

EFEITO DO GERENCIAMENTO DE RISCOS CORPORATIVOS NO DESEMPENHO ORGANIZACIONAL E NA VALORIZAÇÃO DAS AÇÕES EM EMPRESAS BRASILEIRAS COM ADRS

Ralph Fonseca Muniz De Melo

Paulo Roberto De Carvalho Nunes - Universidade de Fortaleza

Rubens Carlos Rodrigues - UNIFOR

Resumo

O gerenciamento de riscos corporativos (GRC) vem, cada vez mais, ganhando destaque no mundo acadêmico e corporativo, sendo colocado como um importante apoio para a criação de valor das empresas. Esta pesquisa objetiva analisar a relação do gerenciamento de riscos corporativos com o desempenho organizacional e a valorização das ações das empresas brasileiras com emissão de American Depositary Receipt (ADR). Foi utilizado o método baseado no framework proposto pelo COSO ERM, na versão atualizada em 2017. Trata-se de uma pesquisa descritiva, utilizando tanto a abordagem qualitativa, por meio da análise de conteúdo e documental para identificar a evidência do GRC, bem como quantitativa, utilizando um modelo econométrico com dados em painel com efeitos fixos, que testou as hipóteses definidas. Quanto à evidência, as empresas apresentaram uma evolução entre os anos de 2017 e 2018, existindo, contudo, espaço para melhorias. Os resultados validaram as hipóteses definidas, que afirmaram existir uma relação positiva entre a evidência, nos relatórios anuais, do gerenciamento de riscos corporativos com o desempenho organizacional e com a valorização das ações da empresa. Este estudo contribui para reforçar a importância do gerenciamento de riscos corporativos como uma ferramenta na geração e manutenção de valor das empresas.

Palavras-chave: Gerenciamento de Riscos Corporativos; Evidência; Disclosure; Desempenho; Criação de Valor.**Abstract**

Corporate risk management (GRC) is increasingly gaining prominence in the academic and corporate world, being placed as an important support for the creation of value for companies. This research aims to analyze the relationship between corporate risk management and organizational performance and the valuation of shares in Brazilian companies issuing American Depositary Receipts (ADRs). The method based on the framework proposed by COSO ERM, in the version updated in 2017, was used. It is a descriptive research, using both a qualitative approach, through content and document analysis to identify the disclosure of the GRC, as well as quantitative, using an econometric model with panel data with fixed effects, which tested the defined hypotheses. Regarding disclosure, the companies showed an evolution between the years 2017 and 2018, there is, however, room for improvement. The results validated the defined hypotheses, which claim that there is a positive relationship between the disclosure, in the annual reports, of corporate risk management with organizational performance and with the valuation of the company's shares. This study contributes to reinforce the importance of corporate risk management as a tool in the generation and maintenance of company value.

Keywords: Corporate Risk Management; Disclosure; Disclosure; Performance; Value creation.

Efeito do Gerenciamento de Riscos Corporativos no Desempenho Organizacional e na Valorização das Ações em Empresas Brasileiras com ADRs

1 Introdução

No ano de 2018, os diretores financeiros ou exercendo cargos equivalentes de empresas ligadas ao *American Institute of Certified Public Accountants* (AICD) participaram de uma pesquisa, onde dos 445 respondentes, 59% apontaram que o volume e a complexidade dos riscos quase que mudaram totalmente nos últimos cinco anos e 68% das empresas informaram que passaram recentemente por pelo menos uma surpresa operacional, em razão de um risco que não previram adequadamente (Beasley, Branson, & Hancock, 2019).

O Gerenciamento de Riscos Corporativos ou *Enterprise Risk Management* (ERM) vem, aos poucos, ganhando destaque no mundo acadêmico e corporativo, não sendo um modismo, mas uma necessidade latente das organizações em lidar com situações cada vez mais complexas, próprias do século XXI, por meio de uma gestão holística dos riscos, em contrapartida à visão tradicional da gestão de riscos limitada, compartimentada e descoordenada (Mcshane & Nair; Rustambekov, 2011; Durst, Hinteregger, & Zieba, 2019).

