

**ENSAIO SOBRE FATORES INSTITUCIONAIS-CONTINGENCIAIS NO ENFORCEMENT
E NA GOVERNANÇA DE RISCO DO ENTERPRISE RISK MANAGEMENT**

JULIANO RODRIGUES SILVA

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE (MACKENZIE)

OCTAVIO RIBEIRO DE MENDONÇA NETO

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE (MACKENZIE)

ALDY FERNANDES DA SILVA

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE (MACKENZIE)

ENSAIO SOBRE FATORES INSTITUCIONAIS-CONTINGENCIAIS NO ENFORCEMENT E NA GOVERNANÇA DE RISCO DO *ENTERPRISE RISK MANAGEMENT*

1 Introdução

Propomos neste ensaio uma reflexão conceitual e crítica de aspectos institucionais e fatores contingenciais como determinantes da prerrogativa correspondente de valor para elementos de governança de risco legalmente requeridos na abordagem do *Enterprise Risk Management* – ERM. Grande parte dos estudos anteriores documentam que o ERM adiciona valor (Aebi et al., 2012; Baxter et al., 2013; Eckles et al., 2014; Ellul & Yerramilli, 2013; Farrell & Gallagher, 2015; Florio & Leoni, 2017; Gordon et al., 2009; Hoyt & Liebenberg, 2011; Pagach & Warr, 2010; Silva et al., 2022; Silva et al., 2019).

Em um ambiente de mercado imperfeito, o ERM adiciona valor por meio da alocação e decisão de estrutura de capital mais eficientes (Cummins et al., 2001; Graham & Rogers, 2002; Mayers & Smith Jr., 1982; Myers & Read Jr., 2001; Nicodano & Regis, 2019; Nocco & Stulz, 2006), na medida em que atenua custos diretos e indiretos com *financial distress* e dispersão de resultados (Beasley et al., 2008; Beasley et al., 2005; Hoyt & Liebenberg, 2011). Este ensaio visa aprofundar esta discussão, a partir de determinantes estruturais, econômicos e financeiros da empresa com os quais o ERM catalisa criar valor, mas que requer fortalecimento de elementos de governança de risco como resultado de uma abordagem ampla e estratégica da gestão de risco. Ao contrário de uma visão limitada e segregada da visão tradicional de gestão de risco, por amplo e estratégico entende-se gestão holística – em oposição à forma de gestão em silos. Como forma de gerir não apenas risco de mercado, de crédito e liquidez, mas também o operacional, o de imagem, o socioambiental, o político e legal, entre outros, tudo num único portfólio de risco, a empresa faz uso da gestão ampla e estratégica de risco de forma que as decisões considerem todo excedente de risco (*i.e.* dentro de um único portfólio), como parte do processo de captura de oportunidades e permitir decisões que gere valor para o acionista.

Especificamente, buscamos ampliar as discussões para os achados ensejados em três linhas de pesquisas, que serão abordadas nas seções seguintes. Em Baxter et al. (2013), Grace et al. (2015), Hoyt e Liebenberg (2011) e Lundqvist (2015), quanto à qualidade da governança de risco e, de forma complementar, na segunda linha, para elementos de magnitude e maturidade do ERM, em Florio e Leoni (2017), McShane et al. (2011) e Silva et al. (2022). Na perspectiva normativa e legal, este estudo oferece ainda uma discussão na linha proposta por Lundqvist e Vilhelmsson (2018) e Whitman (2015), a favor de um *enforcement* – fazer cumprir por algum tipo de exigência – de implementação do ERM, como forma de vislumbrar ganho com qualidade na comunicação e na criação de valor para o *stakeholder*.

De acordo com Lundqvist (2015), a governança de risco deve partir das características de uma abordagem de risco restrita (em silos), sobretudo segregada e não interseccionada entre diversos tipos num único portfólio, para a compreender a forma como desenvolver uma abordagem de risco ampla (holística) ao se decidir implementar o ERM. Ademais, o autor considera importante conceituar o ERM com base em elementos de gestão de risco tradicional e governança de risco. Porém, entre os diversos elementos determinantes para adoção do ERM (Liebenberg & Hoyt, 2003; Pagach & Warr, 2010), como forma de motivar sua adoção, não está claro como esse conjunto estrutural adiciona valor à empresa. Em parte, argumentamos que elementos econômicos, como tamanho, alavancagem e controle de dispersão de resultado sejam os reais motivadores de adoção e de consequente incremento de valor por meio da gestão integrada dos riscos da empresa. Por outro lado, aspectos de governança, como por meio de um comitê de risco corporativo, pode melhorar a comunicação com o *stakeholder* e atenuar

problemas de assimetria informacional, em casos como opacidade de ativos, remuneração de executivos e, de forma abrangente, problemas de liquidez e de insolvência.

Neste sentido, a teoria de finanças preconiza que, em ambientes de imperfeição de mercado e convexidade tributária¹, a gestão de risco adiciona valor (Froot et al., 1993; Smith & Stulz, 1985; Stulz, 1984; Tufano, 1996). Do contrário, em um cenário ausente de convexidade fiscal e com múltiplas nuances de riscos observáveis, mas inertes a custos de transações financeiras, não haveria sentido implementar um programa de gestão de risco – tal como o ERM. Neste ambiente, não haveria oportunidades de ganho com um planejamento eficaz para elisão fiscal; ademais, a captação de recursos seria inesgotável e livre de problemas com assimetria informacional. Logo, não haveria necessidade de adequar estrutura ótima de *hedge*, como forma de atenuar impactos de custos financeiros com a estrutura e alocação de capital para ensejar ganhos com oportunidades de investimento, obtenção de fluxo positivo de caixa futuro e consequente aumento de valor.

Isto posto, a questão passa a ser a de discutir dois temas sob o ponto de vista de um ensaio teórico. O primeiro, se na iminência de um *enforcement* maior haveria uma resposta isomórfica das empresas, se coercitiva, normativa ou mimética (DiMaggio & Powell, 1983; Scott, 2008). Neste caso, espera-se que a abordagem institucional, diante do ganho potencial com oportunidades de valor, mesmo que sensível a intempéries da economia e a diferentes níveis de maturidade de sua estrutura, colabore para amplificar as discussões na comunidade acadêmica. Já para o segundo, iremos discutir como o ERM gera valor e como isso impacta as empresas, quando comparadas entre si e se a motivação para implementação dele, em momento *ex ante*, como forma de prevenir impactos de uma crise futura, se dá por determinantes relacionados a fatores contingenciais (Fisher, 1995; Otley, 1980). Diante disso, argumentamos que aspectos institucionais-contingenciais expliquem parte deste envolvimento com a cultura organizacional, como forma de indicar tendências para a definição de políticas e de estrutura de mercado, mesmo que, possivelmente, dissonantes entre mercados desenvolvidos e emergentes. Por fim, esperamos que os desenvolvimentos recentes de uma estrutura ótima do ERM possam indicar tendência para uso de tecnologias e integração com temas emergentes, a exemplo do *Environmental, Social, and Governance* – ESG e abordagem baseada em cenário.

Em um cenário de crise econômica, ao se olhar para mercados internacionais, empresas e agentes econômicos respondem a demandas da sociedade com um *enforcement* regulatório-normativo mais eficientes, tal como é a exigência de elementos de governança de risco em instituições financeiras (Lundqvist & Vilhelmsson, 2018; Whitman, 2015), mas que, geralmente, ocorre após impactos financeiros (*ex post*). Nesta direção, Basileia II e III (BASEL, 2005, 2011) fazem parte deste arcabouço como grande parte da influência de controles mais rígidos no setor bancário mundial. Além de aperfeiçoar o ecossistema de controle a choques da economia, como regra geral, o acordo de Basileia orienta a instrumentalização de requerimentos mínimos de capital, de processo de revisão de supervisão e de disciplina de mercado.

