
NGHIÊN CỨU

Các bằng chứng thực nghiệm về tác động của quản trị rủi ro tới giá trị doanh nghiệp

Trịnh Thị Phan Lan*

*Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội,
144 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam*

Nhận ngày 29 tháng 5 năm 2015

Chỉnh sửa ngày 10 tháng 9 năm 2015; chấp nhận đăng ngày 25 tháng 9 năm 2015

Tóm tắt: Bài viết tìm hiểu tác động của quản trị rủi ro doanh nghiệp đối với giá trị doanh nghiệp thông qua việc khảo sát các nghiên cứu trong quá khứ. Phần lớn các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy, quản trị rủi ro có tác động tích cực tới giá trị của các doanh nghiệp; tuy nhiên, vẫn có một số nghiên cứu cho thấy giá trị doanh nghiệp giảm hoặc không tăng dưới tác động của quản trị rủi ro. Điều này được lý giải là do một số nguyên nhân như: sự khác nhau về quy mô, lợi nhuận, tốc độ tăng trưởng kinh doanh, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính, tỷ lệ phân chia cổ tức của doanh nghiệp... Dựa vào kết quả khảo sát, bài viết đề xuất một mô hình nghiên cứu nhằm đo lường tác động của quản trị rủi ro đối với giá trị doanh nghiệp cho các doanh nghiệp Việt Nam.

Từ khóa: Rủi ro tài chính, quản trị rủi ro tài chính, giá trị doanh nghiệp.

1. Đặt vấn đề

Ngày nay, khái niệm quản trị rủi ro doanh nghiệp (Enterprise Risk Management - ERM) đã trở nên khá phổ biến. Số lượng các doanh nghiệp trên thế giới áp dụng hệ thống ERM ngày càng nhiều. Các nghiên cứu liên quan đến rủi ro, trong đó có đánh giá tác động giữa ERM và giá trị doanh nghiệp, vì vậy cũng tăng lên đáng kể.

Theo Hiệp hội Các nhà giao dịch hoán đổi quốc tế (International Swaps Dealers Association - ISDA), khi kiểm tra báo cáo hàng

năm và hồ sơ pháp lý của 500 doanh nghiệp lớn nhất thế giới trong năm 2013, họ phát hiện ra rằng 92% doanh nghiệp có sử dụng công cụ phái sinh [1]. Trong số các doanh nghiệp sử dụng thì 92% doanh nghiệp sử dụng công cụ phái sinh để phòng ngừa rủi ro lãi suất, 85% doanh nghiệp sử dụng công cụ phái sinh phòng ngừa rủi ro hối đoái và 25% doanh nghiệp phòng vệ rủi ro biến động giá bằng công cụ phái sinh.

Các viện nghiên cứu cũng tin rằng, việc sử dụng công cụ phái sinh sẽ làm tăng sự giàu có của các cổ đông. Trước đó, tháng 3/2004, ISDA đã khảo sát 84 giáo sư tài chính của 42 trường thuộc top 50 trường kinh doanh trên toàn thế giới về tuyên bố: "*Quản lý rủi ro tài chính hiệu*

*ĐT.: 84-4-37547506 (551)
Email: lanntp@vnu.edu.vn

quả hơn chính là một cách để doanh nghiệp tạo dựng giá trị cổ đông” [2]. Kết quả cho thấy có 44% người đồng ý mạnh mẽ, 47% đồng ý, 7% phần nào đồng ý và chỉ có 2% phần nào không đồng ý.

Như vậy, các nhà quản trị doanh nghiệp và các học giả tin rằng ERM có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp. Để kiểm chứng cho niềm tin này, tác giả đã đưa ra các khái niệm liên quan đến chủ đề thảo luận, đồng thời tiến hành khảo sát một số nghiên cứu trong quá khứ tại các quốc gia khác nhau, từ đó lý giải những khác biệt giữa lý thuyết và thực nghiệm. Dựa trên kết quả khảo sát, tác giả đề xuất một mô hình đo lường sự tác động của ERM tới giá trị doanh nghiệp nhằm áp dụng cho các doanh nghiệp Việt Nam.