Diante desse contexto, Cohen, Krishnamoorthy e Wright (2017) afirmam que os recentes escândalos e crises ocorridos no mercado financeiro deixaram em evidência a necessidade de as organizações administrarem melhor seus riscos, ficando em destaque o gerenciamento de riscos corporativos (GRC) como um dos principais métodos para proporcionar soluções de mitigação de tais problemas.

O COSO ERM definiu o gerenciamento de riscos corporativos como um processo aplicado ao estabelecimento e garantia razoável do atingimento dos objetivos empresariais, objetivando melhorar a capacidade de gerar valor (COSO, 2004). E em sua versão mais atual, apresenta um *framework* integrado entre ERM, Estratégia e Desempenho Organizacional, no qual o ERM está integrado a toda a empresa, contribuindo para toda a geração de valor da mesma (COSO, 2017), o qual tem sido amplamente discutido e é geralmente a estrutura de ERM mais citada em estudos científicos e utilizada pelas empresas (Lundqvist, 2014; Hayne & Free, 2014; Dias, 2017). Portanto, para o presente estudo utilizou-se esse modelo como referência para o gerenciamento de riscos corporativos.

O desempenho organizacional é definido e medido por meio do alcance dos objetivos organizacionais (Richard *et al.*, 2009) e o ERM tem por finalidade contribuir para o atingimento desses objetivos (COSO, 2004), pode-se supor que exista uma forte relação entre desempenho organizacional e o gerenciamento de riscos corporativos (Gordon, Loeb, & Tseng, 2009).

Concernente à valorização das ações, Baxter, Hoitash e Yezegel (2013) concluem, em pesquisa realizada em instituições financeiras, que empresas com altos padrões de qualidade no gerenciamento de riscos corporativos possuem uma melhor avaliação no mercado (incluindo, portanto, uma valorização maior de suas ações).

Neste contexto, acredita-se também que, embora os motivos para a implantação de um ERM com frequência se baseiem no desejo de agregar 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, sendo necessária uma visão mais holística para a criação de valor sustentável (Kaplan & Norton, 2008). Diante disso, torna-se importante o estudo sobre a relação entre o gerenciamento de riscos corporativos, o desempenho organizacional e a valorização da empresa no mercado, além de estudos relacionados ao novo *framework* do COSO ERM 2017.

As empresas brasileiras com emissão de ADRs na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE) possuem maior visibilidade internacional e atendem a uma alta exigência concernente à Governança Corporativa e, conseqüentemente, devem seguir normas mais rígidas de

disclosure (inclusive sobre fatores de riscos e gerenciamento de riscos corporativos), além de seus dados serem de fácil acesso ao público em geral (Vieira, 2019).

Definir uma estratégia implica fazer escolhas e *trade-offs* ao competir (PORTER, 1996), e essas escolhas, por sua vez, envolvem diversos riscos. Portanto, na busca por gerar valor, toda e qualquer organização enfrenta diversos riscos no processo. Partindo dessa premissa, o gerenciamento de riscos corporativos integrados à gestão estratégica torna-se uma valiosa ferramenta para ajudar na arte e ciência de fazer escolhas essenciais para o sucesso do negócio (COSO, 2017).

Portanto, 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*)? Destarte, o objetivo é analisar o efeito do gerenciamento de riscos corporativos no desempenho organizacional e na valorização das ações em empresas brasileiras com emissão de *American Depositary Receipt* (ADR).

A evolução da forma tradicional do gerenciamento de riscos corporativos para uma visão holística oferece um grande leque de oportunidades para o desenvolvimento de estudos acadêmicos que, por sua vez, contribuirá para o melhor desempenho das organizações, sejam elas públicas ou privadas (Bromiley *et al.*, 2015).

Cohen, Krishnamoorthy e Wright (2017) apontam a necessidade de mais pesquisas entre ERM e relatórios financeiros em empresas de grande porte, devido a sua complexidade e maior exposição a riscos. Sobre relatórios e desempenho, Durst, Hinteregger e Zieba (2019) também sugerem estudos sobre a relação desses com o ERM.