Ademais, no mercado internacional destacam-se as regulações *Sarbanes-Oxley* – SOX, 2002, a *Dodd-Frank Act*, 2010 e a *Federal Reserve YY*, 2008, como efeito pós-crise (*Enron/WorldCom* em 2002, *Subprime* em 2007/8) e, no campo normativo, de forma geral e complementar aos níveis desejáveis de governança de risco, o *Committee of Sponsoring Organization of Treadway Commission* (COSO, 2004, 2017) e a *Casualty Actuarial Society* (CAS, 2003). Já, no Brasil, o *enforcement* parece estar enraizado na prevenção de impactos semelhantes para o futuro (*ex ante*), mesmo que nem aconteçam, ainda sim, dissonante de outros mercados. A exemplo, tem-se as resoluções nº 4557/17 do BCB (Banco Central do Brasil, 2017), da SUSEP, nº 521/15 (Superintendência de Seguros Privados, 2015) e ICVM, nº 552/14 (Comissão de Valores Mobiliários, 2014). Em comum, todas tratam de aspectos mais rígidos de governança de risco, pela exigência da presença executiva de um líder na gestão de risco corporativo da empresa, bem como a de comitês que, além de diligenciar aspectos de

conformidade, são responsáveis por supervisionar o alinhamento estratégico aos riscos acerca das atividades empresariais. Em um ambiente de mercado imperfeito, a questão central é se a correspondência de valor com ERM é positiva e uniforme em diferentes mercados ou se há variações significativas de maturidade, bem como institucional e contingencial.

Este ensaio visa contribuir para estimular discussões assertivas e necessárias à inobservância de aspectos institucionais e contingenciais envolvidos na crescente necessidade de desenvolvimento da estrutura de gestão de risco, alinhada às decisões de estrutura e de alocação de capital para capturar oportunidades de investimento e entrada de fluxo positivo de caixa e conseqüente aumento de valor da empresa. Em vez de testar hipóteses ou relações causais (abordagem funcionalista), entre aspectos institucionais-contingenciais e correspondência de valor com o ERM (Hoyt & Liebenberg, 2011), vamos explorar novas ideias, propor novos modelos ou repensar conceitos existentes quanto à afirmação (dicotômica) de que o ERM gera valor, porém incipiente em dizer como.

Sem a pretensão de esgotar este assunto, inclusive, porque esperamos ser de grande valia para empresas interessadas em uma estrutura de governança de risco cada vez mais inseridas no processo das decisões estratégicas, vamos desenvolver uma reflexão crítica e uma análise conceitual suficiente para figurar-se como ressurgimento de outras possibilidades para o desenvolvimento do conhecimento organizacional (Boava et al., 2020). Logo, certo de que este ensaio não esgota a discussão por este tema emergente, pois assim o consideramos, pretendemos apresentar, no âmbito do conhecimento organizacional, ideias que possam explicar como a gestão de risco gera valor, a partir da teoria de finanças, por meio de novos modelos teóricos ou reinterpretção de conceitos existentes, sobretudo, com o auxílio de comunicação e consciência individual, entre pessoas, grupos e umas com as outras, porém, realizada com reciprocidade (relação intersubjetiva) para ampliar a interdisciplinaridade na administração e promover o debate de novas ideias e conceitos (Boava et al., 2020).

Como forma de não cair na tentação totalitária de acreditar que o método científico é o único que pode levar à reflexão e à ampliação do conhecimento, esperamos desenvolver critérios objetivos para avaliar a qualidade da implementação do ERM e argumentar como pode ser possível estabelecer um alicerce de relevância para a prática na forma de tecnologia organizacional. Portanto, na medida em que este ensaio se debruça a desenvolver ideias centrais à literatura da teoria de finanças, especificamente, como o ERM gera valor, discutiremos não só aspectos ligados à fatores institucionais-contingenciais determinantes, mas também, analisaremos sua prerrogativa correspondente de valor em um ambiente de características de *enforcement* distintos entre diferentes mercados, emergentes e mais desenvolvidos. Por fim, porém não menos importante, esperamos atingir o objetivo de gerar análises para modelos de estrutura de governança de risco, resultantes da compreensão ampla de aspectos culturais e estratégicos da abordagem institucional e contingencial para estudos futuros, como forma de incentivar o desenvolvimento de novas hipóteses em pesquisas empíricas, acerca das mesmas teorias ou além deste campo de estudo.

2 Governança de Risco e Valor

Em alguns casos, além da exigência legal, a estrutura de governança de uma empresa tem papel importante na fundamentação do ERM enquanto cultura e estrutura corporativa de risco. Ela deve ensejar, inclusive, discussões para questões referentes a como se relaciona com a gestão de conformidade, de crise e de reputação. Um construto de *enforcement* normativo a favor do ERM, passa ainda por avaliações acerca de fatores associados com a qualidade de implementação do seu programa (e.g. *Standard & Poor's Risk Management Rating – S&P*) como forma de capturar, antecipadamente, benefícios de seu desempenho, além do que o mercado enxerga e reconhece como benefício de qualidade e valor na redução de incertezas (Baxter et al., 2013). Incerteza esta, que também pode ser compreendida como fator

contingencial (Fisher, 1995; Otley, 1980) e apresentada como determinante de adoção do ERM (Gordon et al., 2009). Neste caso, a incerteza, que é ambiental, se traduz em variações no volume de vendas e nos lucros e na expectativa de retorno sobre o investimento em tecnologia.

Em instituições financeiras americanas, bancos e seguradoras, incorporadas pela avaliação de qualidade de implementação do programa de gestão de risco, a qual o ERM é parte na escala de avaliação da S&P, Baxter et al. (2013) avaliam que instituições de grande porte e mais diversificadas em suas operações apresentam mais altos níveis de gestão de risco. No entanto, parece contraditório que, em sua pesquisa, as empresas com maior exposição a risco apresentassem baixa de qualidade de ERM. Neste ponto, o estudo requer atenção para restrição de alocação de recursos que inibam ou dificultem realizar investimentos necessários à implementação plena do ERM. Contudo, a qualidade do ERM está associada com níveis mais altos de governança, com integrantes em longo tempo de permanência em comitês de auditoria, responsáveis pela avaliação direta da gestão de risco, além da presença de comitê executivo de risco e melhores práticas de controles internos, inclusive ausência de pontos de auditoria nos relatórios das empresas.

Não obstante, os benefícios e desafios do ERM enquanto estrutura de gestão holística de riscos, inseridos como aspecto cultural e estratégico, a qual a governança de risco tem seu papel de destaque entre os diversos comitês executivos da empresa traz aspectos da estrutura organizacional, além do seu papel de destaque na governança corporativa (Lundqvist, 2015). Contudo, apresentar como o ERM se relaciona com fatores de conformidade, crise de imagem e reputação, lança um enfoque se o ERM é tão eficaz em adicionar valor quanto relatam as mais diversas pesquisas no tema, sobretudo, incipiente em responder como. Neste sentido, propomos ao leitor refletir, então, quais são os desafios em medir o sucesso como resultado percebido pelo *stakeholder*?