2. Các khái niệm liên quan

2.1. ERM

Trong những năm 1990, ERM lần đầu tiên xuất hiện như là một phương pháp tiếp cận mới, nhận biết nhằm quản lý rủi ro. Để hướng dẫn thực hiện ERM, một số khung lý thuyết đã được phát triển. Được biết đến nhiều nhất là khung lý thuyết về ERM do Ủy ban Các tổ chức bảo trợ Treadway (The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission - COSO) soạn thảo. Khung lý thuyết này cung cấp một công cụ chuẩn để giúp các tổ chức vạch ra lộ trình nhằm hướng đến việc thực hiện hệ thống ERM một cách toàn diện.

Theo COSO, ERM là “một quá trình, chịu ảnh hưởng của hội đồng quản trị, ban giám đốc và các nhân viên khác, được áp dụng trong việc xác định chiến lược và bao trùm lên mọi hoạt động của doanh nghiệp, được thiết kế để nhận dạng các sự kiện tiềm tàng có thể ảnh hưởng đến doanh nghiệp và ERM trong mức độ cho phép, nhằm cung cấp một sự bảo đảm hợp lý đạt được các mục tiêu của tổ chức” [3].

Standard & Poor (2008) coi ERM như một công cụ để giảm thiểu rủi ro và là hệ thống để lựa chọn các rủi ro cần phòng vệ [4]. Thông qua ERM, các doanh nghiệp có thể đối mặt với rủi ro, tận dụng cơ hội và các năng lực khác để tạo ra giá trị (Coso, 2004). Theo Hoyt và cộng sự, ERM tăng cường sự cẩn trọng với rủi ro, điều này khuyến khích doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn và cẩn thận hơn khi đưa ra các quyết định. Pagach và Warr (2011) cho rằng ERM giúp giảm thiểu khả năng xảy ra dòng tiền âm. Một loạt các nhà kinh tế học (Baxter và cộng sự, 2012; Hoyt và Liebenberg, 2011; Kaplan và Mikes, 2012; McShane và cộng sự, 2011) cùng đồng ý quan điểm rằng ERM là một hệ thống có thể giúp các doanh nghiệp đối phó được với sự tác động của nhiều thiệt hại đồng thời xảy ra [5].

2.2. Giá trị doanh nghiệp

Giá trị doanh nghiệp là một biện pháp đo lường hoạt động kinh tế của doanh nghiệp (Grossman và Stiglitz, 1977; Sarma và Rao, 1969). Giá trị doanh nghiệp chú trọng vào cơ cấu vốn của doanh nghiệp, cho phép doanh nghiệp so sánh giá trị doanh nghiệp với nhiều cơ cấu vốn khác nhau (Quiry và cộng sự, 2011). Do đó, tối đa hóa giá trị là mục tiêu của rất nhiều doanh nghiệp (Sundaram và Inkpen, 2004), và các doanh nghiệp tìm cách tối đa hóa giá trị doanh nghiệp là lẽ đương nhiên [5].

2.3. Mối quan hệ giữa ERM và giá trị doanh nghiệp

Daud và cộng sự (2009) gợi ý rằng ERM có thể được sử dụng để đạt được các mục tiêu của doanh nghiệp. COSO (2004) mô tả lợi ích ERM như sau [4]:

(i) Đảm bảo quản lý rủi ro trong giới hạn bằng cách sắp xếp các rủi ro và chiến lược phòng vệ rủi ro.

(ii) Bằng cách tăng cường các quyết định liên quan đến rủi ro, doanh nghiệp có khả năng lựa chọn để tối đa hóa nguồn lực.

(iii) Đảm bảo rằng những rủi ro tiềm tàng được xác định, đánh giá và kiểm soát, do đó làm giảm các thiệt bất ngờ do thay đổi môi trường kinh doanh.

(iv) Đảm bảo rằng những rủi ro mà các doanh nghiệp phải đối mặt sẽ được xác định, sự tác động của rủi ro được tìm hiểu bằng cách xem xét tác động chéo của rủi ro trong toàn doanh nghiệp.

(v) Đảm bảo rằng các chi phí liên quan đến các rủi ro là hợp lý bởi vì một hệ thống tích hợp phòng vệ rủi ro sẽ được đưa ra xem xét.

(vi) Đảm bảo các cơ hội tiềm năng được nắm bắt kịp thời.

(vii) Bảo đảm rằng có đủ thông tin cần thiết về rủi ro để có thể tiếp cận và phân bổ toàn bộ vốn có hiệu quả.