Nas empresas de capital aberto, os relatórios anuais (como o Relatório de Administração) representam uma fonte primária de informação para todos os *stakeholders* da organização. Portanto, a falta de clareza e o tom ambíguo dos relatórios anuais impactam negativamente na percepção do mercado sobre a mesma, aumentando, inclusive, o custo de possíveis captações de recursos por parte da empresa (Ertugrul *et al.*, 2017).

Alguns estudos têm se preocupado em identificar e qualificar a evidenciação do gerenciamento de riscos corporativos, devido a sua importância para o mercado de capitais e tomada de decisão do investidor, bem como sua utilidade para a própria organização (Fernandes, Silva, & Santos, 2008; Zonatto & Beuren, 2012; Magro, Filipin, & Fernandes, 2015), além de abordar a percepção de valor do investidor com base na evidenciação da ERM (Heinle & Smith, 2017; Santos & Coelho, 2018). Contudo, esses estudos foram antecessores da nova versão do COSO ERM 2017, e também não fizeram a relação entre a evidenciação e o desempenho organizacional e valor da empresa.

Desta forma, a importância desta pesquisa encontra-se no estudo da evidenciação e o impacto do gerenciamento de riscos corporativos (Horney, Pasmore, & O'shea, 2010) no contexto das economias emergentes, haja vista poucos são os estudos sobre o ERM nestes países (Gatzert & Martin, 2015), o que torna relevante esta pesquisa.

2 Revisão da Literatura

Nesta seção, será apresentada uma visão geral do ERM, bem como sua origem e evolução, a relação do ERM com a cultura organizacional e, por fim, será explanado sobre os aspectos da integração do ERM com todos os departamentos e processos organizacionais.

2.1 Enterprise Risk Management (ERM)

Os riscos representam os eventos que possuem impacto negativo na organização, ou seja, eventos que impactam adversamente no atingimento dos objetivos e na geração de valor da empresa. Ao passo que os eventos que impactam positivamente na organização e podem gerar valor são chamados de oportunidades (COSO, 2004). Conforme Dickinson (2001), o risco

da organização somente poderá ser medido em relação aos seus objetivos estabelecidos. O gerenciamento de riscos corporativos está concentrado nos impactos negativos provenientes de ameaças ou falhas, em vez de oportunidades e sucessos (Kaplan & Mikes, 2012).

Tradicionalmente, a gestão de riscos foi realizada de forma independente e não coordenada dentro das empresas. Por exemplo, o setor financeiro utiliza derivativos para reduzir riscos de mercado e risco cambial; já o setor jurídico atua na gestão de riscos processuais. Em contrapartida, o gerenciamento de riscos corporativos adiciona outros riscos, como os operacionais ou estratégicos, e atua de forma articulada na organização, verificando as interdependências e correlações entre os riscos (Mcshane, Nair, & Rustambekov, 2011).

Portanto, somente trabalhar esses riscos em alguns departamentos demonstrou-se insuficiente para as necessidades das empresas. Segundo Kaplan e Mikes (2012), com o passar dos anos, outros riscos foram gradativamente inseridos na gestão das empresas, como 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. Ou seja, os departamentos trabalhando de forma isolada dispersam informações e responsabilidades, inibindo a discussão e geração de ideias de como os diferentes riscos interagem e impactam a organização, bem como a tratativa desses (principalmente no que se refere às ações de mitigação).

Avançando na definição de ERM, além da visão holística (que envolve todos os departamentos e setores da empresa), muitos autores descrevem as atividades inerentes ao gerenciamento de riscos corporativos. Desta forma, faz-se necessário um conjunto de atividades e processos estruturados, que darão suporte à empresa, desde a estratégia até a operação (Dickinson, 2001; Bromiley *et al.*, 2015; IBGC, 2017). É importante, também, que a organização tenha 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).

O processo burocrático de identificação, classificação e divulgação tradicional dos riscos pouco tem influência sobre os líderes e colaboradores da organização, 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).

