

GERENCIAMENTO DE RISCOS CORPORATIVOS - EVIDENCIAÇÃO, DESEMPENHO ORGANIZACIONAL E VALORIZAÇÃO DAS AÇÕES

RALPH FONSECA MUNIZ DE MELO
UNIVERSIDADE DE FORTALEZA (UNIFOR)

PAULO ROBERTO DE CARVALHO NUNES
UNIVERSIDADE DE FORTALEZA (UNIFOR)

NICOLINO TROMPIERI NETO
UNIVERSIDADE DE FORTALEZA (UNIFOR)

GERENCIAMENTO DE RISCOS CORPORATIVOS – EVIDENCIAÇÃO, DESEMPENHO ORGANIZACIONAL E VALORIZAÇÃO DAS AÇÕES

INTRODUÇÃO

Segundo Mcshane, Nair, & Rustambekov (2011) o Gerenciamento de Riscos Corporativos ou *Enterprise Risk Management* (ERM) vem, aos poucos, ganhando destaque no mundo acadêmico e corporativo.

Pesquisa realizada por Beasley, Branson & Hancock (2019), no ano de 2018, com a aplicação de questionário junto a diretores financeiros ou cargos equivalentes de empresas ligadas ao *American Institute of Certified Public Accountants* (AICD) demonstrou que dos 445 respondentes, a grande maioria dos executivos entrevistados (59%) apontou que o volume e a complexidade dos riscos quase que mudaram totalmente nos últimos cinco anos. Nessa mesma pesquisa, 68% das empresas informaram que passaram recentemente por pelo menos uma surpresa operacional, em razão de um risco que não previram adequadamente.

Tais características, nas economias emergentes, são ainda mais acentuadas, devido, principalmente, ao maior ambiente de incerteza. Segundo Aguiar & Gopinath, (2007), as economias emergentes, ao contrário dos países com economia desenvolvida, apresentam frequentes mudanças no mercado, devido às drásticas reversões nas políticas fiscal, monetária e comercial desses países.

Outro fator importante, que impulsionou o desenvolvimento do ERM, foram as crises econômicas ocorridas nas últimas décadas. Segundo Liebenberg & Hoyt (2003) e Cohen, Krishnamoorthy, & Wright (2017) os escândalos ocorridos no final do século XX e no início do século XXI vão de encontro com a governança corporativa, amplificando a necessidade de as organizações administrarem melhor seus riscos, ficando em destaque o gerenciamento de riscos corporativos.

Para exemplificar tais crises, tem-se o caso Enron, de 2001, tendo como consequências a falência dela, a dissolução de uma das principais empresas de auditoria contábil da época, a Arthur Andersen, e uma crise de confiança no mercado de capitais (Rockness & Rockness, 2005). Outro caso, conforme Demyanyk & Hemert (2011), foi a bolha imobiliária americana de 2008, que gerou, além da crise no mercado financeiro (incluindo a falência do banco de investimento Lehman Brothers), recessão e desemprego nos EUA, tendo reflexo em outros países.

Dentre as normas e manuais desenvolvidos no mundo sobre o gerenciamento de riscos corporativos, o COSO ERM *framework* consiste geralmente na estrutura mais citada em estudos científicos e utilizada pelas empresas (Lundqvist, 2014; Dias, 2017; IBGC, 2017; COSO, 2017; Trautman & Kimbell, 2018). Portanto, utilizou-se esse modelo do COSO na pesquisa, que apresenta um *framework* integrado entre ERM, Estratégia e Desempenho Organizacional, no qual o ERM contribui efetivamente para o atingimento dos objetivos organizacionais e a geração de valor da empresa (COSO, 2017).

Dessa forma, como o desempenho organizacional pode ser definido e medido por meio do alcance dos objetivos organizacionais (Richard, Devinney, Yip, & Johnson, 2009) e o ERM tem por finalidade contribuir para o atingimento desses objetivos (COSO, 2017), pode-se supor que exista uma forte relação entre desempenho organizacional e o gerenciamento de riscos corporativos. E em relação a valorização, Baxter, Hoitash & Yezegel (2013), afirmam que empresas com altos padrões de qualidade no ERM possuem uma melhor avaliação no mercado, inclusive no mercado de capitais.

Por outro lado, Power (2009) critica o ERM, principalmente em relação à forma como esse vem sendo implantado e executado, pois apesar de muitas empresas (inclusive bancos) implementarem o ERM desde os anos 1990, essas organizações sofreram bastante (ou até foram

protagonistas) com as crises financeiras ocorridas no início desse século, considerando que os sinais dados pelo mercado não foram nada sutis.

Neste contexto, acredita-se também que embora os motivos para a implantação de um ERM com frequência se baseiem no desejo de que o ERM forneça valor estratégico, a integração do ERM com a estratégia normalmente é limitada (Viscelli, Hermanson, & Beasley, 2017). E, em geral, o ERM ainda está muito ligado aos aspectos e riscos financeiros, carecendo de uma visão mais holística para a criação de valor sustentável (Kaplan & Norton, 2008).

PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO

Este estudo visa a responder ao seguinte problema de pesquisa: qual a relação do gerenciamento de riscos corporativos com o desempenho organizacional e a valorização das ações das empresas brasileiras com emissão de ADRs (*American Depositary Receipt*)?

Para tanto, esta pesquisa tem por objetivo analisar a relação do gerenciamento de riscos corporativos ou *Enterprise Risk Management* (ERM) com o desempenho organizacional e a valorização das ações das empresas brasileiras com emissão de ADR, além de identificar o nível de evidenciação (*disclosure*) do ERM dessas empresas, segundo os componentes e princípios do COSO ERM 2017.

Esta pesquisa torna-se relevante pela necessidade de mais estudos sobre a relação entre o ERM e o valor gerado para as empresas (Baxter, Hoitash, & Yezegel, 2013), a influência do ERM no desempenho organizacional (Bromiley, Mcshane, Nair, & Rustambekov, 2015), o gerenciamento de riscos corporativos nos países em desenvolvimento (Gatzert & Martin, 2015) e a presença do ERM nos relatórios financeiros (Cohen, Krishnamoorthy, & Wright, 2017), considerando o novo *framework* do COSO ERM 2017.

FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

***Enterprise Risk Management* – ERM**

Dickinson (2001) aponta que a gestão de riscos, como um processo formal, tem origem entre as décadas de 1940 e 1950. No início, conforme o autor, tem-se o foco no gerenciamento dos riscos de seguros e riscos financeiros, de forma independente e não coordenada entre os setores da empresa. Contudo, segundo Colquitt, Hoyt & Lee (1999), cada vez mais, o gestor de riscos está se envolvendo no gerenciamento de uma gama maior de riscos enfrentados pela empresa, em vez de focar apenas em poucos riscos já conhecidos.

Com o passar dos anos, outros riscos foram gradativamente inseridos na gestão das empresas, como por exemplo riscos de crédito, riscos operacionais, riscos de mercados, riscos de TI e riscos de imagem ou marca, porém, ainda não eram gerenciados de forma articulada (Kaplan & Mikes, 2012).