Một số tài liệu về rủi ro cũng đưa ra các quan điểm tương tự. Peter F. Christoffersen (2012) đồng ý quan điểm rằng ERM làm tăng giá trị doanh nghiệp [6]. Các tác giả trong cuốn “*Hướng dẫn quản trị rủi ro - Các câu hỏi thường gặp*” của tổ chức tư vấn toàn cầu Protiviti cũng liệt kê một loạt các lợi ích của ERM bao gồm: Tích hợp các quan điểm khác nhau về rủi ro, hình thành niềm tin cho cổ đông và đối tác trong đầu tư, tăng cường quản trị doanh nghiệp, phòng vệ thành công trước những thay đổi của thị trường, xây dựng văn hóa phòng ngừa rủi ro trong doanh nghiệp [7].

3. Các bằng chứng thực nghiệm về tác động của ERM tới giá trị doanh nghiệp

Nghiên cứu thực nghiệm về vấn đề ERM và giá trị doanh nghiệp xuất hiện tương đối muộn. Công trình xuất bản gần đây nhất vào năm 2001. Đề đại diện cho giá trị doanh nghiệp thì đa số nghiên cứu sử dụng chỉ số Tobin'Q¹.

¹ James Tobin, người đoạt giải Nobel Kinh tế năm 1981, đưa ra khái niệm Q vào cuối thập niên 1960. Ý tưởng của

Trong trường hợp ERM lãi suất và ERM hối đoái (Bảng 1 và 2), các bằng chứng cho thấy có mối quan hệ tích cực giữa ERM và giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu về sử dụng công cụ phái sinh để ERM lãi suất và tỷ giá trong các ngân hàng kết luận rằng những hành động như vậy sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp. Hơn nữa, các nghiên cứu của doanh nghiệp phi tài chính về sử dụng công cụ phái sinh để phòng ngừa rủi ro tỷ giá đã tìm ra bằng chứng rằng ERM liên quan đến việc gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Các nghiên cứu được trích dẫn nhiều nhất trong số này là nghiên cứu của Allayannis và Weston (2001) về việc sử dụng các công cụ phái sinh của doanh nghiệp tài chính quy mô lớn giai đoạn 1990-1995. Một lần nữa, Tobin'Q lại được sử dụng để đo lường giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu cho thấy, phòng vệ rủi ro tỷ giá chiếm 4,8% mức doanh số bán hàng nước ngoài. Một nghiên cứu khác (Guay và Kothari, 2003) kết luận rằng công cụ phái sinh chiếm một phần nhỏ cho việc giải thích về tăng giá trị doanh nghiệp. Do đó, mối quan hệ tích cực giữa công cụ phái sinh và giá trị doanh nghiệp phản ánh xu hướng thành công của doanh nghiệp trong việc sử dụng công cụ phái sinh [8].

Tuy nhiên, một số nghiên cứu khác về ERM tỷ giá và lãi suất đã làm rõ hơn câu trả lời này. Graham và Rogers (2002) đã khảo sát 442 doanh nghiệp trên thế giới và kết luận rằng việc phòng ngừa rủi ro tỷ giá và lãi suất đã giúp các doanh nghiệp tăng giá trị lên 1,1% thông qua tăng khả năng vay nợ và hưởng lợi từ lá chắn thuế [8]. Trong khi đó, Nain (2004) cho rằng các doanh nghiệp không phòng ngừa rủi ro tỷ giá trong những ngành sử dụng phổ biến công cụ phái sinh sẽ có tỷ số Tobin'Q thấp hơn các đối thủ khác [9].

Tobin là nếu thị trường đánh giá một doanh nghiệp cao hơn giá trị vật chất của doanh nghiệp đó thì đây là tín hiệu thị trường cho rằng doanh nghiệp có triển vọng phát triển. Khi $Q > 1$, doanh nghiệp sẽ đẩy mạnh đầu tư để tăng trưởng, ngược lại nếu $Q < 1$ thì doanh nghiệp sẽ bán bớt tài sản vật chất hoặc giảm đầu tư xuống thấp.