Agarwal e Kallapur (2018) observaram que o pensamento sistêmico e a comunicação efetiva entre todos os níveis da empresa (estratégico, tático e operacional) são imprescindíveis para uma cultura de riscos cognitiva. Essa cultura, por sua vez, não se limita ao atendimento de regras e Compliance.

Quanto aos aspectos humanos e culturais, faz-se necessário compreender que o gerenciamento de riscos corporativos não é um processo intuitivo (pois contraria muitos preconceitos individuais e organizacionais) e nem um simples conjunto de regras e Compliance para mitigar riscos críticos (Kaplan & Mikes, 2012). O ERM deve estar incorporado a toda a organização, que com uma forte cultura de riscos, abordagem estratégica e visão de futuro, gera e otimiza valor (Rochette, 2009).

Segundo o COSO (2017), todo gestor organizacional tem a responsabilidade de gerenciar os riscos inerentes aos processos em que atua, já que os riscos estão presentes nos processos e nas decisões tomadas no cotidiano corporativo. Em outras palavras, qualquer gestor na organização também é um gestor de riscos. Diante disso, o novo *framework* para o gerenciamento de riscos corporativos apresentado pelo COSO está totalmente integrado à gestão organizacional.

Para o IBGC (2017), no contexto brasileiro a incorporação das atividades de gerenciamento de riscos nos demais processos organizacionais torna-se mais efetiva quando os objetivos e indicadores de riscos estão vinculados ao programa de participação de resultados da empresa (ou algum tipo de premiação por desempenho). Contudo, segundo pesquisa

realizada por Beasley, Branson e Hancock (2019), no contexto mundial, esta vinculação entre ERM e remuneração por desempenho ainda está muito incipiente nas organizações.

2.2 Framework COSO ERM 2017

Segundo Dias (2017), a nova versão do COSO está melhor adequada às organizações, no atual contexto do mercado globalizado, do que as versões ERM anteriores, haja vista, principalmente, a configuração do *framework* como um processo (com entrada e saída) e não um cubo, além de considerar a cultura organizacional um fator-chave no referido processo.

Conforme Trautman e Kimbell (2018), o ERM COSO 2017 oferece também uma ferramenta valiosa para o combate à corrupção e aos riscos de fraudes, inclusive contribuindo para o cumprimento da lei *Foreign Corrupt Practices Act* (FCPA), mediante a identificação, avaliação, priorização e definição de respostas aos riscos, incluindo a formatação e implantação de controles internos.

A definição e desenvolvimento da estratégia consistem em um processo decisório estruturado, que desde a missão e visão da organização até a alocação de recursos, precisa analisar e tomar medidas relacionadas a todos os riscos estratégicos. De acordo com o COSO (2017), várias organizações têm se utilizado do gerenciamento de riscos corporativos para identificar, avaliar, responder e gerenciar os riscos que impactam na estratégia organizacional. Sendo assim, deve-se alinhar os recursos da organização à sua missão e visão no processo decisório de escolha da melhor estratégia.

Portanto, a integração das práticas e ferramentas do gerenciamento de riscos corporativos em todos os processos de negócios (incluindo os processos de tomada de decisões em toda a organização) contribui para o melhor desempenho, governança e sucesso empresarial, fornecendo um caminho mais seguro para gerar e preservar valor para todas as partes interessadas (COSO, 2017). Na Figura 1, referente ao *framework* do COSO ERM 2017, apresentam-se os cinco componentes inter-relacionados.

Figura 1 - Os 5 componentes do COSO ERM 2017



Fonte: Adaptada de COSO (2017).

Cada componente possui ações específicas do gerenciamento de riscos corporativos, mas estão integrados às demais ações de gestão e criação de valor da empresa. A Tabela 1 relaciona os componentes com os princípios deste referido *framework* do COSO ERM 2017.

Como observado na Tabela 1, esta nova versão do *framework* ERM do COSO integra, de forma efetiva, o gerenciamento de riscos corporativos ao processo de tomada de decisão, desde a concepção da estratégia até a gestão e monitoramento do desempenho organizacional (Dias, 2017).

