



Universidade de Aveiro
2019

Departamento de Economia, Gestão,
Engenharia Industrial e Turismo

**Cláudia Roberta de
Araújo Alves Pinto**

Ensaaios sobre Gestão de Risco Empresarial



**Cláudia Roberta de
Araújo Alves Pinto**

Ensaio sobre Gestão de Risco Empresarial

Tese apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Doutor em Contabilidade, realizada sob a orientação científica da Professora Doutora Graça Maria do Carmo Azevedo, Professora Coordenadora no Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro e do Professor Doutor Jonas da Silva Oliveira, Professor Auxiliar no Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE-IUL).

Dedicatória

Este trabalho de investigação é dedicado aqueles que são a minha raiz e o meu porto seguro em momentos difíceis. A vocês, pai, mãe e irmão, o meu singelo e enorme OBRIGADA.

o júri

presidente

Prof. Dr. João Carlos Matias Celestino Gomes da Rocha
professor catedrático

Prof. Dr.^a Cristina Maria Gabriel Gonçalves Góis
professora coordenadora

Prof. Dr. Manuel Emílio Mota de Almeida Delgado Castelo Branco
professor auxiliar

Prof. Dr.^a Augusta da Conceição Santos Ferreira
professora adjunta

Prof. Dr.^a Ana Maria Alves Bandeira
professora adjunta

Prof. Dr.^a Graça Maria do Carmo Azevedo
Professora coordenadora (orientadora)

agradecimentos

A realização deste trabalho de investigação contou com a participação direta e indireta de algumas pessoas que se tornaram fundamentais durante este processo. A todas elas, deixo o meu **sincero agradecimento**.

Contudo, e porque em determinados momentos da vida certas pessoas assumem um destaque especial, quero, em particular, agradecer:

- à professora doutora Graça, minha orientadora e por quem tenho um carinho e uma amizade especial. Obrigada pelo apoio, pelos incentivos, pelas vezes que apenas ouviu as minhas lamentações e, claro está, pela orientação, conhecimento, disponibilidade que demonstrou ao longo de todo este percurso.
- ao professor doutor Jonas, meu orientador e pessoa que admiro em diversos aspetos. Obrigada pelo apoio, pelo carinho, pelos obstáculos que me incentivou a ultrapassar e, obviamente, por ter partilhado comigo algum do seu enorme conhecimento.
- ao Dr. João Paulo Ribeiro, diretor financeiro e meu colega na RESINORTE, SA, que, sempre que lhe foi possível, me “facilitou a vida” para que a conclusão deste trabalho de investigação fosse possível.
- à minha família e amigos que foram os maiores sacrificados ao longo de toda esta etapa mesmo sabendo que foi um “mal necessário”.
- por último, a todos os *discussants* de conferências e congressos em que participei e que cujos contributos foram essenciais neste processo.

A todos, o meu sincero OBRIGADA!

palavras-chave

ERM, Governo das Sociedades, Gestão de Risco, Controlo Interno, Divulgação, Euronext Lisbon, London Stock Exchange.

resumo

Este trabalho de investigação tem como finalidade avaliar a divulgação de informação sobre práticas de *Enterprise Risk Management* (ERM) realizada por empresas não financeiras. Aferiu-se ainda quais os incentivos que se colocam a estas empresas para a prática de divulgação voluntária de informação neste âmbito. Recorrendo à análise de conteúdo, foram analisados os relatórios anuais, os relatórios de *corporate governance* e os relatórios de sustentabilidade de cinquenta e duas empresas de natureza não financeira admitidas à negociação na *Euronext Lisbon* (EL) e na *London Stock Exchange* (LSE). Assim, este trabalho de investigação apresenta um conjunto de estudos empíricos sobre divulgação de informação sobre práticas de ERM. O primeiro ensaio desenvolveu uma revisão de literatura que procurou, por um lado, analisar a ligação do governo das sociedades ao ERM e, por outro lado, abordar a vertente de divulgação de informação associada ao ERM referenciando os quadros teóricos utilizados. Este ensaio, permitiu, pois, uma melhor compreensão sobre a pesquisa existente sobre o ERM e, ainda, identificar os *gaps* de investigação neste âmbito que se procuram preencher através dos estudos empíricos realizados posteriormente. Além disso, é também finalidade desta revisão de literatura servir de suporte teórico.

O segundo ensaio destinou-se a proporcionar informação em relação ao grau de divulgação sobre práticas de ERM pelas empresas não financeiras da EL e da LSE. Para o efeito, construiu-se um índice de divulgação sobre práticas de ERM tendo por base o quadro conceptual do COSO "*Enterprise Risk Management – Integrated Framework*" de 2004. Os resultados alcançados possibilitaram concluir que, apesar o baixo nível de divulgação praticado pelas empresas avaliadas, entre 2006 e 2016 denotou-se uma evolução favorável no que se refere a divulgação de informação sobre práticas de ERM. O terceiro ensaio, por sua vez, teve como finalidade evidenciar quais os fatores determinantes do nível de divulgação de informação sobre ERM evidenciado pelas cinquenta e duas empresas da EL e da LSE. As conclusões retiradas confirmaram o nível de independência do conselho de administração (CA), o número de reuniões do CA, o valor de remunerações pagas ao CA, o grau de independência da comissão de auditoria e o auditor externo tipo BIG 4 como variáveis que evidenciam influência significativa sobre o nível de divulgação de informação sobre práticas de ERM praticado pelas empresas não financeiras avaliadas. É ainda de salientar que estes ensaios foram desenvolvidos, tal como Oliveira *et al.* (2011a) e (2011b), Ntim *et al.* (2013), Zéghal e Aoun (2016) e Oliveira *et al.* (2018), à luz de um "*multi-theoretical framework*" assente nas teorias da agência, da legitimidade e institucional uma vez que estas demonstram complementaridade, nomeadamente em relação a sistemas de ERM e à divulgação de informação nesta matéria.