Bảng 1: Bảng chứng thực nghiệm ERM tỷ giá và lãi suất ở doanh nghiệp tài chính

Tác giả	Nội dung nghiên cứu	Phát hiện từ nghiên cứu
Cyree và Huang (2004)	ERM lãi suất và tỷ giá ở các ngân hàng niêm yết (1993-1996)	Ngân hàng sử dụng công cụ phái sinh có giá trị cao hơn (Tobin's Q) các ngân hàng không sử dụng

Nguồn: Tóm tắt từ các nghiên cứu

Bảng 2: Bảng chứng thực nghiệm ERM tỷ giá và lãi suất ở doanh nghiệp phi tài chính

Tác giả	Nội dung nghiên cứu	Phát hiện từ nghiên cứu
Allayannis và Weston (2001)	Sử dụng công cụ phái sinh ERM tỷ giá ở 720 doanh nghiệp phi tài chính (1990-1995)	Mối quan hệ thuận chiều giữa ERM và giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q)
Bartram, Brown và Fehle (2004)	Sử dụng công cụ phái sinh ERM tỷ giá và lãi suất ở 7.292 doanh nghiệp tại Mỹ và 47 nước khác (2000-2001)	ERM sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp (đúng hơn trong trường hợp ERM lãi suất so với ERM tỷ giá)
Nain (2004)	ERM tỷ giá ở 548 doanh nghiệp có dùng công cụ phái sinh và 2.711 doanh nghiệp không sử dụng (1997-1999)	ERM tài chính hoặc làm tăng (hoặc không tác động) giá trị doanh nghiệp đo bằng Tobin's Q nếu nhiều (hoặc rất ít) các đối thủ cạnh cũng ERM
Kim, Mathur và Nam (2004)	Tác động của ERM tài chính (và rủi ro hoạt động) đối với sự nhạy cảm của rủi ro tỷ giá tại 424 doanh nghiệp (1996-2000)	ERM tài chính làm tăng giá trị doanh nghiệp
Allayannis, Lel và Miller (2005)	Mối quan hệ giữa ERM tỷ giá bằng công cụ phái sinh và giá trị doanh nghiệp ở 279 doanh nghiệp (1990-1999)	Việc sử dụng công cụ phái sinh ERM tỷ giá và giá trị doanh nghiệp có ảnh hưởng rất tích cực

Nguồn: Tóm tắt từ các nghiên cứu.

Bảng 3: Bảng chứng thực nghiệm ERM biến động giá ở doanh nghiệp sử dụng hàng hóa

Tác giả	Nội dung nghiên cứu	Phát hiện từ nghiên cứu
Carter, Rogers và Simkins (2004)	ERM giá xăng dầu ở 26 hãng hàng không (1994-2000)	Mối quan hệ thuận chiều giữa ERM biến động giá và giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q)

Nguồn: Tóm tắt từ các nghiên cứu.

Bảng 3 và 4 cho thấy các bằng chứng thực nghiệm gợi ý rằng việc phòng ngừa rủi ro biến động giá có làm tăng giá trị doanh nghiệp hay không phụ thuộc vào việc đó là doanh nghiệp sử dụng hàng hóa hay doanh nghiệp sản xuất hàng hóa. Từ cách tiếp cận tương tự như nghiên cứu của Nain (2004), một nghiên cứu độc lập về ERM tỷ giá ở doanh nghiệp sử dụng hàng hóa (Carter, Rogers và Simkins, 2005) phát hiện ra rằng quản trị giá dầu sẽ làm tăng giá trị các hãng hàng không [10].

Cụ thể hơn, một nghiên cứu khác về 29 hãng hàng không của Mỹ giai đoạn 1992-2003 cho thấy: (i) Giá cổ phiếu của các hãng hàng không rất nhạy cảm với giá dầu; (ii) Giá vé của các hãng hàng không có ERM giá xăng dầu sẽ cao hơn các hãng khác từ 12-16%.

Hai nghiên cứu của hãng American Airlines và Southwest Airlines cho thấy kết quả trái ngược nhau. Cuối năm 2004, AMR (doanh nghiệp mẹ của American Airlines) đã phòng vệ khoảng 5% chi phí xăng dầu cho năm 2005, kết

quả là doanh nghiệp phải trả thêm 1,3 tỷ đôla so với năm 2004 (một con số đáng kể khi doanh thu năm đó của hãng là 18,6 tỷ đôla và lỗ ròng là 761 triệu đôla). Ngược lại, Southwest Airlines đã có một kế hoạch bảo hiểm rủi ro tích cực (liên quan đến 80% chi phí cho xăng dầu của hãng năm 2005, thậm chí có những hợp đồng kéo dài đến 6 năm). Hành động này đã tiết kiệm cho hãng hơn 1 tỷ đôla từ năm 2000 và cho phép hãng thực hiện các cơ hội đầu tư quan trọng [8].