Tabela 1 - Componentes e princípios do COSO ERM 2017

Componente	Princípio
Governança e cultura: A alta gestão responsabiliza-se e garante a responsabilização dos gestores para a ERM, preservando os valores que contribuem para uma cultura de riscos.	1 Exerce supervisão do risco por intermédio do conselho;
	2 Estabelece estruturas operacionais;
	3 Define a cultura desejada;
	4 Demonstra compromisso com os valores fundamentais;
	5 Atrai, desenvolve e retém pessoas capazes;
Estratégia e definição de objetivos: Elaboração e gestão da estratégia em conjunto com o ERM, alinhado ao apetite a risco da organização.	6 Analisa o contexto de negócios;
	7 Define o apetite a risco;
	8 Avalia estratégias alternativas;
	9 Formula objetivos de negócios;
Desempenho: Identificação, avaliação, priorização e definição de respostas aos riscos, visando aos objetivos e metas organizacionais.	10 Identifica o risco;
	11 Avalia a severidade do risco;
	12 Prioriza os riscos;
	13 Implementa respostas aos riscos;
Análise e revisão: Avaliação da eficácia dos componentes do ERM, bem como as revisões necessárias para a melhoria do processo.	14 Adota uma visão de portfólio;
	15 Avalia mudanças importantes;
	16 Analisa riscos e desempenho;
Informação, comunicação e divulgação: Mineração, Análise e compartilhamento de informações para toda a organização.	17 Busca o aprimoramento no gerenciamento de riscos corporativos;
	18 Alavanca sistemas de informação;
	19 Comunica informações sobre riscos;
	20 Divulga informações de riscos, cultura e desempenho.

Fonte: Adaptado do *framework* COSO ERM 2017.

2.3 ERM, Evidenciação, Valor e Desempenho

Segundo o COSO (2017), o gerenciamento de riscos corporativos, por conceito, atua para agregar valor para a empresa e o acionista, através da busca de garantir a consecução dos objetivos estratégicos e dos processos de negócios. Desta forma, esta gestão de risco deve estar integrada à gestão organizacional, desde a elaboração da estratégia até o acompanhamento do desempenho operacional. Sendo assim, o processo de comunicação e divulgação dentro e fora da empresa é de suma importância para que essa integração e gestão aconteça de forma eficaz.

2.3.1 ERM e Evidenciação

As políticas e regras de divulgação das empresas (inclusive no relatório de administração) têm significativos impactos no mercado de capitais, devendo-se atentar para a consistência, clareza e legibilidade das informações nos relatórios, pois caso contrário haverá um aumento significativo na probabilidade de quedas nos preços das ações da empresa, entre outras consequências (Ertugrul *et al.*, 2017).

Verrecchia (2001) afirma que no interesse da eficiência empresarial é bem mais vantajoso para a empresa reduzir a assimetria de informação. Portanto, a organização deve ser comprometida com o mais alto nível de divulgação pública de suas informações relevantes, sendo o mais transparente possível.

Roychowdhury, Shroff e Verdi (2018) apontam que quando a qualidade das informações no relatório está mais alta (empresa mais transparente), isso aumenta a capacidade dos acionistas de monitorar gestores e, assim, reduz os investimentos excessivos.

Os documentos de divulgação da empresa (incluindo o relatório de administração, no caso de empresas de capital aberto) não devem apresentar somente informações contábeis e financeiras, mas, principalmente, riscos e fatores de riscos, e como esses estão sendo gerenciados, visando à geração de valor para a companhia. Torna-se, inclusive, relevante as informações evidenciadas para o processo de avaliação dos títulos de empresa por parte dos *stakeholders* (Santos & Coelho, 2018).

Como um dos principais objetivos do ERM está relacionado à criação de valor, faz-se necessário que o ERM forneça sistematicamente as informações sobre os riscos e sua gestão para as partes interessadas, visando que toda a empresa seja mais assertiva nesta geração e manutenção de valor (Silva, Silva, & Chan, 2019).