Neste sentido, a pesquisa de Baxter et al. (2013) traz uma segunda contribuição em torno da qualidade do ERM em associação com o seu desempenho. Como medida de desempenho, os autores discutem a utilização da variável dependente Q de Tobin como medida de valor de mercado da empresa. A maioria das pesquisas (Aebi et al., 2012; Beasley et al., 2008; Hoyt & Liebenberg, 2011; McShane et al., 2011) faz uso do Q de Tobin como *proxy* de valor de mercado da empresa (em substituição à medidas puramente contábeis, como o ROA) e o justifica com base no seu poder de captura da antecipação de benefícios futuros percebido pelo mercado, mesmo que a presença de ruído informacional entre a empresa e seus *stakeholders* possa existir e, decorrente disso, haver um decréscimo de valor de mercado. Ao se prevalecer tal medida de desempenho em detrimento daquelas tidas exclusivamente como contábeis, justifica-se dizer que os benefícios de um avanço na estrutura de gestão de risco como cultural e estratégico podem ser capturadas no momento que a informação é despejada sobre o mercado. No entanto, vale a discutir como a qualidade do ERM e os impactos positivos no valor da empresa, seja ele imediato ou futuros, ocorrem.

A pesquisa de Lundqvist (2015) lança luz a esta questão. Ao se investigar os determinantes da adoção do ERM como força de aspectos de governança da empresa, verifica-se a força do *stakeholder* sobre as atividades da empresa, em que o interlocutor responsável pela decisão de implementar o ERM a toma com base nos interesses daqueles que não fazem parte direta das decisões colegiadas em comitês executivos, mas ainda sim exercem suas influências. Não obstante, determinantes econômicos e financeiros, como tamanho da empresa, alavancagem financeira, pagamento de dividendos e dualidade do CEO estão relacionados com a forma como a governança da empresa lida com questões de riscos associadas com estes aspectos. O uso de determinantes como pressuposto de adoção do ERM é um tema presente nas pesquisas (Baxter et al., 2013; Gatzert & Martin, 2015; Liebenberg & Hoyt, 2003), muito por conta da facilidade como indicadores econômicos e financeiros são relacionado à prática do ERM. Muitos dos indicadores selecionados para se investigar a associação com o uso do ERM

estão relacionados com aspectos institucionais e fatores contingenciais, que serão apresentados na seção 5.

Liebenberg e Hoyt (2003) trazem uma importante contribuição ao indicarem uma forma prática como investigar os pressupostos de associação com o ERM. Com base em uma amostra com empresas americanas de capital aberto, entre 1997 e 2001, eles identificaram aquelas que haviam anunciado a presença de um *Chief Risk Officer* – CRO como pressuposto de adoção do ERM, justificado por características de suas funções executivas no cargo, inclusive, por ser o principal responsável pela implementação do ERM. A prerrogativa de fatores mediadores como forma de justificar a adoção do ERM, que neste caso se resume à presença dicotômica de um CRO – mesmo que endógeno e, portanto, indicando um problema pela ausência de aleatoriedade amostral – indica que determinantes do ERM podem dizer muito acerca das decisões da empresa em imprimir um programa de gestão corporativa de risco. Mesmo não tendo sido possível realizar uma pesquisa com profundidade a ponto de tentar compreender as reais motivações na contratação de um CRO para os objetivos da empresa, os autores propõem haver um conjunto de informações, disponíveis a partir de indicadores contábeis, financeiros, econômicos e de governança, capaz de substituir uma pesquisa do tipo *survey* e indicar a adoção do ERM como forma de pressupostos indicativos da sua adoção e, indiretamente, auxiliando pesquisadores no tema a compreender melhor a abrangência do ERM na governança de risco.

O estudo Liebenberg e Hoyt (2003), primeiro nesta abordagem, traz algumas reflexões: *i)* empresas mais alavancadas tem as características ideais para contratação de um CRO, muito por conta do interesse pela redução de problemas de assimetria informacional entre empresa e *stakeholder*; e *ii)* a partir dos escândalos contábeis ocorridos na época (*i.e. Enron e WorldCom, 2002*) foi possível imaginar que a presença de um executivo, como o CRO, introduziu aspectos de conformidade para com a forma como a gestão de risco era conduzida pelas empresas da amostra. Pesquisas subsequentes puderam investigar como se deu a relação entre determinantes e a adoção do ERM, inclusive, os métodos de sua implementação e seu impacto no valor da empresa.

Enquanto Hoyt e Liebenberg (2011) visaram investigar a relação dicotômica ERM-valor, Grace et al. (2015) ampliaram esta associação ao identificar que a presença de um executivo dedicado à gestão e comunicação de risco para o conselho administrativo ou para o *Chief Executive Officer* – CEO, como forma de dirimir temas relativos à governança de risco, incrementa valor à empresa. Com estes resultados, presumimos que a estrutura de governança e valor estão intrinsecamente relacionados à implementação do ERM e que a presença de um executivo responsável pela gestão de risco, tal como o CRO é parte importante desta equação. Mesmo que os mais diversos determinantes façam parte do arcabouço da literatura para se investigar pressupostos da adoção do ERM, não se pode deixar de considerar aspectos de comunicação e conformidade para qual o ERM faz parte como estrutura de governança de risco e valor.

3 Magnitude e Maturidade do ERM

Enquanto uma parte das pesquisas se utilizam da contribuição permeada pela identificação de determinantes como pressuposto de adoção do ERM, com Florio e Leoni (2017) investigaram as consequências da implementação e captura da variedade de medidas de desempenho como características institucionais de forma a delinear futuras pesquisas interessadas em identificar, não de forma dicotômica, mas por seleção de um conjunto de informações de governança de risco inerentes às empresas. Os autores fizeram uso de um escore ERM, proposto inicialmente por Gordon et al. (2009), simplificado com uso do *rating* S&P em McShane et al. (2011) e ampliado em Silva et al. (2022). Em comum, todos os escores ERM guardam uma parte importante do ERM que está alicerçado em aspectos institucionais, como cultura de risco, comitês e composição dos comitês de risco e auditoria. Sobretudo, o escore de

Silva et al. (2022) traz ainda aspectos distintos do CRO, quanto à sua remuneração, posição hierárquica e participação nos comitês de risco e de remuneração.

Entendemos que, os escores, por vezes tratam de aspectos institucionais e fatores contingenciais do dia a dia da prática de gestão de risco, mesmo que, indiretamente, busque-se atenuar o problema de endogenia a partir de uma decisão deliberada a favor da implementação do ERM. Argumentamos que, parte deste problema está na dificuldade em acessar dados internos das empresas ou no baixo número amostral de empresas que o adotam, dificultando assim, a interpretação profunda da forma como se dá sua escolha. Adicionalmente, por conta da forma como se dá o processo de escolha de ferramentas organizacionais, o delineamento de uma pesquisa em que se buscasse realizar uma seleção amostral de empresas optantes do ERM é também dificultada em virtude do baixo número de empresas inseridas neste conjunto.

Neste sentido, em vez de se aderir a critérios de adoção puramente dicotômicos (busca por palavras-chave) e, talvez, subjetivos (*e.g.* tem ou não tem CRO, Comitê de Risco ou ERM, informados nos relatórios das empresas), a construção de um escore permite enxergar a abrangência e a experiência do ERM como ferramenta institucional, mesmo que por influência de fatores contingenciais, de ambiente externo, interno, de setor, diversificação e complexidade operacional. Como consequência, é possível identificar empresas em diferentes níveis de implementação do ERM, sobretudo, impactos consequentes de valor, tanto financeiro quanto de mercado (Gordon et al., 2009; McShane et al., 2011; Silva et al., 2022).

Enquanto que a pesquisa de Gordon et al. (2009) mostrou fatores contingenciais como explicação para a relação de valor com o ERM, de forma comparativa, a pesquisa de McShane et al. (2011) sugere que o escore S&P é insuficiente em apontar como o ERM adiciona valor, sugerindo que aspectos da adoção de elementos mais complexos e abrangentes – como o ERM propõe – devem ser explorados não apenas por aspectos inerentes ao que é informado em relatórios contábeis e por mídias, mesmo que por exigência normativa², mas também por aqueles inerentes às pessoas que tomam decisão de risco e o comunicam, neste caso, o CRO. Na conclusão dos autores, magnitude do ERM é insuficiente para explicar acréscimo de valor à empresa.