Trong ba nghiên cứu về ERM biến động giá trong doanh nghiệp sản xuất bao gồm hai nghiên cứu về doanh nghiệp dầu và khí ga, một nghiên cứu về doanh nghiệp khai thác vàng đều cho thấy quản trị biến động giá không có tác động gì hoặc có tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu. Nghiên cứu của Jin và Jorion (2005) về hoạt động ERM của 119 doanh nghiệp khai thác dầu và khí ga ở Mỹ từ năm 1998-2001 kết luận rằng mặc dù việc ERM giá làm giảm sự nhạy cảm của giá cổ phiếu đối với giá dầu và khí ga song nó cũng không làm tăng giá trị doanh nghiệp [11].

Những phát hiện từ các nghiên cứu cho thấy đa số kết quả chỉ ra mối quan hệ tích cực giữa ERM lãi suất và tỷ giá bằng công cụ phái sinh với giá trị doanh nghiệp. Một nghiên cứu chỉ ra bằng chứng tăng giá trị cổ phiếu trong doanh nghiệp sử dụng hàng hóa nếu doanh nghiệp này áp dụng các biện pháp ERM giá. Tuy nhiên, các

nghiên cứu tương tự ở doanh nghiệp sản xuất hàng hóa lại cho kết quả không rõ ràng.

Các nghiên cứu trên cho thấy, có mối liên hệ rõ ràng giữa ERM và giá trị doanh nghiệp trong các tổ chức tài chính như ngân hàng hay bảo hiểm. Manab và cộng sự (2010), Paaape và cộng sự (2011) cũng đồng ý với quan điểm này [4]. Tuy nhiên, các bằng chứng thực nghiệm trên thế giới đối với các doanh nghiệp phi tài chính cho thấy ERM có thể có ba tác động khác nhau đến giá trị doanh nghiệp: (i) Tác động xấu; (ii) tác động tốt; (iii) tác động không rõ ràng (tức là không làm tăng cũng như giảm giá trị doanh nghiệp). Điều này có thể lý giải bởi một số nguyên nhân sau:

Thứ nhất, quy mô doanh nghiệp: Có khá nhiều bằng chứng chứng minh rằng các doanh nghiệp lớn thường áp dụng quy trình ERM nhiều hơn là các doanh nghiệp nhỏ (Colquitt, Hoyt và Lee, 1999; Liebenberg và Hoyt, 2003; Beasley, Clune và Hermanson, 2005). Hơn nữa, Gordon, Loeb và Tseng (2009) cũng đưa ra kết luận rằng tác động của ERM tới giá trị doanh nghiệp có nhiều kết quả thực nghiệm khác nhau có thể xuất phát từ nguyên nhân “quy mô” và mức độ “phức tạp” trong hoạt động của doanh nghiệp [5]. Các nghiên cứu của Lang và Stulz (1994) và Allayannis và Weston (2001) từng chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa quy mô doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp [12].

Bảng 4: Bằng chứng thực nghiệm ERM biến động giá ở doanh nghiệp sản xuất hàng hóa

Tác giả	Nội dung nghiên cứu	Phát hiện từ nghiên cứu
Callahan (2002)	ERM giá vàng tại 20 doanh nghiệp khai vàng ở Bắc Mỹ (1996-2000)	Mối quan hệ nghịch chiều giữa ERM và giá cổ phiếu
Lookman (2004)	ERM ở các doanh nghiệp khai thác và sản xuất tại 125 doanh nghiệp (364 quan sát) qua 2 giai đoạn (1992-1994) và (1999-2000)	Với các doanh nghiệp không đa dạng hóa, ERM làm giảm giá trị doanh nghiệp; giá trị doanh nghiệp tăng với các doanh nghiệp thực hiện đa dạng hóa
Jin và Jorion (2005)	ERM ở doanh nghiệp	Không có mối quan hệ nào giữa ERM và giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q)

Nguồn: Tóm tắt từ các nghiên cứu.