Diante disso, o termo gerenciamento de riscos corporativos ou ERM surgiu nos anos de 1990, com o intuito de gerenciar, de forma sistemática e integrada, todos os riscos que uma empresa está submetida (Dickinson, 2001). Segundo Hayne & Free (2014), outro fator importante para a aceitação e evolução do gerenciamento de riscos corporativos nas organizações deve-se às falhas e inadequações dos sistemas de controles internos tradicionais que, por sua vez, estavam desvinculados a uma gestão de riscos integrada e eficaz.

Nesse contexto, a organização deve ter um ambiente estruturado para o bom funcionamento do gerenciamento de riscos corporativos como, por exemplo, controles gerais, sistema de informação e comunicação e uma definição clara de seus objetivos organizacionais (Lundqvist, 2014).

Sobre o propósito e finalidade, o gerenciamento de riscos corporativos visa a prover uma garantia razoável ao atingimento dos objetivos organizacionais, gerando valor para a organização, através de diversas atividades, inclusive identificando oportunidade de ganhos e

reduzindo a probabilidade e o impacto de possíveis perdas organizacionais (COSO, 2004; IBGC, 2017).

Para tanto, Rochette (2009) afirma que a organização deve empenhar-se no desenvolvimento de uma cultura forte de riscos, pois sem isso a chance de sucesso será limitada. Segundo Arena, Arnaboldi & Azzone (2010), a mudança de mentalidade, a ponto de mudar o comportamento, necessita que os riscos sejam apresentados como problemas concretos. Isto é, fazendo-se necessária uma “conversa sobre riscos”, procurando levantar, avaliar e tratar os riscos, de maneira conjunta, por meio das principais preocupações dos gestores e, conseqüentemente, da empresa (Arena, Arnaboldi, & Palermo, 2017).

Zhao, Hwang & Low (2014) apresenta que a organização deve integrar o ERM a todos os processos de gerenciamento (incluindo a rotina do dia a dia das operações e dos processos de suporte). Segundo Kaplan & Mikes (2012) a falta desta integração foi um dos principais motivos que separou os bancos que faliram na crise financeira (na primeira década deste século) daqueles que sobreviveram.

Na versão atual do COSO ERM, todo gestor organizacional tem a responsabilidade de gerenciar os riscos inerentes aos processos em que atua, ou seja, qualquer gestor na organização também é um gestor de riscos. Diante disso, o novo framework para o gerenciamento de riscos corporativos está totalmente integrado à gestão organizacional, desde à concepção da estratégia até o monitoramento do desempenho organizacional (COSO, 2017).

ERM e Evidenciação

Healy, Hutton, & Palepu (1999) expõem que a divulgação voluntária (ou seja, melhorias na divulgação) são seguidas de aumentos no preço das ações, sendo assim, observa-se que as regras e estratégias de divulgação geram conseqüências no mercado de capitais. Outra contribuição dessa pesquisa, conforme os autores, refere-se ao fato de que estes aumentos na divulgação ocorrem no mesmo momento em que a empresa está captando recursos no mercado.

Verrecchia (2001) foca seu estudo na taxonomia em relação aos estudos sobre divulgações contábeis, apresentando três categorias de divulgação: baseada em associação, discricionária e baseada em eficiência. Segundo o autor, é fundamental para a empresa reduzir a assimetria de informações em seus relatórios em relação, principalmente, a benefícios provenientes do mercado.

Em pesquisa realizada em empresas brasileiras pertencentes ao Novo Mercado da BMF&BOVESPA (categoria de maior nível de governança corporativa), visando à identificação de práticas de ERM nos relatórios anuais, Fernandes, Silva & Santos (2008) concluíram que esses relatórios apresentaram um baixo nível de evidenciação nas práticas, relacionado ao gerenciamento de riscos corporativos.

Zonatto & Beuren (2012) identificaram a evidenciação de sete categorias de riscos (com base no COSO ERM 2004), nos relatórios de administração de empresas brasileiras com emissão de ADRs. Conforme os autores, os principais resultados obtidos com a pesquisa foram: 32,14% das empresas não evidenciaram nenhum tipo de risco aos quais estão expostas; a maior categoria de riscos evidenciados foi a de riscos operacionais; foram identificados 14 tipos de riscos diferentes; e não foi identificada uma padronização em relação aos riscos evidenciados.

Semelhante ao estudo realizado por Zonatto & Beuren (2012), Magro, Filipin & Fernandes (2015) também realizaram um estudo sobre a evidenciação de riscos no contexto de concessionárias de rodovias listadas na BMF&BOVESPA. Segundo os autores, mercado, operação, crédito e liquidez foram as principais categorias evidenciadas, e uma uniformidade foi encontrada nas evidenciações desse segmento, diferente do resultado encontrado nas empresas com emissão de ADRs (Zonatto & Beuren, 2012).

Filzen (2015) analisou os efeitos da divulgação de fatores de riscos (sobre possíveis eventos negativos), exigidos pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), verificando

retornos significativamente mais baixos após a divulgação do relatório, bem como apresentação de baixas nos lucros nos períodos seguintes. O autor concluiu que novos fatores de riscos publicados estão associados a resultados futuros mais baixos (portanto, a SEC atingiu seu objetivo de prevenir o investidor) e que em torno da data de divulgação do relatório existem retornos negativos para empresas que incluíram novos fatores de riscos.

Ertugrul, Lei, Qiu & Wan (2017) expõem que a falta de clareza e o tom de ambiguidade nos relatórios anuais estão ligados à ocultação de informações por parte dos gestores, tendo como consequência um maior custo de financiamentos (maior *spread* cobrado pelas instituições financeiras), podendo, ainda, gerar queda nos preços das ações.

Heinle & Smith (2017) desenvolveram um modelo para mensurar os efeitos da divulgação de riscos quando uma empresa emite um sinal imperfeito em relação às variações de fluxo de caixa. Nessa pesquisa, os autores concluíram que a divulgação de riscos diminui o custo de capital, em concordância com o estudo de Ertugrul, Lei, Qiu & Wan (2017), e que a resposta dos investidores é pequena quando os riscos esperados são altos.

Realizando uma revisão da literatura para identificar a influência dos relatórios financeiros nas decisões de investimentos, Roychowdhury, Shroff & Verdi (2018) desenvolveram uma estrutura para compreender como a divulgação das empresas pode impactar nas decisões de investimento corporativo. Como principal resultado, os autores concluíram que as decisões e estratégias sobre a divulgação corporativa afetam as decisões de investimentos.

Santos & Coelho (2018) analisaram se a evidenciação de riscos, no relatório anual (especificamente, o Formulário de Referência), impacta na avaliação das empresas brasileiras de capital aberto. Os resultados, conforme os autores, apresentaram que a divulgação dos fatores de riscos afeta a percepção dos investidores, os quais consideram essas informações em sua avaliação sobre risco-retorno.

Esta seção apresentou diversos estudos sobre evidenciação de riscos e sua importância para a empresa e demais partes interessadas, considerando os impactos/efeitos dessa divulgação. Contudo, as evidenciações dessas pesquisas eram bastante restritas em relação ao ERM, ou seja, a maioria dos estudos apresentados focou em somente um aspecto do gerenciamento de riscos corporativos, como por exemplo a identificação do risco, fator de risco ou categorias de risco. Outro ponto importante refere-se à falta de estudos sobre a evidenciação do novo framework de ERM do COSO.