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.

2.3.2 ERM, Valor para acionista e Desempenho

Os riscos estratégicos possuem características diferentes dos demais riscos gerenciados na organização, pois objetivos e projetos estratégicos que esperam altos retornos, na maioria dos casos, fazem com que a empresa assuma riscos com grau mais severo (seja no seu impacto ou probabilidade de ocorrência). Desta forma, a gestão eficaz de riscos torna-se fator fundamental para o sucesso da estratégia e, conseqüentemente, da obtenção de ganhos potenciais (Kaplan & Mikes, 2012).

Neste processo, os gestores e executivos devem identificar quais riscos são essenciais para a lucratividade e rentabilidade da empresa e elaborar uma estratégia para a gestão desses riscos, levando em consideração os efeitos cruzados entre eles (Callahan & Soileau, 2017), 2002). Assim, o gerenciamento de riscos corporativos tem papel fundamental no fortalecimento do processo de planejamento e gestão da estratégia empresarial (Dickinson, 2001).

Segundo Celona, Driver e Hall (2011), para que o gerenciamento de riscos corporativos cumpra sua finalidade na organização, é preciso adotar um foco na criação e manutenção de valor, isto é, o ERM deve ser orientado para identificar e avaliar todas as opções que preservem ou criem valor para a empresa. Lundqvist (2014) salienta a importância de verificar quais fatores do gerenciamento de riscos corporativos contribuem de forma mais efetiva para esta criação de valor. A exposição aos riscos (sejam riscos econômicos, de mercado, regulatórios, operacionais, de tecnologia da informação, cambiais, entre outros) não possui relação com o desempenho da empresa (Quon, Zeghal, & Maingot, 2012).

Em pesquisa realizada em empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA (do índice IBrX-50), no período de 2010 a 2012, Degenhart *et al.* (2016) constataram que as empresas que possuem um comitê de gestão de risco apresentaram um desempenho econômico superior às empresas que não possuem esse comitê.

Ping e Muthueloo (2015), em pesquisa realizada em empresas de capital aberto na Malásia, encontraram uma relação positiva significativa entre a implantação do gerenciamento de riscos corporativos e o desempenho da organização. Além disso, o estudo aponta para diferenças em relação às variáveis de monitoramento, complexidade e tamanho da empresa.

Também se deve levar em conta na relação entre o gerenciamento de riscos corporativos e o desempenho organizacional o ambiente interno e externo em que a empresa se encontra. Conforme Gordon, Loeb e Tseng (2009), em estudo preliminar, essa relação é

influenciada por cinco variáveis, a seguir: incerteza ambiental, concorrência no setor, tamanho da empresa, complexidade da empresa e monitoramento pelo conselho de administração.

Callahan e Soileau (2017) observaram que o nível de maturidade de um gerenciamento de riscos corporativos pode influenciar positivamente a empresa, que apresentará um maior desempenho operacional em relação às empresas do mesmo setor com níveis de ERM inferiores.

Ainda sobre o desempenho organizacional, Florio e Leoni (2017) apresentaram que as organizações com um ERM mais sofisticado possuem uma maior lucratividade e melhor avaliação no mercado financeiro, e que as empresas com nível de maturidade mais baixo apresentam desempenho muito baixo ou nulo. Ou seja, esse estudo aponta que iniciativas pontuais relacionadas ao ERM não provocam melhorias no desempenho das empresas.

Contudo, é importante ressaltar o fato de que todos os artigos citados nesta seção colocaram a necessidade de realização de mais pesquisas para que se possa responder se o ERM contribui efetivamente para o aumento do desempenho das empresas e para a riqueza dos acionistas.