Thứ hai, nợ vay: Sử dụng nợ vay có thể làm giảm gánh nặng thuế (MacKie - Mason, 1990) và thông qua đó làm tăng giá trị doanh nghiệp như trong nghiên cứu của M&M (1958). Nói cách khác, đòn bẩy tài chính làm tăng giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, lạm dụng đòn bẩy tài chính sẽ gây ra chi phí kiệt quệ tài chính và làm giảm giá trị doanh nghiệp, thậm chí dẫn tới phá sản. Bởi vậy, khi doanh nghiệp sử dụng nợ ở mức cao thì các chủ nợ và cả cổ đông sẽ yêu cầu doanh nghiệp ERM tốt hơn. Các tác giả (Hoyt và Liebenberg, 2011) đều đồng quan điểm rằng có mối quan hệ thuận chiều giữa nợ vay và giá trị doanh nghiệp [12].

Thứ ba, tốc độ tăng trưởng doanh thu: Nghiên cứu của Mayers (1977) cho rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu là một nhân tố quan trọng ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp. Ảnh hưởng của ERM đối với giá trị doanh nghiệp, tương quan với doanh số bán hàng, trở thành mối quan tâm của nhiều người khi mà tốc độ tăng trưởng doanh thu ổn định và mạnh mẽ của các tổ chức tài chính trước thời điểm các cuộc khủng hoảng tài chính nổ ra đã không thể lặp lại và hệ thống ERM được cho rằng đã thất bại trong việc giải quyết vấn đề này. Do đó, các nghiên cứu của Maury (2006) và King, Santor (2008) đều đưa ra kết luận rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu có mối quan hệ thuận chiều với giá trị doanh nghiệp [12].

Thứ tư, lợi nhuận doanh nghiệp: Một doanh nghiệp có lợi nhuận cao thường được giao dịch tại mức giá tốt hơn (Allayannis và Weston, 2001). Hơn nữa, nếu doanh nghiệp có mức lợi nhuận cao sẽ thu hút đầu tư. Naccur và Coaid (2002) nghiên cứu về thị trường chứng khoán

Tusinia đã chỉ ra rằng lợi nhuận chính là nhân tố tạo ra giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu của Mohamad và Saad (2010) đối với 172 doanh nghiệp niêm yết tại Malaysia cũng đưa ra kết luận tương tự [23]. Do đó, ROA cũng được coi như một nhân tố quan trọng ảnh hưởng quan trọng tới giá trị doanh nghiệp.

Thứ năm, cổ tức: M&M (1961) cho rằng chính sách cổ tức hoàn toàn không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp, mà giá trị doanh nghiệp lại tùy thuộc vào các quyết định đầu tư. Điều kiện mà các tác giả đưa ra là một thị trường hoàn hảo, các doanh nghiệp dễ dàng huy động vốn trên thị trường. Tuy nhiên, Myron J. Gordon (1962), David Durand (1955) và John Lintner (1962) cho rằng vì không thể tồn tại một thị trường hoàn hảo như vậy nên chính sách chi trả cổ tức cao sẽ làm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Điều này xuất phát từ hai lập luận: (i) Những người không thích rủi ro sẽ thích trả cổ tức cao hơn là hứa hẹn lãi vốn [20]; (ii) Chi cổ tức sẽ làm giảm lợi nhuận giữ lại, do vậy doanh nghiệp cần huy động vốn từ bên ngoài, điều này sẽ tăng giám sát của cơ quan quản lý và thị trường cũng như làm tăng giá trị doanh nghiệp.

4. Đề xuất mô hình đo lường tác động ERM tới giá trị doanh nghiệp cho các doanh nghiệp Việt Nam

Dựa trên các bằng chứng thực nghiệm của các tác giả, mô hình đánh giá tác động của ERM tới giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp Việt Nam được đề xuất như sau:

$$Q_{it} = \alpha + \beta_1 \text{ERM} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{LEVERAGE} + \beta_4 \text{SALES GROWTH} + \beta_5 \text{ROA} + \beta_6 \text{ROA} + \beta_7 \text{DIVIDENDS} + \beta_8 \text{BETA} + \varepsilon_{it}$$

Các biến được giải thích như sau:

- Tobin's Q (Giá trị doanh nghiệp): Trong mô hình này, biến giá trị doanh nghiệp được tính bằng công thức Tobin's Q như trong các nghiên cứu đã trình bày ở trên. Không giống như ROA, ROE vẫn thường được sử dụng trong nhiều nghiên cứu, chỉ số Tobin's Q có ưu điểm nhất định. Nếu như ROA, ROE phản ánh kết quả trong quá khứ thì Tobin's Q phản ánh kỳ vọng tương lai của nhà đầu tư. Điều này rất quan trọng bởi vì ích lợi của ERM không thể nhận ra ngay trong ngắn hạn.