ERM, Valor para Acionista e Desempenho

Tanto Meulbroek (2002) como Nocco & Stulz (2006), em seus estudos, discutem e apresentam as características de um gerenciamento integrado de riscos, abordando a geração de valor proporcionada a partir dessa integração, por meio, entre outras ações, da escolha, avaliação e tratamento dos riscos importantes para a lucratividade da empresa, além de atuar na definição do nível ideal de risco, com fins de maximizar o valor para o acionista. Nocco & Stulz (2006) ainda consideram o ERM uma vantagem competitiva para a empresa no longo prazo, aumentando, dessa forma, a expectativa de ganho do acionista.

Contudo, Pagach & Warr (2010), apesar de encontrarem resultados positivos em sua pesquisa, verificando um aumento no desempenho organizacional após a contratação de um CRO (principalmente no setor bancário), afirmam a necessidade de mais pesquisas que comprovem a contribuição do ERM para a criação de valor no longo prazo.

Gordon, Loeb & Tseng (2009) também afirmam uma relação positiva entre o ERM e o desempenho organizacional, no entanto, outras cinco variáveis (incerteza ambiental, concorrência no setor, tamanho da empresa, complexidade da empresa e monitoramento pelo conselho de administração) devem ser levadas em consideração nessa equação.

Hoyt & Liebenberg (2011) e McShane, Nair & Rustambekov (2011) realizaram pesquisas semelhantes, verificando a relação entre o ERM e o valor dessas empresas (utilizando o q de Tobin para essa medição) em empresas do setor de seguros. Os primeiros definiram alguns determinantes para mensurar o ERM; enquanto os últimos utilizaram um índice criado pela *Standard and Poor*.

Em relação aos resultados, Hoyt & Liebenberg (2011) apresentaram uma relação positiva, de forma estatística e economicamente significativa em sua pesquisa. Contudo, McShane, Nair & Rustambekov (2011) encontraram uma relação positiva no que se refere a empresas que cresceram na escala do índice ERM, mas essa relação não foi evidenciada nas empresas que possuíam o nível mais alto do referido índice. Sendo assim, os autores recomendaram a realização de mais pesquisas sobre esse tema.

Quon, Zeghal & Maingot, (2012) concluíram, em sua pesquisa, que a exposição aos riscos, incluindo riscos econômicos (como por exemplo os ocasionados pela crise financeira de 2008), não possuem evidências de uma associação direta com o desempenho organizacional. Ou seja, segundo os autores, empresas semelhantes, expostas a riscos semelhantes, tiveram desempenhos diferentes.

A relação entre a qualidade do ERM, o desempenho organizacional e o valor da empresa em instituições financeiras foi verificada por Baxter, Hoitash & Yezegel (2013), em que utilizaram o índice da S&P para medir a qualidade do ERM, os retornos contábeis para medir o desempenho da empresa e o q de Tobin para mensurar o valor da empresa. Os autores concluíram que, considerando as limitações da pesquisa, empresas que investem numa melhor qualidade do ERM obtêm um melhor desempenho organizacional e valor de mercado.

Gatzert & Martin (2015), com base em evidências empíricas da literatura, afirmaram que, geralmente, o ERM contribui para um melhor desempenho organizacional e maior valor para a empresa. Contudo, conforme os autores, a generalização dessa conclusão é limitada, devido, principalmente, a questões geográficas e setoriais das evidências analisadas.

Em estudo realizado em companhias de capital aberto na Malásia, Ping & Muthuveloo (2015), utilizando o modelo do COSO ERM 2004, identificaram uma relação positiva entre o ERM e o desempenho organizacional, considerando também a importância do papel de monitoramento do conselho de administração, o tamanho e a complexidade da organização.

Degenhart (2016), na sua pesquisa em empresas brasileiras de capital aberto, pertencentes ao índice IBrX-50 da BM&FBOVESPA, expõem que as organizações que possuíam um comitê de riscos (evidenciado) tinham um desempenho melhor do que as empresas que não tinham esse comitê. A presença do comitê de riscos, portanto, foi a métrica utilizada para medir quem possui um grau mais maduro ou avançado em ERM, semelhante ao CRO utilizado por Pagach & Warr (2010).

O artigo apresentado por Callahan & Soileau (2017) representa uma extensão do estudo desenvolvido por Gordon, Loeb & Tseng (2009). Nessa extensão, segundo os autores, evidenciou-se uma associação positiva entre o desempenho, medido pelo Retorno sobre Ativos (ROA) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), e a maturidade do ERM (medido por meio de levantamento junto às auditorias internas e documentações das empresas), além de ampliar o escopo do estudo para empresas não financeiras.

Em um estudo em empresas italianas com capital aberto, Florio & Leoni (2017) identificaram que empresas com alto desenvolvimento no ERM possuem resultado financeiro e avaliação de mercado melhores. Para tanto, os autores desenvolveram uma nova métrica para avaliar o nível de maturidade em ERM.

Anju & Uma (2017), em sua pesquisa, desenvolveram um modelo conceitual para testar, numa implantação do gerenciamento de riscos corporativos, a correlação entre o Valor da Empresa, o Comitê de Gerenciamento de Riscos ou Diretor de Riscos, Comitê de Auditoria.

Silva, Silva & Chan (2019) apresentaram uma relação positiva entre a abordagem ERM (medida por meio de um constructo desenvolvido pelos autores) e valor da organização (utilizando o “q de Tobin” como métrica). Tal estudo foi realizado com empresas brasileiras listadas na bolsa de valores, pertencentes ao índice IBrX100 da BM&FBOVESPA.

Durst, Hinteregger & Zieba (2019) expõem que o gerenciamento de riscos do conhecimento possui uma associação positiva com o desempenho organizacional, no que se refere aos aspectos de crescimento, sustentabilidade, agilidade e capacidade de inovação. No entanto, conforme os autores, em relação à capacidade de resposta, a pesquisa não apresentou evidências de uma correlação entre desempenho e gestão de riscos do conhecimento.

Nesta seção, a grande maioria dos estudos se concentra na relação entre o ERM e o desempenho organizacional e/ou valor para a empresa, utilizando, contudo, métricas, métodos e contextos diferentes. Essa relação apresenta-se positiva, porém, necessitando de mais estudos, em contextos e/ou métricas diferentes, para que as afirmativas possam ser generalizadas.

Em relação às métricas utilizadas para medição do nível de ERM, os referidos estudos apresentaram índices desenvolvidos pelos autores, identificação de alguma estrutura organizacional de riscos (CRO ou Comitês de Risco), utilização do índice ERM da S&P ou do COSO ERM 2004 (apenas um estudo). E em relação ao desempenho organizacional e valor da empresa, várias métricas financeiras e econômicas foram utilizadas, ficando em destaque o q de Tobin para a avaliação do valor da empresa.

Quanto ao contexto das empresas analisadas, muito ainda precisa ser ampliado. Como por exemplo, as pesquisas de Hoyt & Liebenberg (2011), McShane, Nair e Rustambekov (2011) e Baxter, Hoitash & Yezegel (2013), que analisaram somente o setor financeiro e de seguros.

