-добре с теорията за информационната асиметрия, в условията на която според Breeden and Viswanathan (1999), DeMarzo and Duffie (1991, 1995), и Raposo (1997) по-ефективните мениджъри сигнализират своя тип чрез хеджиране, тъй като за акционерите е трудно да оценят ефективността на мениджмънта в условията на информационна асиметрия. Тъй като новоназначените мениджъри са нетърпеливи да докажат своята ефективност, за която все още нямат история, те може би бързат да сигнализират това чрез управление на риска.

Подобно решение за изследване на компании от една индустрия вземат и Maskay and Moeller (2007). Те също извършват проучване върху компании от една индустрия, като изследват 34 петролни рафинерии. Те регресират

продажби и разходи от тримесечните отчети върху цените на петрола за периода март 1985 г. – юни 2004 г. Стойността на риск мениджмънта авторите изчисляват от оценените коефициенти в регресията и вариацията на входящите и изходящите цени на суровината. Maskau and Moeller (2007) предлагат модел за оценка на стойността на корпоративния риск мениджмънт и показват, че **корпоративният риск мениджмънт добавя стойност, когато приходите и разходите са нелинейно свързани с рискови фактори като например цените на петрола** в случая. Maskau and Moeller (2007) стигат до извода, че **добавената стойност от хеджирането на високо еластични приходи и оставянето на високо еластични разходи нехеджирани е около 2% от стойността на фирмата** (измерена чрез коефициента Tobin's Q). Изводите на Maskau and Moeller (2007) се запазват и при включването в анализа на алтернативни техники за управление на риска, като например реални опции, вертикална интеграция и диверсификация. Първо, те измерват ефекта от хетерогенност (многообразие) на фирмите на пазара, като подреждат петролните рафинерии по вертикална интеграция (притежаване на доставчици или дистрибутори, т.е. на фирми на други нива от същия продуктов цикъл) и по нива на хоризонтална интеграция (диверсификация). Авторите на изследването откриват, че фирми, които са едновременно вертикално и хоризонтално интегрирани използват по-малко хеджиране и оттам имат по-малка добавена стойност от риск мениджмънт, което е в съответствие с теорията, че тези фирми получават ползи от естествени хеджове. Второ, освен на 3-месечна база, авторите тестват модела и с 6-месечни данни. 6-месечните данни дават по-ниска стойност от риск мениджмънт, което е в съответствие с теорията, че риск мениджмънтът е по-ценен в краткосрочен план, тъй като в средносрочен и в по-дългосрочен план фирмите могат по-лесно да се адаптират към промени в цените като променят търсенето на фактори на производството или като променят предлагането на готова продукция.

Hoyt and Liebenberg (2011) също се фокусират върху една индустрия, като за разлика от повечето автори обаче те избират индустрията от финансовата сфера. Те изследват американски застрахователни компании като провеждат детайлно изследване на финансови отчети, новини, и други източници за свидетелство за използване на корпоративен риск мениджмънт. Още от първата година, за която намират доказателства за използването на корпоративен риск мениджмънт (Enterprise Risk Management) от дадена фирма, авторите използват променлива, която може да заема само две стойности, за да класифицират фирмите в две групи в зависимост от това дали използват риск мениджмънт или не. След това с помощта на статистически модели те оценяват факторите, които съвместно определят използването на риск мениджмънт. Накрая моделират стойността на фирмата измерена чрез коефициента Tobin's Q като функция от корпоративния риск

мениджмънт и няколко други измерители. В резултат от това изследване авторите намират **положителна връзка между стойността на фирмата и използването на корпоративен риск мениджмънт.**

Други рискове, предмет на подобни изследвания, са валутният и лихвеният риск, като в повечето случаи тук под стойност на фирмата се разбира директно цената на акциите на фирмата.

Jorion (1990) е първият автор, който изследва влиянието на валутните курсове върху стойността на фирмата, като под стойност на фирмата тук се разбира доходността на обикновените акции на фирмата. Авторът прави заключението, че **фирмите биха могли да намалят своята цена на капитала (и оттам да увеличат своята стойност) като хеджират валутния риск.** Дали обаче има смисъл фирмите да се ангажират с подобна дейност или да я оставят на инвеститорите в техните акции зависи от това дали валутният риск е диверсифицируем риск или не. В друго свое изследване Jorion (1991) стига до извода, че валутният риск е диверсифицируем.