Tobin's Q = (Giá trị thị trường của cổ phiếu + Giá trị sổ sách của các khoản nợ)/Giá trị sổ sách của tài sản.

- ERM: Mặc dù các bằng chứng thực nghiệm trên thế giới cho thấy ba kết quả khác nhau về tác động của ERM và giá trị doanh nghiệp, tuy nhiên tác giả vẫn kỳ vọng ERM sẽ có tác động thuận chiều đến giá trị doanh nghiệp đúng như lý thuyết. Việc tính toán ERM không đơn giản. Ngay cả các nghiên cứu ở các nước phát triển, nơi mà thông tin được cập nhật liên tục và công bố rộng rãi thì việc tính toán ERM cũng là một thử thách với các nhà nghiên cứu. Một số tác giả (Beasley, Pagach và Warr, 2008; Hoyt và Liebenberg, 2010) sử dụng chức danh giám đốc rủi ro (CRO) là một minh chứng để thực hiện ERM. Một số người khác (Gordon, Loeb và Tseng, 2009) phát triển các chỉ số riêng của họ [14]. Việc tìm kiếm chức danh này ở Việt Nam không khó đối với các tổ chức tài chính như ngân hàng và bảo hiểm nhưng lại khá khó khăn với các doanh nghiệp phi tài chính vì không phải doanh nghiệp nào cũng có. Tuy nhiên, bắt đầu từ năm 2009, Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư số 210/2009/BTC ngày 6/11/2009 yêu cầu các doanh nghiệp niêm yết báo cáo rủi ro tài chính của doanh nghiệp trên

thuyết minh báo cáo tài chính, bao gồm rủi ro thị trường (lãi suất, tỷ giá, biến động giá), rủi ro thanh khoản và rủi ro tín dụng. Dựa trên các thông tin này, kết hợp với thông tin về CRO (nếu có), có thể đề xuất mức điểm để tính ERM như sau:

+ Doanh nghiệp sẽ được chấm điểm ERM = 0 nếu có một/hoặc tất cả các biểu hiện sau: (i) Doanh nghiệp ghi rõ là không ERM; (ii) Chỉ mô tả rủi ro, không báo cáo về công tác kiểm soát rủi ro; (iii) Chỉ báo cáo phương thức ERM 2 trong 5 rủi ro tài chính doanh nghiệp gặp phải.

+ Các doanh nghiệp báo cáo về phương thức ERM của 3 hoặc 4 trong 5 rủi ro tài chính thì chấm điểm ERM = 0,5.

+ Các doanh nghiệp có báo cáo rủi ro đầy đủ, cụ thể thì ERM = 1. Một số ít doanh nghiệp có chức danh CRO thì cũng được nhận ERM = 1.

- Leverage (Nợ vay): Chỉ số này được tính toán bằng cách lấy giá trị sổ sách các khoản nợ chia cho giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu. Mỗi quan hệ giữa đòn bẩy tài chính với giá trị doanh nghiệp là thuận chiều, tuy nhiên, khi lá chắn thuế thấp hơn chi phí kiệt quệ tài chính thì giá trị doanh nghiệp giảm.

- ROA: Là kết quả của thu nhập ròng trên tổng tài sản của doanh nghiệp. Chỉ số này đánh giá khả năng sinh lời của doanh nghiệp trong quá khứ. Mỗi quan hệ được kỳ vọng giữa ROA và giá trị doanh nghiệp là thuận chiều.

- Dividends và Beta: Biến Dividend là biến giả, sẽ nhận giá trị bằng 1 nếu năm đó doanh nghiệp trả cổ tức và bằng 0 trong trường hợp ngược lại. Hệ số Beta cho biết biến động giá cổ phiếu của doanh nghiệp so với toàn bộ thị trường. Giá trị của Beta có thể lấy trên các trang web của các doanh nghiệp chứng khoán.