Diante de todo o exposto, portanto, e visando contribuir para sanar lacuna na literatura e acrescentar informações relevantes sobre o gerenciamento de riscos corporativos (para executivos e estudiosos sobre o tema), conforme apresentado nesta revisão da literatura, a presente pesquisa formulou e testou as seguintes hipóteses:

Hipótese 1 (H1): existe uma relação positiva entre a evidenciação, nos relatórios anuais, do gerenciamento de riscos corporativos, conforme o framework ERM COSO 2017, com o desempenho organizacional.

Hipótese 2 (H2): existe uma relação positiva entre a evidenciação, nos relatórios anuais, do gerenciamento de riscos corporativos, conforme o framework ERM COSO 2017, com a valorização de suas ações.

Para tanto, esta pesquisa se propôs a identificar o nível de evidenciação (*disclosure*) do gerenciamento de riscos corporativos, nos relatórios anuais de empresas brasileiras com emissão de ADRs, com base no framework do COSO ERM 2017. E, a partir do nível de evidenciação do ERM encontrado, relaciona-se esta evidenciação com desempenho organizacional e com a valorização das ações da empresa.

METODOLOGIA

Esta pesquisa caracteriza-se como descritiva, pois buscou, inicialmente, analisar e descrever o nível de evidenciação do gerenciamento de riscos corporativos, conforme o *framework* do COSO ERM 2017, em documentos de divulgação anual, das 25 (vinte e cinco) empresas brasileiras listada na B3 (abreviatura de Brasil, Bolsa e Balcão) e com emissão de ADR (listadas na bolsa de Nova Iorque), referente aos anos de 2017 e 2018. Em seguida, verificou se a evidenciação em ERM das empresas, neste período, possuem uma relação positiva com o desempenho organizacional e com o valor de suas ações.

A abordagem definida para esta pesquisa foi tanto qualitativa, para identificar e analisar a evidenciação do gerenciamento de riscos corporativos, como quantitativa, no que se refere ao cálculo de indicadores e utilização de estatística (regressão) para o teste das hipóteses.

Como estratégia para a identificação da evidência do gerenciamento de riscos corporativos, foi utilizada a análise de conteúdo e documental, tendo como categorias de análise os 20 (vinte) princípios presentes no *framework* COSO ERM 2017.

Os documentos que foram coletados para a análise de conteúdo e documental, são o Relatório de Administração/ Comentário do Desempenho e os capítulos 4 (Fatores de risco) e 5 (Gerenciamento de riscos e controles internos) do Formulário de Referência.

Para a realização desta análise, considerou-se a “palavra” como unidade de registro e a “frase” como unidade de contexto. Segundo Bardin (2004) a unidade de registro corresponde ao item a codificar e representa o conteúdo a considerar como referência (base). E, ainda segunda a autora, a unidade de contexto tem por função estabelecer os limites textuais para a análise, contribuindo para a significação e interpretação dos dados.

Neste estudo foi definida a palavra “risco” como unidade de registro e, portanto, a cada palavra “risco” encontrada no relatório, a frase (unidade de contexto) na qual esta palavra está inserida foi analisada e interpretada, objetivando a identificação de algum dos 20 princípios do *framework* COSO ERM 2017.

Para tanto, cada princípio evidenciado foi contado uma única vez, por empresa e ano analisado, mesmo que a unidade de registro seja evidenciada mais vezes nessa referida empresa e ano. O princípio do COSO presente no arquivo analisado de cada empresa, foi codificado com o número “um”. Nos casos em que o princípio não esteve presente, o código registrado foi representado pelo número “zero”.

Desta forma, todos os dados foram tabulados e calculou-se o índice de evidência de cada arquivo (empresa e ano). Este índice consiste na razão entre a quantidade de princípios evidenciados e a quantidade total de princípios. Estes índices, por sua vez, foram utilizados para a realização da análise quantitativa.

Seguindo a análise qualitativa, verificou-se: o comportamento do nível de evidência do ERM em relação aos anos de 2017 e 2018; os princípios que foram mais ou menos evidenciados (e se algum princípio não foi evidenciado em nenhuma empresa); e quais empresas apresentaram um maior ou menor nível de evidência.

Na abordagem quantitativa, a métrica definida para representar o desempenho organizacional foi a margem líquida, a qual calcula-se a partir a razão entre o lucro líquido e a receita líquida da empresa (Damodaran, 2017).

No caso da valorização das ações, a métrica definida foi a Taxa de Retorno Total do Acionista (TRA), que consiste no somatório de duas outras taxas: a Taxa de Rendimento do Acionista (ou Dividend Yield – DY) e a Taxa de Retorno de Ganhos de Capital. A taxa de rendimento representa os dividendos pagos durante todo o período, dividido pelo preço da ação no início do período; e a taxa de retorno de ganhos é determinada pela diferença entre o preço da ação no final e no início do período, dividida pelo preço da ação verificado no início do período (Assaf Neto, 2019), conforme figura 1.

$$\text{TRA} = \text{Dividend Yield (DY)} + \text{Taxa de Retorno de Ganhos de Capital}$$
$$\text{TRA} = \frac{\text{DIV}}{\text{PREÇO AÇÃO INI.}} + \frac{\text{PREÇO AÇÃO FIM} - \text{PREÇO AÇÃO INI.}}{\text{PREÇO AÇÃO INI.}}$$

Somando as duas expressões, tem-se:

$$\text{TRA} = \frac{\text{DIV} + (\text{PREÇO AÇÃO FIM} - \text{PREÇO AÇÃO INI.})}{\text{PREÇO AÇÃO INI.}}$$

Figura 1. Taxa de Retorno Total do Acionista – TRA.

Fonte: Assaf Neto (2019).

Das empresas brasileiras com emissão de ADRs na Bolsa de Valores de Nova Iorque (28 empresas), três ficaram de fora da amostra por não estarem listadas na B3 (Atento S.A.,

Nexa Resources S.A. e PagSeguro Digital Ltd.). Sendo assim, a amostra definida para a realização deste estudo configura-se como intencional e não-probabilística (Vieira, 2019).

Para o teste das hipóteses foi utilizado um modelo de regressão (econométrico) com dados em painel com efeitos fixos. Este modelo pode medir melhor as características e os efeitos de mais de uma observação em corte transversal, sendo mais adequado para analisar as mudanças ocorridas entre estes cortes (Gujarati, 2011).

Segue descrição do modelo utilizado nesta pesquisa:

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{it} + \varepsilon_{it}; \quad i = 1, \dots, 25; \quad t = 1, 2. \quad (1)$$

onde Y_{it} representa a variável dependente, X_{it} é a variável explicativa, β_2 é o coeficiente de impacto a ser estimado, os coeficientes β_{1i} representam a heterogeneidade não observada entre as unidades amostrais no modelo e ε_{it} é o erro aleatório, em que se assume $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2)$. O subscrito i representa a unidade amostral do *cross-section*, no total de 25 empresas, e t a dimensão do tempo, no total de 2 anos, totalizando uma amostra de 50 observações.

As variáveis utilizadas no modelo acima estão em percentual, dessa forma, o coeficiente estimado $\hat{\beta}_2$ representa a elasticidade entre a variável explicativa X e a variável dependente Y , isto é, um aumento de 1% na variável explicativa X , aumentará (caso $\hat{\beta}_2$ seja positivo), ou reduzirá (caso $\hat{\beta}_2$ seja negativo) a variável dependente Y em $\hat{\beta}_2\%$. As variáveis utilizadas no modelo de dados em painel são:

- Índice de evidenciação do ERM representando a variável explicativa no modelo;
- Margem Líquida representando uma variável dependente no referido modelo;
- TRA representando uma variável dependente no referido modelo.