Na contramão de McShane et al. (2011), Florio e Leoni (2017) mostram que um programa efetivo de implementação do ERM, logo, em estágio avançado de maturidade, leva a empresa a maiores impactos de valor, por meio da redução de casualidades e exposição a risco. Os resultados de Florio e Leoni são acompanhados por Silva et al. (2022), porém ampliados quanto à explicação como ERM gera valor. No estudo, Silva et al. contribuem para o argumento de que a relação positiva entre ERM e valor da empresa deve ainda incluir a presença do CRO no comitê de remuneração, além de ampliar sua remuneração com as com base em ações e opções de ações, não apenas fixa.

Em conjunto com as pesquisas apresentadas nesta seção, além de fatores contingenciais e aspectos de governança, os estudos acerca da maturidade e magnitude do programa de gestão de risco com base no ERM devem incorporar fatores institucionais acerca das características de comunicação e resposta a risco. Ao nosso leitor, como forma de indagação a pesquisas futuras, aspectos institucionais e fatores contingenciais devem considerar, até onde sabemos, a abrangência do ERM como forma de compreender que, em alguns casos, mesmo que a partir de uma exigência legal, normativa ou de mercado, tal como propõe a teoria institucional discutir por lógica de instrumentalidade, apropriação ou ortodoxia (DiMaggio & Powell, 1983; Scott, 2008), qual o tamanho do nível de maturidade e abrangência do ERM em se observando características de governança, cultura e pessoas.

4 Ambiente Normativo-Legal para Elementos Legalmente Requeridos do ERM

No campo normativo-legal, como forma de imprimir elementos legalmente requeridos do ERM, Whitman (2015) argumenta que o ERM é reconhecido como melhores práticas.

Mesmo que na presença de exigência normativa ou legal, porém, com diferente intensidade, no setor financeiro ela é maior; em parte, por conta das exigências, normativas, governamentais ou de órgãos reguladores-*ratings* (e.g. S&P e *Securities and Exchange Commission* – SEC).

Nos EUA, o campo legal, composto por estatutos e leis federais, agências reguladoras e de *ratings*, as empresas não-financeiras têm o ERM como sinônimo de melhores práticas, enquanto setores com maior poder fiscalizatório, como bancos e seguradoras, o tem como forma mediadora decorrente do *enforcement* entre empresa e *stakeholder*. Neste caso, não parece haver pressão direta do acionista para implementação do ERM, visto que o isomorfismo pela adoção se dá de forma coercitivo ou normativo.

Os primeiros estudos no campo normativo-legal surgem com o CAS (2003), seguido por COSO (2004), ampliado depois com aspectos da estratégia e desempenho em COSO (2017) e, na sequência, com temas de riscos relacionados ao *Environmental, Social and Governance* – ESG, em COSO e WBCSD (2018). Em comum, todos tratam do ERM como prática de gestão corporativa de risco, de forma que a empresa busque melhores práticas sim, porém construa uma cultura de risco, em que a governança tenha significado e direção para as decisões que a levarão a ter impacto positivo de valor. No tocante ao ESG, além dos pilares estratégicos, o ERM agrega informação, comunicação e resposta a risco com temas ligados aos requisitos relacionados com riscos e oportunidades em mudança climática, fontes naturais, poluição e desperdício, capital humano, inclusive, laboral e interesse dos *stakeholders*, sobretudo captura do valor intrínseco ao se implementar o ERM quanto alicerçado com fatores ESG.

Porém, não apenas de exigência legal sobrevive o ERM. O ERM emerge na literatura de gestão de risco como uma evolução para um sistema holístico e integrado, com ênfase no fortalecimento da estrutura de governança, visa reduzir a volatilidade de resultado, fluxo de caixa, assimetria de informação e melhora a compreensão da estratégia de ataque ao risco *default* (Lundqvist & Vilhelmsson, 2018). De forma a responder à pesquisa de McShane et al. (2011) e o que vem a ser corroborado por Silva et al. (2022), Lundqvist e Vilhelmsson (2018) respondem que a evolução tradicional da gestão de risco (*i.e.* segmentada em silos e sem que haja interligação dos diversos tipos de riscos num único portfólio, tal como é com o ERM), não melhora o risco de crédito com a inclusão de aspectos de governança. Argumentamos que isso talvez se deva ao fato que as empresas podem ter o ERM como pressão social por implementá-lo, logo, algo que os pilares institucionais nos campos regulatório, normativo ou cognitivo-cultural possam melhor explicar (Oyadomari et al., 2008; Scott, 2008).

Então, o nosso leitor deve estar se perguntando, "por que empresas implementam governança de risco?" Com base em uma amostra com 145 empresas, Lundqvist (2015) sugere que o nível de governança de risco está relacionado com os determinantes tamanho da empresa, alavancagem financeira, pagamento de dividendos e influência do CEO no conselho. Isso significa que uma estrutura de governança robusta depende do ERM para gerir fatores determinantes econômicos, financeiros e institucionais como forma de melhorar a interlocução, comunicação e resposta a risco, mesmo que por pressão do *stakeholder*, mas onde o interesse primário passa pela captura de valor com a adoção do ERM.

5 Fatores Institucionais-Contingenciais para o ERM como Abordagem Alternativa

Quando relacionado com fatores contingenciais, a partir de Fisher (1995) e Otley (1980), argumentamos como a implementação do ERM pode caminhar para responder se fatores internos e externos estão associados à correspondência ERM-valor; até onde sabemos, incipiente nas pesquisas acadêmicas. Neste sentido, partimos da pesquisa de Gordon et al. (2009), até onde sabemos, a primeira a buscar respondê-la. Nessa pesquisa, os autores identificaram cinco fatores contingenciais, com base na hipótese da teoria da contingência, sob o ponto de vista de sistemas de controle gerencial nas empresas, principalmente em Otley (1980) e amplamente discutido em Otley e Berry (1980).

No indicador ERM (apresentada como *ERMI – Enterprise Risk Management Index*) de Gordon, o escore olha para: (i) incerteza ambiental; (ii) concorrência no setor; (iii) tamanho da empresa; (iv) segmentação operacional; e (v) monitoramento do conselho administrativo. Como apresentado na Figura 1, a variável dependente *ERMI* compara se o acréscimo de valor se dá pela composição destes cinco fatores e se este resultado está relacionado com a variável desempenho de mercado que, neste caso é medida pelo excesso de retorno para o acionista. Com isso, os autores concluíram que a correspondência ERM-valor se dá pela consideração de cinco variáveis contingenciais dentro de um contexto interno e externo em torno da empresa.

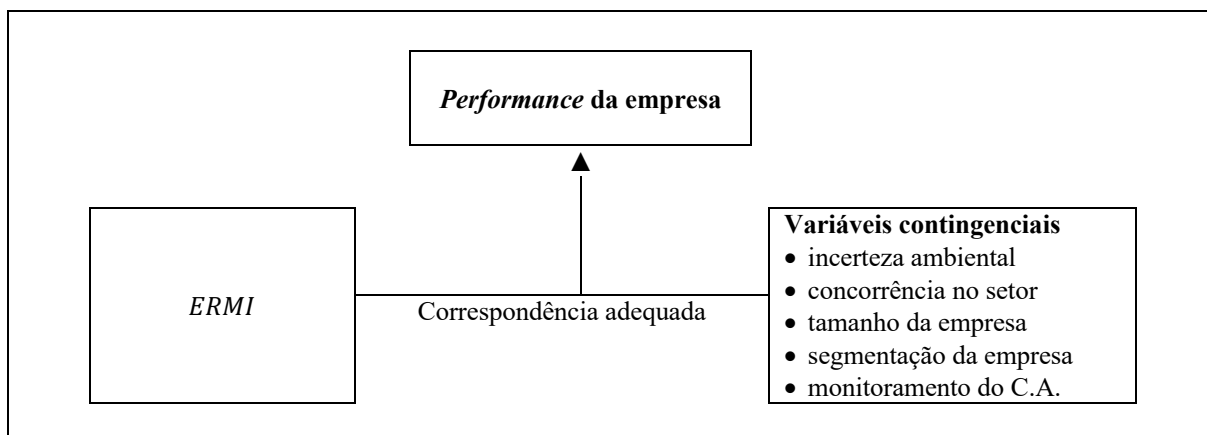


Figura 1. Correspondência de valor dos cinco fatores contingenciais.