Allayannis and Weston (2001) изследват същия проблем под ъгъла на хеджиране с валутни деривати и за стойност на фирмата избират коефициента Тобин Q. Изследвайки 720 големи нефинансови американски компании за периода 1990–1995г., те намират **положителна и статистически значима връзка между използването на валутни деривати и стойността на фирмата.** Размера на премията от хеджиране на валутния риск те оценяват на 3.62% до 5.34% от стойността на фирмата. Авторите обясняват този феномен като хеджиране с цел увеличаване на стойността. Това е интересен извод и дали може да се приеме като единствено обяснение, особено при положение, че валутният риск е диверсифицируем тип риск, остава отворен за нас въпрос.

#### **4. Изводи и заключение.**

На базата на всичко казано дотук можем да обобщим резултатите от цитираните проучвания. Основният извод е, че съществува положителна статистически значима връзка между управлението на риска и стойността на фирмата. Друг извод е, че основно управлението на риска се извършва чрез хеджиране на финансовите рискове (ценови, лихвен, валутен и стоков), но понякога се разглеждат и бизнес или стратегически рискове, както и застрахователни рискове. Освен това по-големите компании прилагат повече управление на риска, тъй като са налице допълнителни разходи по прилагането му, които по-малките компании не винаги могат да си позволят.

Следователно можем да направим заключението, че управлението на рисковете в повечето случаи води до увеличаване стойността на компанията. Въпреки това трябва да се работи в посока към подобряване начините за измерване на ползите от управлението на риска, както и да се разшири

периметърът на рисковете, които се разглеждат и управляват с цел повишаване стойността на компанията.

## **БИБЛИОГРАФИЯ**

- Allayannis, G. and Weston J. (2001). The use of foreign currency derivatives and firm market value. *Review of Financial Studies*, 14, 243-276.
- Beasley, M., Branson, B. and Pagach D. (2013). An Analysis of the Maturity and Strategic Impact of Investments in ERM.
- Beasley, M., Clune, R. and Hermanson D. (2005). Enterprise Risk Management: An Empirical Analysis of Factors Associated With the Extent of Implementation. *Journal of Accounting and Public Policy*.
- Bertinetti, G., Cavezzali, E. and Gardenal G. (2013). The Effect of the Enterprise Risk Management Implementation on the Firm Value of European Companies.
- Bock, J. M. (2013). Evidence from German Companies of Effects of Corporate Risk Management on Capital Structure Decisions. *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Bodnar, G. M., Hayt, G. S., Marston, R. C. and Smithson C. W. (1995). Wharton Survey of Derivatives Usage by U.S. Non-Financial Firms. *Financial Management*, 24, 104-14.
- Bodnar, G. M. and Gebhardt G. (1998). Derivatives Usage in Risk Management by U.S. and German Non-Financial Firms: A Comparative Survey. Wharton School.
- Breeden, D., and Viswanathan S. (1999). Why Do Firms Hedge? An Asymmetric Information Model. Duke University.
- DeMarzo, P., and Duffie D. (1991). Corporate financial hedging with proprietary information. *Journal of Economic Theory*, 53, 261-286.
- Dolde, W. (1993). The Trajectory of Corporate Financial Risk Management. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6 (3), 33-41.
- Ernst & Young (2012). Turning Risk Into Results: How Leading Companies Use Risk Management to Fuel Better Performance.
- Gatzert, N. and Martin M. (2013). Determinants and Value of Enterprise Risk Management: Empirical Evidence from the Literature.
- Grace, M., Leverty, J., Phillips, R., and Shimpi P. (2010). The Value of Investing in Enterprise Risk Management. Georgia State University and University of Iowa.

- Hoyt, R. E. and Liebenberg A. (2011). The Value of Enterprise Risk Management. *Journal of Risk and Insurance*.
- Jorion, P. (1990). The exchange-rate exposure of U.S. multinationals. *Journal of Business*, 63, 331-345.
- Jorion, P. (1991). The Pricing of Exchange Rate Risk in the Stock Market. The *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26 (3), 363-76.
- Mackay, P. and Moeller S. (2007). The Value of Corporate Risk Management. *Journal of Finance*, 62.
- Pagach, D. and Warr R. (2010). The Effects of Enterprise Risk Management on Firm Performance.
- Pagach, D. and Warr R. (2011). The Characteristics of Firms That Hire Chief Risk Officers. *The Journal of Risk and Insurance*.
- Raposo, C. (1997). Corporate Risk Management and Optimal Hedging Disclosure. London Business School.
- Servaes, H., Tamayo, A. and Tuffano P. (2009). The Theory and Practice of Corporate Risk Management. *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Stulz, R. (1996). Rethinking Risk Management. *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Tufano, P. (1996). Who Manages Risk? An Empirical Examination of the Risk Management Practices of the Gold Mining Industry. *Journal of Finance*.