Para realizar o teste da hipótese H1, utilizou-se o Índice de Evidenciação do ERM e a Margem Líquida, enquanto para o teste da hipótese H2, considerou-se o Índice de Evidenciação do ERM e a TRA.

Para tanto, foi utilizado o *software* estatístico STATA para realizar os testes das referidas hipóteses, considerando o modelo descrito acima.

O painel de dados utilizado tem como características ser balanceado, pois possui o mesmo número de observações em cada corte transversal, e curto, devido ao número de itens (empresas, no caso) no corte transversal ser maior que os períodos (somente dois) em análise (Gujarati, 2011).

ANÁLISE DOS RESULTADOS

O primeiro resultado desta pesquisa consiste na análise qualitativa sobre a evidenciação do gerenciamento de riscos corporativos nos relatórios anuais das empresas deste estudo, utilizando a análise de conteúdo e documental, conforme o *framework* do COSO ERM 2017. Nessa análise, calculou-se o índice de evidenciação do ERM, que está apresentado na tabela 1, bem como valores de margem líquida e TRA.

Em relação à evolução da evidenciação entre os anos de 2017 e 2018, observa-se que nenhuma empresa diminuiu seu nível de evidenciação, ou seja, ou as empresas mantiveram o mesmo nível (44% dos casos) ou aumentaram o seu nível de evidenciação do ERM (66% das empresas). Nessa observação, verifica-se que tais empresas, em 2018, tiveram uma melhora na evidenciação e, portanto, um aumento na preocupação das organizações em divulgar suas ações relacionadas ao gerenciamento dos riscos corporativos.

Outro ponto em relação ao comportamento da evidenciação foi que em 2018, 60% das empresas apresentaram nível de evidenciação igual ou superior a 50% (ou seja, 10 ou mais princípios do COSO ERM presentes nos relatórios) e 40% das empresas obtiveram um índice de evidenciação de ERM inferior a 50%.

Diante desses dados, percebe-se que existe muito espaço para as empresas se desenvolverem em relação à evidenciação do ERM, bem como da efetiva implantação dele.

Segundo Cohen, Krishnamoorthy & Wright (2017), um bom gerenciamento de riscos corporativos fornece diretrizes para uma melhor elaboração dos relatórios das empresas (principalmente aquelas com capital aberto). Ou seja, segundo os autores, existe uma forte relação entre o ERM e a qualidade dos relatórios financeiros (e integrados) das empresas.

As empresas que tiveram maior número de princípios evidenciados em seu relatório em 2018 foram o Banco Itaú, a Petrobras, a Embraer e o Banco Santander, respectivamente. E as empresas que obtiveram os menores índices de evidenciação do ERM foram a Ambev, a BrasilAgro, a Linx e a Azul, respectivamente.

Tabela 1

Valores Evidenciação ERM, Margem Líquida e TRA

Nº	Empresa - Ano	Evidenciação ERM	Margem Líquida	TRA
1	AmBev - 2017	25%	15,3%	33,1%
2	AmBev - 2018	25%	21,9%	-25,5%
3	Azul - 2017	25%	6,6%	23,3%
4	Azul - 2018	35%	7,6%	33,8%
5	Bradesco - 2017	60%	12,6%	41,3%
6	Bradesco - 2018	60%	14,9%	37,1%
7	BrasilAgro - 2017	30%	14,8%	24,0%
8	BrasilAgro - 2018	30%	32,9%	33,8%
9	BRF - 2017	40%	-3,9%	-23,8%
10	BRF - 2018	50%	-14,8%	-40,1%
11	Cemig - 2017	50%	4,6%	-6,2%
12	Cemig - 2018	60%	7,8%	116,7%
13	COPEL - 2017	30%	8,0%	-5,4%
14	COPEL - 2018	45%	9,7%	58,8%
15	Cosan - 2017	55%	19,7%	13,2%
16	Cosan - 2018	55%	18,5%	-17,1%
17	CPFL - 2017	60%	4,6%	-21,5%
18	CPFL - 2018	60%	7,7%	52,3%
19	CSN - 2017	55%	0,6%	-21,7%
20	CSN - 2018	55%	22,6%	5,5%
21	Eletrobras - 2017	70%	-5,9%	-6,5%
22	Eletrobras - 2018	70%	53,4%	34,6%
23	Embraer - 2017	65%	4,8%	29,4%
24	Embraer - 2018	75%	-3,4%	9,4%
25	Gerdau - 2017	35%	-0,9%	16,6%
26	Gerdau - 2018	40%	5,0%	22,7%
27	GOL - 2017	35%	3,7%	220,9%
28	GOL - 2018	50%	-6,8%	71,9%
29	Itau - 2017	95%	15,5%	108,9%
30	Itau - 2018	95%	19,5%	106,3%
31	Linx - 2017	25%	14,8%	25,6%
32	Linx - 2018	35%	10,4%	54,8%
33	Oi - 2017	55%	-28,0%	52,4%
34	Oi - 2018	60%	111,6%	-50,2%
35	Petrobras - 2017	80%	0,1%	9,9%
36	Petrobras - 2018	85%	7,6%	53,0%
37	Sabesp - 2017	70%	17,2%	33,7%
38	Sabesp - 2018	70%	17,6%	1,0%
39	Santander - 2017	60%	12,8%	115,6%
40	Santander - 2018	75%	18,2%	131,6%
41	Suzano - 2017	45%	17,2%	46,6%
42	Suzano - 2018	50%	2,4%	104,7%
43	Telefonica - 2017	40%	10,7%	21,3%
44	Telefonica - 2018	40%	20,5%	10,2%

45	TIM - 2017	45%	7,6%	72,4%
46	TIM - 2018	45%	15,0%	-6,8%
47	Ultrapar - 2017	40%	1,9%	19,6%
48	Ultrapar - 2018	45%	1,2%	-23,2%
49	VALE - 2017	40%	16,3%	82,0%
50	VALE - 2018	45%	19,2%	40,8%

Fonte: Elaborada pelos autores.

As 25 empresas da amostra estão distribuídas (classificadas) em 14 setores econômicos diferentes, portanto, não foi possível realizar uma análise profunda sobre o comportamento da evidenciação entre os setores. Sendo assim, as informações sobre os setores presentes na amostra são similares às observadas nas referidas empresas. Ou seja, os setores de bancos (Itaú e Santander), de petróleo & gás (Petrobras) e aeroespacial & defesa (Embraer) são os que apresentaram um maior índice de evidenciação do ERM, por exemplo.

As empresas que obtiveram um maior aumento (evolução) percentual em relação aos princípios do COSO ERM evidenciado em seus relatórios anuais em 2018 (em relação a 2017) foram a Copel, a Gol, a Azul e a Linx, respectivamente.

Desta forma, pode-se observar que empresas com um baixo índice de evidenciação do ERM, como a Azul e a Linx, tiveram uma maior evolução percentual no mesmo índice, indicando, mais uma vez, a preocupação das empresas em melhorar sua evidenciação sobre o gerenciamento de riscos corporativos.