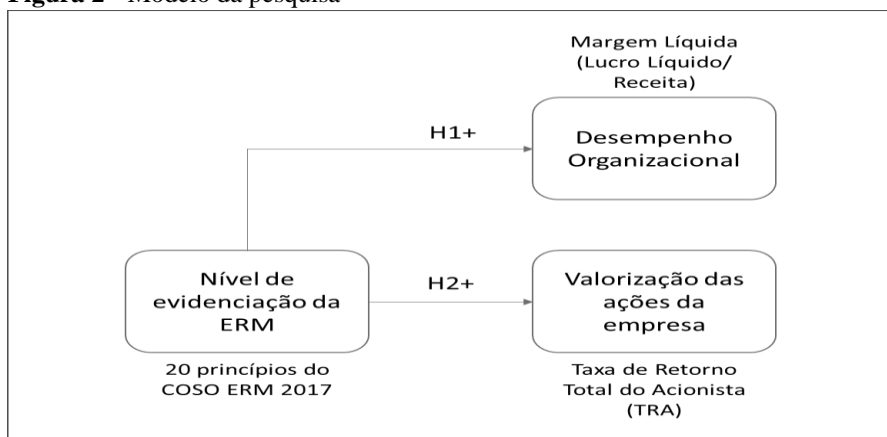
Quanto ao contexto das empresas analisadas, muito ainda precisa ser ampliado. Diante de todo o exposto, portanto, e visando contribuir para sanar uma lacuna na literatura e acrescentar informações relevantes sobre o gerenciamento de riscos corporativos (para executivos e estudiosos sobre o tema), conforme 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 identificação do 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, apresenta-se um modelo de pesquisa (figura 2) que relaciona essa evidenciação com o desempenho organizacional e com a valorização das ações da empresa.

Figura 2 - Modelo da pesquisa



Fonte: Elaborada pelos autores.

3 Procedimentos Metodológicos

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 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.

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.

Como estratégia para a identificação da evidenciação 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, considerando-se a palavra “risco” como unidade de registro e a “frase” como unidade de contexto, a qual foi analisada e interpretada, objetivando a identificação dos 20 princípios do *framework* (Bardin, 2004).

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”.

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).

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:

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

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).

4 Análise dos Resultados

4.1 Análise Quantitativa

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 2, bem como valores de margem líquida e TRA.

Tabela 2 Valores Evidenciação ERM, Margem Líquida e TRA

Empresa - Ano	Evidenciação ERM		Margem Líquida		TRA	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
AmBev	25%	25%	15,30%	21,90%	33,10%	-25,50%
Azul	25%	35%	6,60%	7,60%	23,30%	33,80%
Bradesco	60%	60%	12,60%	14,90%	41,30%	37,10%
BrasilAgro	30%	30%	14,80%	32,90%	24,00%	33,80%
BRF	40%	50%	-3,90%	-14,80%	-23,80%	-40,10%
Cemig	50%	60%	4,60%	7,80%	-6,20%	116,70%
COPEL	30%	45%	8,00%	9,70%	-5,40%	58,80%
Cosan	55%	55%	19,70%	18,50%	13,20%	-17,10%
CPFL	60%	60%	4,60%	7,70%	-21,50%	52,30%
CSN	55%	55%	0,60%	22,60%	-21,70%	5,50%
Eletrobras	70%	70%	-5,90%	53,40%	-6,50%	34,60%
Embraer	65%	75%	4,80%	-3,40%	29,40%	9,40%
Gerdau	35%	40%	-0,90%	5,00%	16,60%	22,70%
GOL	35%	50%	3,70%	-6,80%	220,90%	71,90%
Itau	95%	95%	15,50%	19,50%	108,90%	106,30%
Linx	25%	35%	14,80%	10,40%	25,60%	54,80%
Oi	55%	60%	-28,00%	111,60%	52,40%	-50,20%
Petrobras	80%	85%	0,10%	7,60%	9,90%	53,00%
Sabesp	70%	70%	17,20%	17,60%	33,70%	1,00%
Santander	60%	75%	12,80%	18,20%	115,60%	131,60%
Suzano	45%	50%	17,20%	2,40%	46,60%	104,70%
Telefonica	40%	40%	10,70%	20,50%	21,30%	10,20%
TIM	45%	45%	7,60%	15,00%	72,40%	-6,80%
Ultrapar	40%	45%	1,90%	1,20%	19,60%	-23,20%
VALE	40%	45%	16,30%	19,20%	82,00%	40,80%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Quanto 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).