5. Kết luận

Các nghiên cứu về ERM được thực hiện khá nhiều tại các nước phát triển. Về mặt lý thuyết, các tác giả đều minh chứng rõ ràng lợi ích của ERM đối với hoạt động sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp. Trong các bằng chứng thực nghiệm, chỉ có một số ít nghiên cứu không đưa ra kết luận tích cực về mối quan hệ giữa ERM với giá trị doanh nghiệp. Điều này được giải thích bằng một số nguyên nhân như sự khác nhau về quy mô, lợi nhuận, tốc độ tăng trưởng kinh doanh, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính và tỷ lệ phân chia cổ tức của doanh nghiệp. Các yếu tố này đã được tính đến trong mô hình đề xuất đánh giá tác động của ERM đối với các doanh nghiệp Việt Nam.

Tài liệu tham khảo

- [1] International Swaps, Derivatives Association, "2003 Derivatives Usage Survey", 2003.
- [2] International Swaps, Derivatives Association, "A Survey of Finance Professors' Views on Derivatives", 2004.
- [3] Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, "Enterprise Risk Management - Integrated Framework: Executive Summary", 2004.
- [4] Nor Amalina Mohd Abdullah et al., "Adoption of Enterprise Risk Management Practices in Organization: A Review", *International Journal of Business & Information Technology*, 2 (1992).
- [5] Qiuying Li, "Enterprise Risk Management and Firm Value within China's Insurance Industry", *AOSIS Open Journals*, 2013.
- [6] Peter Christoffersen, *Elements of Financial Risk Management*, Second Edition, Library of Congress Cataloging-in-Publication Data, 2012.
- [7] Independent Risk Consulting Protivity, *Guide to Enterprise Risk Management - Frequently Asked Questions*.
- [8] Charles Smithson et al., "Does Risk Management Add Value? A Survey of the Evidence", *Journal of Applied Corporate Finance* 17 (2005) 3, A Morgan Stanley Publication.
- [9] Nain, A., "The Strategic Motives for Corporate Risk Management", Working paper, University of Michigan, 2004.
- [10] Carter, D., D. Rogers, B. Simkins, "Does Fuel Hedging Make Economics Sense? The Case of the U.S. Airline Industry", Working Paper, Oklahoma State University and Portland State University, 2004.
- [11] Jin, Y., P. Jorion, "Firm Value and Hedging: Evidence from U.S. Oil and Gas Producers", Working Paper, 2004.
- [12] Hoyt, Liebenberg, "The Value of Enterprise Risk Management", *The Journal of Risk and Insurance*, 78 (2011) 4, 795-822.
- [13] Allayannis, G., James Weston, "The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value", *Review of Financial Studies*, 14 (2001), 243-276.
- [14] Bertinetti et al., *The Effect of the Enterprise Risk Management Implementation on the Firm Value of European Companies*, 2013.
- [15] Callahan, M., "To Hedge or Not To Hedge... That Is the Question: Empirical Evidence from the North American Gold Mining Industry 1996-2000", *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 11 (2002), 271.
- [16] Lookman, A., "Does Hedging Increase Firm Value? Evidence from Oil and Gas Producing Firms", Working Paper, Carnegie Mellon University, 2004.
- [17] Allayannis, G., U. Lei, D. Miller, "Corporate Governance and the Hedging Premium Around the World", Working Paper, Darden School of Business (University of Virginia) and Kelley School of Business (Indiana University), 2004.
- [18] Kim, Y., I. Mathur, J. Nam, "Is Operational Hedging a Substitute for or a Complement To Financial Hedging?", Working Paper, Northern Kentucky University, 2004.
- [19] Brigham, Houston, *Essential of Financial Management*, Florida University Publishing House, 2009.

Empirical Evidence on the Impact of Risk Management on Enterprise Values

Trịnh Thị Phan Lan

*VNU University of Economics and Business,
144 Xuân Thủy Str., Cầu Giấy Dist., Hanoi, Vietnam*

Abstract: The paper studies how risk management (ERM) impacts enterprise values through surveying research conducted in the past. Most empirical studies show that risk management has a positive impact on enterprise values; however, some indicate that enterprise values reduce or do not increase due to risk management. This is explained by several factors such as differences in terms of size, profitability, business growth, degree of financial leverage, and dividend payout ratios of the business. Based on the survey, a research model is proposed to measure how risk management impacts enterprise values for Vietnamese enterprises.

Keywords: Financial risk, financial risk management, enterprise value.