Sobre os princípios do COSO presentes nos relatórios, em 2017 e 2018 (conforme tabela 2), constatou-se que dois estão presentes em todas as empresas, são eles: “identifica o risco” e “implementa respostas aos riscos”. Os outros três princípios mais presentes são: “Analisa o contexto de negócios”, “Formula objetivos de negócios” e “Estabelece estruturas operacionais”, respectivamente.

Contudo, o detalhamento e a qualidade da evidenciação de cada princípio variam bastante entre as empresas, devendo as organizações buscarem o aperfeiçoamento do ERM, bem como da sua evidenciação (*disclosure*). No processo de monitoramento e análise do ERM, todas as ações e atividades do gerenciamento de riscos corporativos devem ser revisadas com base no aperfeiçoamento do atendimento aos referidos princípios, visando à criação e manutenção de valor para a companhia (COSO, 2017).

Somente no princípio “Avalia estratégias alternativas” não foi identificada a evidenciação nesta pesquisa. Contudo, como a disponibilidade de informações relevantes é crucial para qualquer processo de tomada de decisões (Shubik, 1954) e o ERM consiste em um sistema de gestão fundamental para a concepção e gestão estratégica eficaz (Kaplan & Mikes, 2012), as empresas precisam empenhar esforços na avaliação de estratégias alternativas, considerando os objetivos estratégicos, os riscos envolvidos e o apetite a risco da companhia. Desta forma, a empresa pode se antecipar e reduzir os impactos da materialização de determinados riscos, em vez de somente agir após os eventos adversos ocorrerem (Rochette, 2009).

Tabela 2

Princípios do COSO evidenciados

Princípios do COSO ERM 2017	Quantidade de relatórios com evidenciação do princípio
Implementa respostas aos riscos	50
Identifica o risco	50
Analisa o contexto de negócios	48
Formula objetivos de negócios	40
Estabelece estruturas operacionais	39
Busca o aprimoramento no gerenciamento de riscos corporativos	33

Analisa riscos e desempenho	32
Define o apetite a risco	30
Avalia mudanças importantes	29
Divulga informações de riscos, cultura e desempenho	25
Adota uma visão de portfólio	24
Exerce supervisão do risco por intermédio do conselho	22
Comunica informações sobre riscos	20
Alavanca sistemas de informação	19
Prioriza os riscos	18
Avalia a severidade do risco	18
Define a cultura desejada	12
Atrai, desenvolve e retém pessoas capazes	6
Demonstra compromisso com os valores fundamentais	2
Avalia estratégias alternativas	0

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os princípios menos evidenciados nos relatórios de 2017 e 2018 foram: “Define a cultura desejada”, “Atrai, desenvolve e retém pessoas capazes”, “Demonstra compromisso com os valores fundamentais” e “Avalia estratégias alternativas”.

Desta forma, percebe-se que as empresas precisam se dedicar mais para a implantação de uma cultura de riscos, percebendo a importância dos valores e do fator humano nesse processo. Portanto, as empresas precisam compreender (e incorporar em sua rotina) que o ERM não consiste somente em um conjunto de atividades e ferramentas, mas, também, em uma rede de pessoas (Arena, Arnaboldi, & Palermo, 2017).

Para análise quantitativa, na qual as hipóteses desta pesquisa foram testadas, os dados da tabela 3 foram inseridos no *software* STATA para os devidos cálculos, segundo o modelo de econométrico com dados em painel com efeitos fixos, descrito na seção 3.2.

A tabela 3 exibe as estatísticas descritivas das variáveis do modelo, na qual se pode verificar um alto grau de dispersão para todas as variáveis.

Tabela 3

Estatística Descritiva das Variáveis do Modelo

	Margem	TRA	ERM
Média	21,900	24,580	6,0000
Mediana	21,500	24,500	6,0000
Mínimo	1,0000	1,0000	1,0000
Máximo	45,000	49,000	14,000
Desvio Padrão	13,380	14,451	3,3746
Coefficiente de Variação	0,6109	0,5879	0,5624
Observações	50	50	50

Fonte: Elaborada pelos autores, com utilização do *software* Stata.

A tabela 4 apresenta os resultados do modelo de dados em painel com efeitos fixos, tomando a margem líquida como a variável dependente. Essa tabela apresenta o resultado referente ao teste da hipótese H1.

Tabela 4

Resultados do Modelo de Painel com Efeitos Fixos com a variável dependente Margem

Variável Explicativas	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística <i>t</i>	P-valor
Intercepto	12,6979	4,46923	2,841	0,0090
ERM	1,53369	0,74487	2,059	0,0505

Fonte: Elaborada pelos autores, com utilização do *software* Stata.

De acordo com os resultados apresentados na tabela 4, verifica-se que o coeficiente estimado para a variável ERM, igual a aproximadamente 1,53, é estatisticamente significativa a

um nível de 10%, dado que o P-valor referente é igual a 0,0505, sendo maior do que 5,0%, porém, menor do que 10%. Esse resultado indica que o aumento de 1,0% na variável explicativa ERM implica num aumento de 1,53% na variável dependente Margem Líquida.

Diante desse teste, pode-se afirmar que existe uma relação positiva entre a evidenciação, nos relatórios anuais, do gerenciamento de riscos corporativos, conforme o *framework* ERM COSO 2017, com o desempenho organizacional. Ou seja, de acordo com os dados apresentados, a hipótese H1 foi testada e validada.

Em seguida, os resultados do modelo de dados em painel com efeitos fixos, tomando a TRA como variável dependente, são apresentados na Tabela 5.

Tabela 5

Resultados do Modelo de Painel com Efeitos Fixos com a variável dependente TRA

Variável Explicativas	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística <i>t</i>	P-valor
Intercepto	13,5481	4,63062	2,926	0,0074
ERM	1,83865	0,77177	2,382	0,0255

Fonte: Elaborada pelos autores, com utilização do software Stata.

Analisando os resultados apresentados na Tabela 5, verifica-se que o coeficiente estimado para a variável ERM, igual a aproximadamente 1,83, é estatisticamente significativa a um nível de 5%, dado que o P-valor referente é igual a 0,0255, sendo maior do que 1,0%, porém, menor do que 5%. Esse resultado indica que o aumento de 1,0% na variável explicativa ERM implica num aumento de 1,83% na variável dependente TRA.

Diante desse teste, pode-se afirmar que existe uma relação positiva entre a evidenciação, nos relatórios anuais, do gerenciamento de riscos corporativos, conforme o *framework* ERM COSO 2017, com a valorização de suas ações. Ou seja, de acordo com os dados apresentados, a hipótese H2 foi testada e validada.

Portanto, tem-se que as duas hipóteses elaboradas nesta pesquisa foram testadas e validadas, contribuindo, assim, para apresentar a importância do gerenciamento de riscos corporativos (incluindo a evidenciação do mesmo) para a geração de valor das empresas.

CONCLUSÃO

Este estudo, no que se refere à evidenciação, amplia (com a verificação dos 20 princípios do COSO), em um novo contexto (empresas com emissão de ADRs), a pesquisa realizada por Fernandes, Silva e Santos (2008), apresentando um maior nível de evidenciação dessas organizações, pois 60% tiveram nível de evidenciação igual ou superior a 50% em 2018 e, em relação ao ano anterior, 66% aumentaram o seu nível de evidenciação do ERM. Sendo assim, observa-se um aumento na preocupação das organizações em divulgar suas ações relacionadas ao gerenciamento dos riscos corporativos.