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, 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.

As 25 empresas da amostra estão distribuídas (classificadas) em 14 setores econômicos diferentes, portanto, não foi possível realizar uma análise aprofundada 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 3), 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.

Assim, 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 3 Princípios do COSO evidenciados

Componente	Princípio	2017	2018	Total
Desempenho	Identifica o risco	25	25	50
Desempenho	Implementa respostas aos riscos	25	25	50
Estratégia e definição de objetivos	Analisa o contexto de negócios	24	24	48
Estratégia e definição de objetivos	Formula objetivos de negócios	19	21	40
Governança e cultura	Estabelece estruturas operacionais	18	21	39
Análise e revisão	Busca o aprimoramento no gerenciamento de riscos corporativos	16	17	33
Análise e revisão	Analisa riscos e desempenho	14	18	32
Estratégia e definição de objetivos	Define o apetite a risco	15	15	30
Análise e revisão	Avalia mudanças importantes	14	16	30
Informação, comunicação e divulgação	Divulga informações de riscos, cultura e desempenho	13	12	25
Desempenho	Adota uma visão de portfólio	11	13	24
Governança e cultura	Exerce supervisão do risco por intermédio do conselho	9	13	22
Informação, comunicação e divulgação	Comunica informações sobre riscos	9	11	20
Informação, comunicação e divulgação	Alavanca sistemas de informação	8	11	19
Desempenho	Prioriza os riscos	8	10	18
Desempenho	Avalia a severidade do risco	8	9	17
Governança e cultura	Define a cultura desejada	5	7	12
Governança e cultura	Atrai, desenvolve e retém pessoas capazes	3	3	6
Governança e cultura	Demonstra compromisso com os valores fundamentais	1	1	2
Estratégia e definição de objetivos	Avalia estratégias alternativas	0	0	0

Fonte: Elaborado pelos autores.

Dentre os princípios menos evidenciados nos relatórios de 2017 e 2018, 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, em uma rede de pessoas (Arena, Arnaboldi, & Palermo, 2017).

4.2 Análise Quantitativa

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. A tabela 4 exibe as estatísticas descritivas das variáveis do modelo, na qual se pode verificar um alto grau de dispersão para todas as variáveis.

Tabela 4 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 5 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 5 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 significativo 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	Coefficiente	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 significativo 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.

5 Conclusão

Este estudo, quanto 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.

Com o resultado dessa análise, constatou-se 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).

Esta pesquisa difere das demais já realizadas, tanto em relação ao contexto (empresas de 14 setores da economia e com emissão de ADRs) pois 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). Quanto às 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.

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, 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, que sejam realizadas novas pesquisas abordando como as empresas gerenciaram os riscos relacionados à pandemia do COVID-19, bem como analisar o processo de maturidade do gerenciamento dos riscos ao longo destes anos.

Referências

- Agarwal, R., & Kallapur, S. (2018). Cognitive risk culture and advanced roles of actors in risk governance: a case study. *The Journal of Risk Finance*.
- 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.
- Celona, J., Driver, J., & Hall, E. (2011). Value-driven ERM: Making ERM an engine for simultaneous value creation and value protection. *Journal of Healthcare Risk Management*, 30(4), 15-33.
- 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.
- 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.
- 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.

- Heinle, M. S., & Smith, K. C. (2017). A theory of risk disclosure. *Review of Accounting Studies*, 22, 1459-1491.
- Horney, N., Pasmore, B., & O'Shea, T. (2010). Leadership agility: A business imperative for a VUCA world. *Human Resource Planning*, 33(4), 34.
- 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.
- 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.
- Ping, T., & Muthuveloo, R. (2015). The Impact of Enterprise Risk Management on Firm Performance: Evidence from Malaysia. *Asian Social Science*, 11, 149-159.
- Porter, M. (1996). What is Strategy, *Harvard Business Review*, November-December.
- 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.
- 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.
- 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.