Fonte: Adaptado de “Enterprise risk management and firm performance: A contingency perspective”, de Lawrence A. Gordon, Martin P. Loeb e Chih-Yang Tseng, *Journal of Accounting and Public Policy*, 2009, 28(4).

Como forma propositiva ao indicador de Gordon para a variável *ERMI*, o monitoramento do conselho administrativo pode ser incrementado segundo a variável de governança de risco proposto em Silva et al. (2022), para qual a variável de Gordon, nesta captura, seria incrementada com dualidade do CEO, remuneração do CEO e do CRO, presença do CRO em comitês de risco e de remuneração e comunicação de risco ao conselho de administração.

No tocante à discussão do nosso estudo, ao se considerar aspectos de governança de risco junto de fatores contingenciais para se buscar melhor compreender como se dá acréscimo de valor e como forma de justificar a adoção o ERM na empresa, é possível imaginar que pesquisas em mercados emergentes e mais desenvolvidos possam apresentar resultados distintos, mas interessantes sob o ponto de vista prático para implementar o ERM como ferramenta de gestão. Isso pode, inclusive, apontar para a necessidade de desenvolvimento de um amplo arcabouço regulatório-normativo em direção à melhores práticas de governança nas empresas.

Por conta de uma ação *ex ante*, o arcabouço legal brasileiro pode ser capaz de capturar ações necessárias para atenuar os impactos de uma crise sistêmica, tal como se vê com as regulações BCB nº 4557/17 para bancos, SUSEP nº 521/15 para seguradoras e CVM nº 552/14 para empresas de capital aberto no geral. Como observamos, a crise *Subprime* (2007/8) influenciou os órgãos reguladores do país, muito por conta que os efeitos da crise sistêmica, no mundo, teve seu impacto a posteriori por aqui. Certamente, não se pode afirmar que se possa atenuar os impactos de uma crise sistêmica pelo simples fato de haver uma ação coercitiva de órgãos reguladores-fiscalizadores sobre as empresas.

Porém, isso faz surgir uma oportunidade às futuras pesquisas ao se lançarem a identificar se os impactos de uma crise sistêmica podem ser atenuados pelo simples fato de existirem mecanismos coercitivos-normativos a favor da adoção do ERM, ou se se faz

necessário haver um conjunto de ações adicionais a favor do ganho de qualidade da gestão de risco – para qual, magnitude e maturidade do ERM poderiam ser capazes de explicar qualidade da gestão e conseqüente impacto positivo de valor. Neste sentido, ao se buscar evoluir o estado de maturidade das pesquisas em torno do como o ERM adiciona valor, futuros pesquisadores podem se debruçar a desenvolver métodos que incluam características de governança como forma de quantificar quanto da sua implementação pode estar relacionado com a prerrogativa de sucesso para qual uma gestão estratégica de risco se propõe a ser – a de gerar valor para o *shareholder* e sociedade.

Assim, com base no que se vê na Figura 2, ao partirmos da interseccionalidade de fatores contingenciais com valor da empresa, propomos o incremento da variável de governança de Silva et al. (2022) como forma de se buscar melhor compreensão como as intrincadas relações entre CRO, comitê de risco e remuneração, remuneração do CEO e CRO e comunicação e resposta a risco para os comitês administrativos ocorrem. Desta forma, estas relações podem ser capturadas por informações qualitativas e quantitativas, disponíveis nos relatórios financeiros das empresas, conforme cinco grupos: (i) capturar informação de responsabilidade dos diretores quanto ao papel de fiscalizar a efetividade da gestão de risco; (ii) identificar se o conselho administrativo atribui responsabilidades de fiscalização à efetividade da gestão de risco ao comitê de auditoria como forma de nomeá-lo como interlocutor de atendimento às políticas de gestão de risco e de conformidade regulatória; (iii) identificar se o conselho de administração atribui responsabilidade de revisão acerca dos impactos de tomada e resposta a risco em função da remuneração de executivos da empresa, em que se inclui o CRO avaliar os impactos de tomada excessiva de risco; (iv) existência de um comitê de risco dentro da estrutura executiva da empresa ou se há existência dessa atribuição para os comitês de auditoria ou de controles internos; e (v) informações quanto à remuneração do CEO e CRO, salário fixo, bônus e parcela variável, além das suas características qualitativas, como idade, gênero, nível executivo e responsabilidade hierárquica em termos de dualidade do CEO e comunicação do CRO dentro da estrutura.

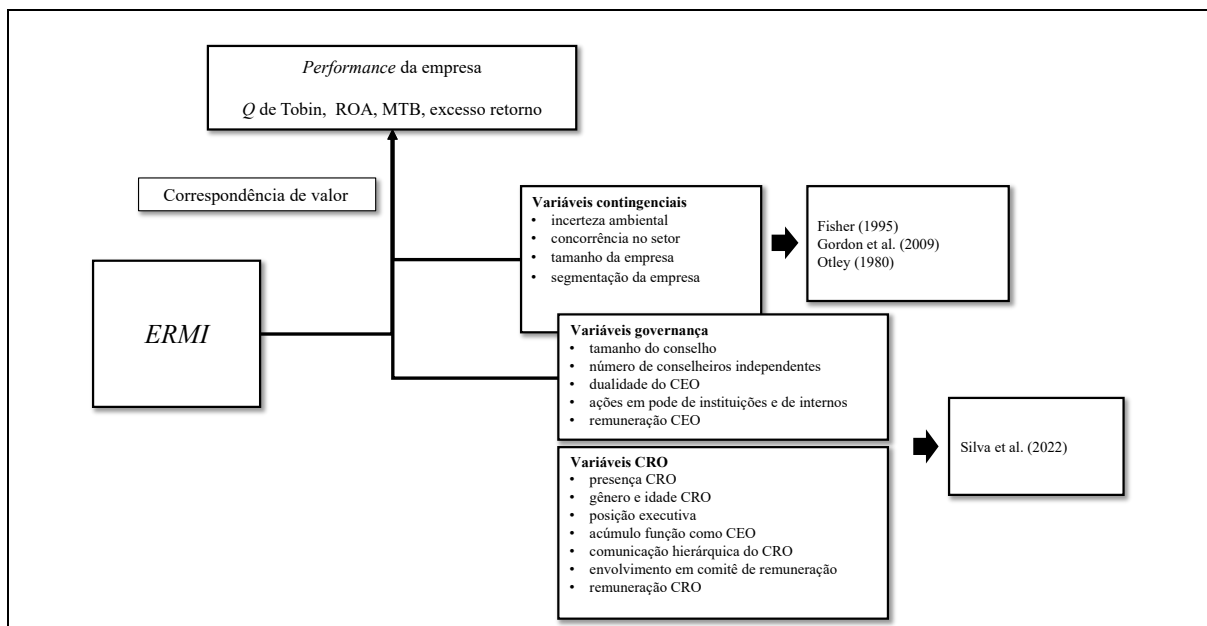


Figura 2. Correspondência de valor com fatores contingenciais, variáveis de governança e do características do CRO.