Ainda em relação à evidenciação, este estudo difere das pesquisas realizadas por Zonatto & Beuren (2012), Magro, Filipin & Fernandes (2015) e Filzen (2015), que focaram na evidenciação dos riscos e não no gerenciamento de riscos corporativos. Para tanto, esta pesquisa utilizou o *framework* COSO ERM 2017, contribuindo, desta forma, com informações relevantes, para uso do ambiente acadêmico e empresarial, pois não se encontrou estudo semelhante no levantamento bibliográfico realizado.

Com o resultado dessa análise, constatou-se que os princípios do COSO mais presentes nos relatórios, em 2017 e 2018, são “Identifica o risco”, “Implementa respostas aos riscos”, “Analisa o contexto de negócios”, “Formula objetivos de negócios” e “Estabelece estruturas operacionais”, respectivamente. E os que menos apareceram foram “Demonstra compromisso com os valores fundamentais”, “Atrai, desenvolve e retém pessoas capazes”, “Define a cultura desejada” e “Avalia a severidade do risco”. Ressaltando que o princípio “Avalia estratégias alternativas” não foi evidenciado em nenhum relatório.

Portanto, as empresas precisam direcionar mais esforços para a melhoria do seu gerenciamento de riscos corporativos, principalmente em relação à vinculação com a estratégia e com os aspectos culturais e humanos. Dessa forma, o ERM pode trazer benefícios concretos relacionados à geração de valor para a organização (Kaplan & Mikes, 2012).

Este estudo também teve como objetivos específicos, mensurar a relação entre o nível de evidenciação do gerenciamento de riscos corporativos com o desempenho organizacional e a valorização das ações das empresas brasileiras com emissão de ADRs. Sendo assim, cumpriu-se com o objetivo do estudo porque se testou tanto a relação do ERM com o desempenho organizacional (considerando o indicador de margem líquida), como com a valorização das ações das empresas (considerando indicador de TRA).

Esta pesquisa difere das demais já realizadas, tanto em relação ao contexto (empresas de 14 setores da economia e com emissão de ADRs) quanto às métricas utilizadas. Sobre o contexto, muitas pesquisas focaram somente nos setores financeiros e de seguros, como foi o caso de Hoyt & Liebenberg (2011), McShane, Nair & Rustambekov (2001) e Baxter, Hoitash & Yezegel (2013). E para as métricas, tem-se o “q de Tobin” para medir o valor de mercado da empresa, como foi o caso de Silva, Silva & Chan (2019), o ROA e o ROE para medir o desempenho organizacional, utilizado por Callahan & Soileau (2017), entre outras.

Tais estudos já realizados sobre a relação entre ERM, desempenho e valor apresentaram uma relação positiva, porém, em suas conclusões (e limitações), apontam para a necessidade de mais estudos que reforcem essa afirmativa. Portanto, esta pesquisa contribui para a identificação da referida relação.

Para tanto, elaboraram-se duas hipóteses e aplicou-se um modelo econométrico com dados em painel com efeitos fixos, em cada uma delas, para testá-las. Como resultado, as duas hipóteses foram validadas pelos referidos testes de regressão estatística.

Portanto, os testes apresentaram a existência de uma relação positiva entre a evidenciação, nos relatórios anuais, do gerenciamento de riscos corporativos, conforme o *framework* ERM COSO 2017, com o desempenho organizacional (H1); e de uma relação positiva entre a evidenciação, nos relatórios anuais, do gerenciamento de riscos corporativos, conforme o *framework* ERM COSO 2017, com a valorização de suas ações (H2).

Sendo assim, os acionistas, os executivos e as estruturas de governança corporativa precisam intensificar seus esforços no patrocínio e implantação de um programa para um gerenciamento dos riscos corporativos efetivos, haja vista o resultado desta pesquisa, além do referencial teórico apresentado.

Este estudo apresenta limitações. A primeira, consiste no curto horizonte temporal, já que o novo *framework* do COSO foi lançado em 2017, e somente dois exercícios sociais estavam disponíveis (2017 e 2018). Diante disso, novos estudos, considerando um horizonte temporal maior (como por exemplo, o fechamento contábil dos anos 2019, 2020 e 2021), são necessários.

Outra limitação desta pesquisa refere-se às métricas utilizadas para mensurar o ERM, desempenho organizacional e valor para o acionista. Ou seja, apesar deste estudo contribuir com métricas diferentes das então utilizadas em estudos semelhantes, novas pesquisas podem abordar outras métricas a fim de reforçar ou refutar as conclusões obtidas nesta pesquisa.

Esta pesquisa considerou o contexto de empresas brasileiras com emissão de ADRs na NYSE; sugere-se, portanto, que outros estudos sejam desenvolvidos em contextos diferentes, considerando aspectos geográficos, setores da economia, porte das empresas, entre outras características.

Por fim, acredita-se que este estudo contribuiu para reforçar a importância do gerenciamento de riscos corporativos na geração e manutenção de valor das empresas, sendo mais um referencial para pesquisas futuras sobre o referido tema.

REFERÊNCIAS

- Aguiar, M., & Gopinath, G. (2007). Emerging Market Business Cycles: The Cycle Is the Trend. *Journal of Political Economy*, 115, 69-102.
- Anju, K. J., & Uma, V. R. (2017). The Determinants of Firm Value From Enterprise Risk Management Perspective: A Conceptual Model. *Journal of Management Research*, 17, 194-203.
- Arena, M., Arnaboldi, M., & Azzone, G. (2010). The organizational dynamics of Enterprise Risk Management. *Accounting, Organizations and Society*, 35, 659-675.
- Arena, M., Arnaboldi, M., & Palermo, T. (2017). The dynamics of (dis)integrated risk management: A comparative field study. *Accounting, Organizations and Society*, 1-17.
- Assaf Neto, A. (2019). *Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas*. São Paulo: Atlas.
- Bardin, L. (2004). *Análise de Conteúdo*. São Paulo: Editora 70.
- Baxter, R., Hoitash, R., & Yezegel, A. (2013). Enterprise Risk Management Program Quality: Determinants, Value Relevance, and the Financial Crisis. *Contemporary Accounting Research*, 30, 1264-1295.
- Beasley, M. S., Branson, B. C., & Hancock, B. V. (2019). *The State of Risk Oversight: An Overview of Enterprise Risk Management Practices*. Raleigh: AICPA/ERM Initiative.
- Bromiley, P., Mcshane, M., Nair, A., & Rustambekov, E. (2015). Enterprise Risk Management: Review, Critique, and Research Directions. *Long Range Planning*, 265-276.
- Callahan, C., & Soileau, J. (2017). Does Enterprise risk management enhance operating performance? *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 1-18.
- Cohen, J., Krishnamoorthy, G., & Wright, A. (2017). Enterprise Risk Management and the Financial Reporting Process: The Experiences of Audit Committee Members, CFOs, and External Auditors. *Contemporary Accounting Research*, 34, 1178-1209.
- Colquitt, L., Hoyt, L., & Lee, R. (1999). Integrated Risk Management and the Role of the Risk Manager. *Risk Management and Insurance Review*, 2, 43-61.
- COSO. (2004). *Enterprise Risk Management - Integrated Framework*. New York: AICPA.
- COSO. (2017). *Enterprise Risk Management - Integrating with Strategy and Performance: Executive Summary, Framework and Appendices*. New York: COSO.
- Damodaran, A. (2017). *Valuation: Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações*. Rio de Janeiro: LTC.
- Degenhart, L. e. (2016). Relação entre presença de comitê de gestão de risco e desempenho econômico em empresas brasileiras. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 4-21.
- Demyanyk, Y., & Hemert, O. (2011). Understanding the Subprime Mortgage Crisis. *The Review of Financial Studies*, 24, 1848-1880.
- Dias, A. P. (2017). ¿Auditoría más efectiva después de COSO ERM 2017 o de ISO 31000:2009? *Perspectiva Empresarial*, 4, 71-80.
- Dickinson, G. (2001). Enterprise Risk Management: Its Origins and Conceptual Foundation. *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 360-366.
- Durst, S., Hinteregger, C., & Zieba, M. (2019). The linkage between knowledge risk management and organizational performance. *Journal of Business Research*, 105, 1-10.
- Ertugrul, M., Lei, J., Qiu, J., & Wan, C. (2017). Annual Report Readability, Tone Ambiguity, and the Cost of Borrowing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52, 811-836.

- Fernandes, F. C., Silva, M., & Santos, F. T. (2008). Informações sobre Gestão de Riscos nas Ians das Empresas Listadas no Novo Mercado da Bovespa. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 2, 36-55.
- Filzen, J. J. (2015). The Information Content of Risk Factor Disclosures in Quarterly Reports. *Accounting Horizons*, 29, 887-916.
- Florio, C., & Leoni, G. (2017). Enterprise risk management and firm performance: The Italian case. *The British Accounting Review*, 49, 56-74.
- Gatzert, N., & Martin, M. (2015). Determinants and Value of Enterprise Risk Management: Empirical Evidence from the Literature. *Risk Management and Insurance Review*, 18, 29-53.
- Gordon, L., Loeb, M., & Tseng, C. (2009). Enterprise risk management and firm performance: A contingency perspective. *Account. Public Policy*, 28, 301-327.
- Gujarati, D. N. (2011). *Econometria básica*. Porto Alegre: AMGH.
- Hayne, C., & Free, C. (2014). Hybridized professional groups and institutional work: COSO and the rise of enterprise risk management. *Accounting, Organizations and Society*, 39, 309-330.
- Healy, P., Hutton, A., & Palepu, K. (1999). Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16, 485-520.
- Heinle, M. S., & Smith, K. C. (2017). A theory of risk disclosure. *Review of Accounting Studies*, 22, 1459-1491.
- Hoyt, R. E., & Liebenberg, A. P. (2011). The Value of Enterprise Risk Management. *The Journal of Risk and Insurance*, 78, 795-822.
- IBGC. (2017). *Gerenciamento de riscos corporativos: evolução em governança e estratégia*. São Paulo: IBGC.
- Kaplan, R., & Mikes, A. (2012). Managing Risks: A New Framework. *Harvard Business Review*, 48-60.
- Kaplan, R., & Norton, D. (2008). *A Execução Premium*. Rio de Janeiro: Campus.
- Liebenberg, A. P., & Hoyt, R. E. (2003). The Determinants of Enterprise Risk Management: Evidence from the Appointment of Chief Risk Officers. *Risk Management and Insurance Review*, 6, 37-52.
- Lundqvist, S. A. (2014). An Exploratory Study of Enterprise Risk Management: Pillars of ERM. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 393-429.
- Magro, C. B., Filipin, R., & Fernandes, F. C. (2015). Gestão de Riscos: Análise da Evidenciação de Riscos nas Concessionárias de Rodovias Listadas na Bovespa com Base na Metodologia COSO. *ConTexto*, 15, 57-75.
- Mcshane, M. K., Nair, A., & Rustambekov, E. (2011). Does Enterprise Risk Management Increase Firm Value? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 641-658.
- Meulbroek, L. K. (2002). Integrated Risk Management for the Firm: A Senior Manager's Guide. *Journal of Applied Corporate Finance*, 56-70.
- Nocco, B. W., & Stulz, R. M. (2006). Enterprise Risk Management: Theory and Practice. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18, 8-20.
- Pagach, D., & Warr, R. (2010). The Effects of Enterprise Risk Management on Firm Performance. *Work Paper*. North Carolina State University.
- Ping, T., & Muthueloo, R. (2015). The Impact of Enterprise Risk Management on Firm Performance: Evidence from Malaysia. *Asian Social Science*, 11, 149-159.
- Power, M. (2009). The risk management of nothing. *Accounting, Organizations and Society*, 34, 849-855.
- Quon, T. K., Zeghal, D., & Maingot, M. (2012). Enterprise risk management and firm performance. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 263-267.

- Richard, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S., & Johnson, G. (2009). Measuring Organizational Performance: Towards Methodological Best Practice. *Journal of Management*, 35, 718-804.
- Rochette, M. (2009). From risk management to ERM. *Journal of Risk Management in Financial Institutions*, 2, 394-408.
- Rockness, H., & Rockness, J. (2005). Legislated ethics: From Enron to Sarbanes-Oxley, the impact on corporate America. *Journal of Business Ethics*, 57, 31-54.
- Roychowdhury, S., Shroff, N., & Verdi, R. (2018). The Effects of Financial Reporting and Disclosure on Corporate Investment: A Review. *Work Paper. Boston College*.
- Santos, J. G., & Coelho, A. C. (2018). Value-relevance do disclosure: fatores e gestão de riscos em firmas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Finanças - USP*, 29, 390-404.
- Shubik, M. (1954). Information, Risk, Ignorance, and Indeterminacy. *The Quarterly Journal of Economics*, 68, 629-640.
- Silva, J. R., Silva, A. F., & Chan, B. L. (2019). Enterprise Risk Management and Firm Value: Evidence from Brazil. *Emerging Markets Finance & Trade*, 687-703.
- Trautman, L., & Kimbell, J. (2018). Bribery and Corruption: The Coso Framework, FCPA, and U.K. Bribery Act. *Florida Journal of International Law*, 30, 191-246.
- Verrecchia, R. (2001). Essays on Disclosure. *Accounting Papers. University of Pennsylvania*.
- Vieira, S. (2019). *Fundamentos de estatística*. São Paulo: Atlas.
- Viscelli, T. R., Hermanson, D. R., & Beasley, M. S. (2017). The Integration of ERM and Strategy: Implications for Corporate Governance. *Accounting Horizons*, 31, 69-82.
- Zhao, X., Hwang, B., & Low, S. P. (2014). Critical Success Factors for Enterprise Risk Management in Chinese Construction Companies. *Construction Management and Economics*, 31, 1199-1214.
- Zonatto, V. C., & Beuren, I. M. (2012). Evidenciação das Características Básicas Recomendadas pelo COSO (2004) para a Gestão de Riscos em Ambientes de Controle no Relatório da Administração de Empresas Brasileiras com ADRs. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 77-98.