Fonte: Adaptado de “Enterprise risk management and firm performance: A contingency perspective”, de L. A. Gordon, M. P. Loeb e C.-Y. Tseng, *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), 2009 e “The relationship between chief risk officer and firm value: Its complicated”, de A. F. da Silva, V. A. B. Silva, J. R. Silva, J. Sampaio e D. L. Eckles, In SSRN Electronic Journal (No. 3355854; Working Paper), 2022.

Sob o ponto de vista de um ensaio teórico relacionado com aspectos institucionais, a partir de DiMaggio e Powell (1983) e Scott (2008) e com base nas discussões acerca da abrangência que uma exigência legal poderia trazer ao Brasil, argumentamos que a resposta isomórfica de um *enforcement* legal, normativo ou cognitivo-cultural pode ser capaz de responder se a adoção do ERM, influenciado por uma pressão social ou legal é ou não capaz de adicionar valor para a empresa. Nos parece que, num primeiro momento, a adoção, a partir de uma resposta legal não é capaz de adicionar valor, visto que as empresas dentro desse arcabouço legal seriam todas iguais perante a adoção de um artefato de gestão de risco tal como o ERM, muito por conta da forma regulamentar brasileira, como as normas BCB e SUSEP, em que se exigem forma e estrutura de gestão de risco, além de ato de conformidade de atividades e atores institucionais.

Porém, se a magnitude e a maturidade do ERM puder ser percebida em diferentes níveis de implementação, é possível que haja diferentes níveis de impacto no valor na empresa. Logo, é possível perceber que, não apenas uma resposta dicotômica da adoção seria suficiente para capturar abrangência e experiência do ERM, mas também a aplicação de um escore, tal como em McShane et al. (2011), com a *proxy* S&P, como em Florio e Leoni (2017), por aspectos de governança corporativa, como em Silva et al. (2022), com múltiplas *proxies* de governança de risco, cultural e de remuneração do CRO, além do que se vê em Gordon et al. (2009), por considerar múltiplos fatores contingenciais como pressuposto de correspondência de valor.

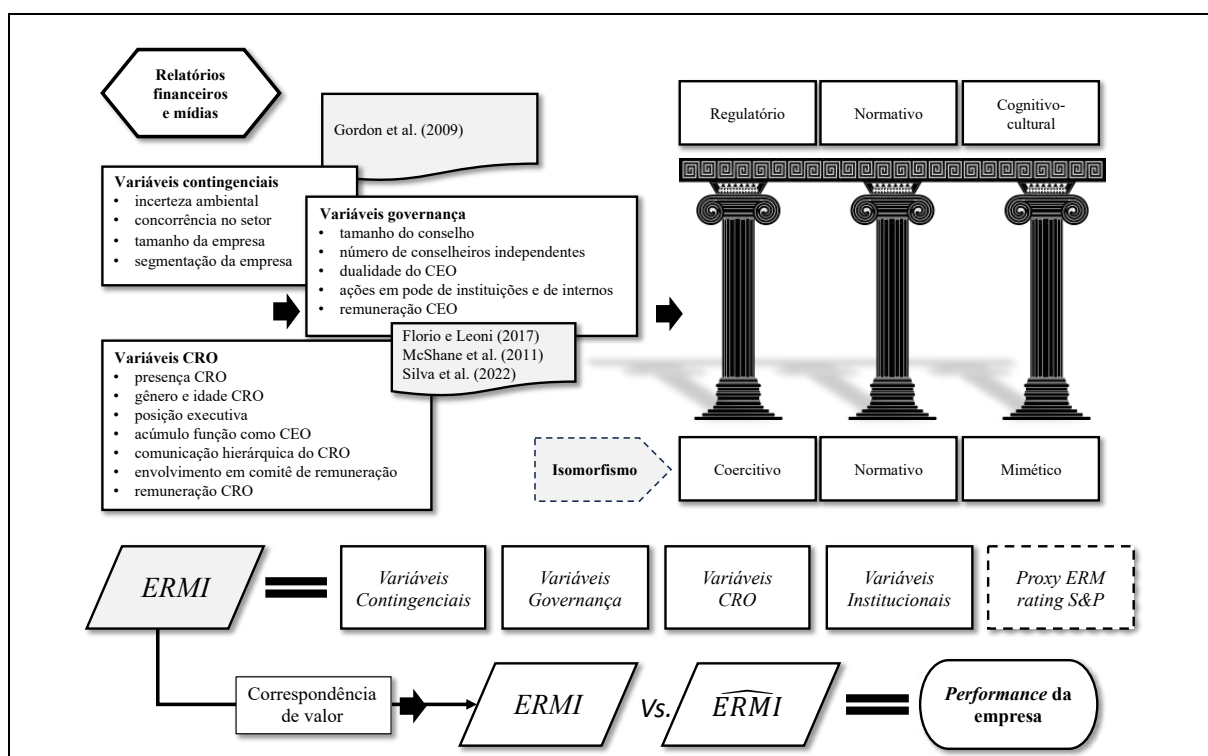


Figura 3. Escore ERM e valor.

Com isso, propomos ao nosso leitor a interpretação visual na Figura 3 para melhor corroborar com a forma prática de compreender a relação dos fatores contingenciais de Gordon et al. com as múltiplas nuances acerca das características de governança da empresa, em Florio e Leoni e Silva et al. e McShane et al. por adição da *proxy* S&P rating que, neste caso, como forma de contrapor, ou mesmo agregar os demais escores, pode proporcionar diferentes métodos de avaliação do nível para avaliação da abrangência e experiência do ERM. Portanto,

tem-se o cômputo das variáveis contingenciais, de governança corporativa e de risco, além das de características dos interlocutores da gestão de risco e de comando executivo. Todas essas variáveis interagem de forma a identificar como está o nível de implementação do ERM e consequente impacto no desempenho de valor da empresa.

Neste sentido e como forma de atenuar e simplificar o problema de influência externa acerca dos interesses de múltiplos atores institucionais, nos parece que a pesquisa de Palermo et al. (2017) e ter Bogt e Scapens (2014, 2019) oferecem um caminho interessante.

Na pesquisa de Palermo et al. o foco é na simplificação da estratégia empresarial que, neste sentido parece estar bastante alinhado com a instrução COSO (2017), porém, busca partir de uma discussão complexa a respeito dos interesses de textos normativos e extenso contato com reguladores e atores empresariais (*i.e.* membros de conselho, diretores e executivos) e compreender como este intrincado relacionamento, com múltiplos atores, termina. A complexidade de relacionamento com múltiplos atores pode ser compreendido como resultante de incerteza e conflito a respeito da cultura de risco. Neste sentido, a pesquisa dos autores contribuem para a compreensão de que a complexidade institucional, entre diferentes atores institucionais, em seus múltiplos interesses, atua sobre as decisões da empresa e como isso influencia na tomada estratégica da empresa. A complexidade institucional permite então compreender como se dá o desalinhamento entre meios e fins para qual a empresa constrói seu objeto de intervenção dentro da política de cultura de risco. Como resultado, a empresa busca envolver as ações de seus diferentes atores em uma intrincada reconstrução de relacionamento, a partir das suas práticas do dia a dia.

Já na pesquisa de ter Bogt e Scapens (2014, 2019), uma extensão da estrutura conceitual de B&S (Burns & Scapens, 2000), o foco, que outrora era na teoria institucional, apenas, agora é na prática das variações entre lógica institucional na velha economia institucional (tradução livre de *Old Institutional Economics* – OIE), em que o objetivo é compreender como se dá o relacionamento entre aspectos institucionais e ações do dia a dia, tanto de forma interna quanto externa, relação de agência e suas decisões e da relação de poder entre atores ou grupos específicos como forma de influenciar decisões. Na OIE apresentada por ter Bogt e Scapens (2014, 2019), ao incorporar a relação de agência e suas decisões, os autores propõem maior ênfase nas importâncias lógicas para as decisões do dia a dia. Logo, a pesquisa propõe um divisor de águas para as pesquisas na área institucional, em que a OIE assume papel principal; a de que há uma distinção entre lógica institucional e lógica situada. Mesmo que em diferentes situações do dia a dia, a empresa se valerá de lógicas para tomada de decisão com base em um conjunto de fatores internos e externos. Diferentes grupos têm diferentes padrões para o processo lógico na tomada de decisão, em que uma eventual contradição pode, inclusive, promover uma rica fonte de informações para alterações institucionais.

Nos dois pilares, institucional-contingencial, como forma de construção de um modelo empírico em futuras pesquisas, sugerimos a investigação por meio de um escore ERM capaz de capturar aspectos da OIE de ter Bogt e Scapens (2014, 2019) e fatores contingenciais de Gordon et al. (2009), com acréscimo da lógica de governança de risco de Silva et al. (2022). Uma vez que aspectos institucionais não devem deixar de considerar fatores externos e internos que influenciam a relação de agência, propomos introduzir modelos de captura de custo de agência e de gerenciamento de resultado, como forma de estimar, empiricamente, a forma pela qual a OIE pode servir de correspondência institucional para dicotomia ERM-valor. Como resultado, é possível que se encontre fatores motivadores que expliquem a adoção do ERM, por uma discussão mais profunda em como o ERM gera valor. Isso seria interessante do ponto de vista em que um arcabouço legal no Brasil poderia contribuir melhor para a justificativa de sua implementação, não apenas com base no porquê de pesquisas internacionais ao dizerem que o ERM adiciona valor, mas também porque melhora a percepção de risco e traz a gestão de risco para um ambiente corporativo de decisões estratégicas.

6 Considerações Finais

Como propósito central, buscamos explorar novas ideias, propor novos modelos e repensar conceitos existentes quanto à afirmação (dicotômica) de que o ERM gera valor, porém incipiente entre as pesquisas nacionais e internacionais. Buscamos desenvolver uma reflexão crítica e uma análise conceitual para figurar-se como ressurgimento de outras possibilidades para o desenvolvimento do conhecimento organizacional de uma ferramenta capaz de tratar os diversos tipos de risco de maneira holística.

Ao apresentarmos, no âmbito do conhecimento organizacional, ideias que podem explicar como a gestão de risco gera valor, por meio de novos modelos teóricos ou reinterpretação de conceitos existentes, visamos auxiliar uma abordagem acerca da relação intersubjetiva para ampliar a interdisciplinaridade na administração. Esperamos com nossa contribuição, ter oferecido ao nosso leitor, o desenvolvimento de critérios objetivos para avaliar a qualidade da implementação do ERM com poder de argumentação como pode ser possível estabelecer um alicerce de relevância para a prática de gestão estratégica de risco na forma de uma tecnologia organizacional.

Discutimos não apenas aspectos ligados à fatores institucionais-contingenciais determinantes, mas também, analisamos sua prerrogativa correspondente de valor em um ambiente de características de *enforcement* distintos entre diferentes mercados, emergentes e mais desenvolvidos. Esperamos com isso, ter atingido o objetivo de gerar análises para modelos de estrutura de governança de risco, resultante da compreensão ampla de aspectos culturais e estratégicos da abordagem institucional e contingencial para estudos futuros, como forma de incentivar o desenvolvimento de novas hipóteses em pesquisas empíricas, acerca das mesmas teorias ou além deste campo de estudo.

Notas:

¹ A convexidade de impostos é um conceito econômico que se refere à relação entre a taxa de imposto e a receita fiscal gerada pelo governo. A ideia é que, em certos casos, aumentar a taxa de imposto pode levar a um aumento na arrecadação fiscal, mas apenas até um certo ponto. Depois desse ponto, aumentar ainda mais a taxa de imposto pode realmente diminuir a receita fiscal total. Neste sentido, a convexidade de impostos surge porque as pessoas e as empresas respondem à mudança na taxa de imposto de maneiras diferentes, dependendo do nível inicial da taxa de imposto. É justamente aqui que a gestão de risco, com base nos autores clássicos da teoria de finanças (Froot et al., 1993; Smith & Stulz, 1985; Stulz, 1984; Tufano, 1996) dizem que as oportunidades decorrentes de custos de transações no fluxo de recursos, seja por convexidade de tributos ou da estrutura de *hedge* (que segue a mesma lógica tributária, mas neste caso, como oportunidade de ganho para estruturas de financiamento), criam-se oportunidades. Os custos de transações das operações de financiamento para investimento em oportunidades de crescimento é atenuado em virtude de uma gestão de risco presente, o que permite a empresa ter maior probabilidade de usufruir de fluxo positivo de caixa futuro.

² O escore S&P para o ERM tem cinco níveis de maturidade da gestão de risco: insuficiente, adequado, bom, forte ou superior (S&P Global Ratings ERM, 2022) e levam em consideração aspectos de cultura, exposição a risco e otimização e decisão de risco. A exigência por informação às empresas existe com base que as empresas de capital aberto, com ações listadas na bolsa de valores dos EUA, devem fornecer relatórios de comunicação das práticas de risco.

Referências

Aebi, V., Sabato, G., & Schmid, M. (2012). Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis. *Journal of Banking and Finance*, 36(12), 3213–3226. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.020>

- Banco Central do Brasil, B. (2017). Resolução n.º 4557, de 23 de fevereiro de 2017. Dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos e a estrutura de gerenciamento de capital. In *Banco Central do Brasil – BCB*.
- BASEL. (2005). *An explanatory note on the Basel II IRB risk weight functions*. www.bis.org/cbsirbriskweight.pdf
- BASEL. (2011). *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Bank for International Settlements.
- Baxter, R., Bedard, J. C., Hoitash, R., & Yezegel, A. (2013). Enterprise risk management program quality: Determinants, value relevance, and the financial crisis. *Contemporary Accounting Research*, 30(4), 1264–1295. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01194.x>
- Beasley, M., Pagach, D., & Warr, R. (2008). Information conveyed in hiring announcements of senior executives overseeing enterprise-wide risk management processes. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23(3), 311–332. <https://doi.org/10.1177/0148558X0802300303>
- Beasley, M. S., Clune, R., & Hermanson, D. R. (2005). Enterprise risk management: An empirical analysis of factors associated with the extent of implementation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(6), 521–531. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2005.10.001>
- Boava, D. L. T., Macedo, F. M. F., & Sette, R. de S. (2020). Contribuições do ensaio teórico para os estudos organizacionais. *Revista Administração Em Diálogo - RAD*, 22(2), 69–90. <https://doi.org/10.23925/2178-0080.2020v22i2.41951>
- Burns, J., & Scapens, R. W. (2000). Conceptualizing management accounting change: An institutional framework. *Management Accounting Research*, 11(1), 3–25. <https://doi.org/10.1006/mare.1999.0119>
- CAS, C. A. S. (2003). Overview of enterprise risk management. *Casualty Actuarial Society*, May, 1–64. <https://www.casact.org/area/erm/overview.pdf>
- Comissão de Valores Mobiliários, C. (2014). *Instrução Normativa n.º 552, de 9 de outubro de 2014. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009 e altera dispositivos da Instrução CVM n.º 358, de 3 de janeiro de 2002 e da Instrução CVM n.º 481, de 17 de dezembro de 2009 (No. 552)*.
- COSO. (2004). Enterprise risk management: Integrated framework. In *New York* (Executive Summary, Vol. 3, Issue September). <https://doi.org/10.1504/IJISM.2007.013372>
- COSO. (2017). Enterprise risk management: Integrating with strategy and performance. In *The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (Executive Summary, Issue June, p. 16). <https://www.coso.org/Documents/2017-COSO-ERM-Integrating-with-Strategy-and-Performance-Executive-Summary.pdf>
- COSO, C. of S. O. of T. C., & WBCSD, W. B. C. for S. D. (2018). Enterprise risk management: Applying enterprise risk management to environmental, social and

- governance-related risks. In *Executive Summary*.
<https://www.coso.org/Documents/COSO-WBCSD-ESGERM-Guidance-Full.pdf>
- Cummins, J. D., Phillips, R. D., & Smith, S. D. (2001). Derivatives and corporate risk management: Participation and volume decisions in the insurance industry. *The Journal of Risk and Insurance*, 68(1), 51–91. <http://www.jstor.org/stable/2678132>
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147–160.
- Eckles, D. L., Hoyt, R. E., & Miller, S. M. (2014). Reprint of: The impact of enterprise risk management on the marginal cost of reducing risk: Evidence from the insurance industry. *Journal of Banking & Finance*, 49.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.10.006>
- Ellul, A., & Yerramilli, V. (2013). Stronger risk controls, lower risk: Evidence from U.S. bank holding companies. *Journal of Finance*, 68(5), 1757–1803.
<https://doi.org/10.1111/jofi.12057>
- Farrell, M., & Gallagher, R. (2015). The valuation implications of enterprise risk management maturity. *Journal of Risk and Insurance*, 82(3), 625–657.
<https://doi.org/10.1111/jori.12035>
- Fisher, J. (1995). Contingency-based research on management control systems: Categorization by level of complexity. *Journal of Accounting Literature*, 14, 24–53.
- Florio, C., & Leoni, G. (2017). Enterprise risk management and firm performance: The Italian case. *The British Accounting Review*, 49(1), 56–74.
<https://doi.org/10.1016/j.bar.2016.08.003>
- Froot, K. A., Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1993). Risk management: Coordinating corporate investment and financing policies. *The Journal of Finance*, 48(5), 1629–1658.
<http://down.cenet.org.cn/upfile/1/200738184644179.pdf>
- Gatzert, N., & Martin, M. (2015). Determinants and value of enterprise risk management: Empirical evidence from the literature. *Risk Management and Insurance Review*, 18(1), 29–53. <https://doi.org/10.1111/rmir.12028>
- Gordon, L. A., Loeb, M. P., & Tseng, C.-Y. (2009). Enterprise risk management and firm performance: A contingency perspective. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), 301–327. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2009.06.006>
- Grace, M. F., Leverty, J. T., Phillips, R. D., & Shimpi, P. (2015). The value of investing in enterprise risk management. *Journal of Risk and Insurance*, 82(2), 289–316.
<https://doi.org/10.1111/jori.12022>
- Graham, J. R., & Rogers, D. A. (2002). Do firms hedge in response to tax incentives? *The Journal of Finance*, 57(2), 815–839. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00443>

- Hoyt, R. E., & Liebenberg, A. P. (2011). The Value of enterprise risk management. *Journal of Risk and Insurance*, 78(4), 795–822. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01413.x>
- 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(1), 37–52. <https://doi.org/10.1111/1098-1616.00019>
- Lundqvist, S. A. (2015). Why firms implement risk governance - Stepping beyond traditional risk management to enterprise risk management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(5), 441–466. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.05.002>
- Lundqvist, S. A., & Vilhelmsson, A. (2018). Enterprise risk management and default risk: Evidence from the banking industry. *Journal of Risk and Insurance*, 85(1). <https://doi.org/10.1111/jori.12151>
- Mayers, D., & Smith Jr., C. W. (1982). On the corporate demand for insurance. *The Journal of Business*, 55(2), 281–296. https://doi.org/10.1007/978-94-015-7957-5_9
- McShane, M. K., Nair, A., & Rustambekov, E. (2011). Does enterprise risk management increase firm value? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26(4), 641–658. <https://doi.org/10.1177/0148558X11409160>
- Myers, S. C., & Read Jr., J. A. (2001). Capital allocation for insurance companies. *Journal of Risk and Insurance*, 68(4), 545–580.
- Nicodano, G., & Regis, L. (2019). A trade-off theory of ownership and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 715–735. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.09.001>
- Nocco, B. W., & Stulz, R. (2006). Enterprise risk management: Theory and practice. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(4), 8–20. <http://fisher.osu.edu/supplements/10/10402/enterprise-risk-mgt.pdf>
- Otley, D. T. (1980). The contingency theory of management accounting: Achievement and prognosis. *Accounting, Organizations and Society*, 5(4), 413–427.
- Otley, D. T., & Berry, A. J. (1980). Control, organisation and accounting. *Accounting, Organizations and Society*, 5(2), 231–244. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(80\)90012-4](https://doi.org/10.1016/0361-3682(80)90012-4)
- Oyadomari, J. C., Mendonça Neto, O. R. de, Cardoso, R. L., & Lima, M. P. de. (2008). Fatores que influenciam a adoção de artefatos de controle gerencial nas empresas brasileiras. Um estudo exploratório sob a ótica da Teoria Institucional. *RCO: Revista de Contabilidade e Organizações - FEARP/USP*, 2(2), 55–70.
- Pagach, D., & Warr, R. (2010). *The Effects of Enterprise Risk Management on Firm Performance*. April.
- Palermo, T., Power, M., & Ashby, S. (2017). Navigating institutional complexity: The production of risk culture in the financial sector. *Journal of Management Studies*, 54(2). <https://doi.org/10.1111/joms.12241>

- Scott, W. R. (2008). *Institutions and organizations: Ideas and interests* (3rd ed.). Sage.
- Silva, A. F. da, Silva, V. A. B., Silva, J. R., Sampaio, J. O., & Eckles, D. L. (2022). *The relationship between chief risk officer and firm value: Its complicated*. In SSRN Electronic Journal (No. 3355854; Working Paper). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3355854>
- Silva, J. R., Silva, A. F. da, & Chan, B. L. (2019). Enterprise risk management and firm value: evidence from Brazil. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(3), 678–703. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1460723>
- Smith, C. W., & Stulz, R. M. (1985). The determinants of firms' hedging policies. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), 391–405. <https://doi.org/10.2307/2330757>
- S&P Global Ratings ERM. (2022). *Enterprise Risk Management (ERM) evaluation*. https://www.spglobal.com/ratings/_division-assets/pdfs/erm-brochure.pdf
- Stulz, R. M. (1984). Optimal hedging policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(2), 127–140. <https://doi.org/10.2307/2330894>
- Superintendência de Seguros Privados, S. (2015). *Deliberação n.º 521, de 24 de novembro de 2015. Dispõe sobre a estrutura de gestão de riscos*. <http://www2.susep.gov.br/bibliotecaweb/docOriginal.aspx?tipo=1&codigo=37077>
- ter Bogt, H. J., & Scapens, R. W. (2014). *Institutions, rationality and agency in management accounting: Rethinking and extending the Burns and Scapens framework*. In SSRN Electronic Journal (No. 2464980; Working Paper). <http://ssrn.com/abstract=2464980>
- ter Bogt, H. J., & Scapens, R. W. (2019). Institutions, situated rationality and agency in management accounting: A research note extending the Burns and Scapens framework. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 32(6), 1801–1825. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-05-2016-2578>
- Tufano, P. (1996). Who manages risk? An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry. *The Journal of Finance*, 51(4), 1097–1137. <http://www.jstor.org/stable/2329389>
- Whitman, A. F. (2015). Is ERM legally required? Yes for financial and governmental Institutions, no for private enterprises. *Risk Management and Insurance Review*, 18(2), 161–197. <https://doi.org/10.1111/rmir.12045>