Deste modo, apresentam-se como contribuições dos ensaios realizados a compreensão percebida ao nível do grau de divulgação de informação sobre práticas de ERM e, ainda, a perceção sobre eventuais semelhanças e diferenças encontradas ao nível da divulgação de informação praticada em Portugal e no Reino Unido. Além disso, foi ainda possível a identificação das características individuais das instituições que são potencialmente explicativas deste nível de divulgação de informação sobre ERM evidenciado. Adicionalmente, contribui-se para a literatura existente uma vez que procede à concretização de ensaios comparativos sobre a divulgação de informação de práticas de ERM de dois países que apresentam características distintas no que se refere à governação das sociedades.

keywords

ERM, Corporate Governance, Risk Management, Internal Control, Disclosure, Euronext Lisbon, London Stock Exchange.

abstract

This research work has the purpose of evaluating the information disclosure about Enterprise Risk Management (ERM) practices carried out by non-financial companies. It is also a purpose assess the incentives that these companies have for the practice of voluntary information disclosure in this area. Using the content analysis, the annual reports, corporate governance reports and sustainability reports of fifty-two non-financial companies listed at Euronext Lisbon (EL) and London Stock Exchange (LSE) were analyzed. Thus, this research presents a set of empirical studies about information disclosure on ERM practices. The first essay consists on a literature review that sought, on the one hand, to analyze the link between corporate governance and ERM and, on the other hand, to address the information disclosure aspect associated with ERM, referring to the theoretical frameworks used. Thus, this study allowed a better understanding of the existing research on ERM and also identified research gaps in this scope that are sought to be filled with the next empirical studies. In addition, it is also the purpose of this literature review to serve as theoretical support.

The second essay is intended to provide information on the degree of information disclosure of ERM practices by non-financial companies of EL and LSE. To this end, a disclosure index on ERM practices was constructed based on the conceptual framework of COSO "Enterprise Risk Management - Integrated Framework" of 2004. The results obtained allowed to conclude that, despite the low level of disclosure practiced by the companies evaluated, between 2006 and 2016 there was a positive evolution regarding the information disclosure on ERM practices.

The third essay, in turn, aimed to highlight the determinants of the level of information disclosure on ERM evidenced by the fifty-two companies of EL and LSE. The conclusions drawn confirmed the independence level of the board of directors (BD), the number of BD meetings, the compensations paid to the BD, the Independence level of the audit committee and the external auditor type (BIG 4) as variables that show influence on the level of information disclosure on ERM practices of the non-financial companies evaluated. It is also worth noting that these procedures were developed in the light of a "multi-theoretical framework" based on agency, legitimacy and institutional theories, such as Oliveira et al. (2011a) and (2011b), Ntim et al. (2013), Zéghal and Aoun (2016) and Oliveira et al. (2018), as they demonstrate complementarity, particularly in what concerns to ERM systems and the information disclosure on this subject.

Thus, the contribution of the procedures carried out is the perceived understanding of the information disclosure level on ERM practices, as well as the perception of possible similarities and differences found in the information disclosure practiced in Portugal and the United Kingdom. In addition, it was also possible to identify the individual characteristics of companies that have potentially explanatory power on this information disclosure level about ERM. Plus, it contributes to the existing literature since it carries out a comparative analysis on the information disclosure on ERM practices of two countries that have different corporate governance characteristics.

ÍNDICE

Índice de Tabelas	x
Índice de Apêndices	x
Lista de Abreviaturas	xi
Introdução	1
I. Enquadramento do Tema e Motivação	3
II. Objetivos, Metodologia e Estrutura da Tese	5
Parte I: Práticas de Enterprise Risk Management: Revisão de Literatura	9
Ensaio 1: Práticas de Enterprise Risk Management: Revisão de Literatura	11
Introdução.....	13
1. O ERM e o Governo das Sociedades	15
2. Referencial Teórico.....	22
3. O ERM e Divulgação de Informação sobre risco.....	30
Conclusão.....	33
Parte II: Práticas de Enterprise Risk Management: Estudos Empíricos	37
Ensaio 2: Práticas de Enterprise Risk Management: evidência das empresas admitidas à negociação em Portugal e no Reino Unido	39
Introdução.....	41
1. Revisão de Literatura.....	43
1.1. Evolução da Normalização sobre governo das sociedades.....	43
1.2. O Enterprise Risk Management	47
1.2.1. Referencial Teórico	50
1.2.2. O ERM e o Controlo Interno	51
1.2.3. O ERM e a Gestão de Risco	52
2. Metodologia de Investigação	54
2.1. Amostra.....	55
2.2. Recolha e Tratamento dos Dados	57
2.2.1. Índice de Divulgação sobre Práticas de ERM.....	58
2.2.2. Apresentação e Análise dos Resultados	61
2.2.3. Discussão dos Resultados	68
Conclusão.....	70
Apêndice 1: Índice de Divulgação de Informação sobre Práticas de ERM	73
Ensaio 3: Determinantes da Divulgação de Informação sobre Práticas de Enterprise Risk Management: evidência das empresas admitidas à negociação em Portugal e no Reino Unido	79
Introdução.....	81

1. Revisão de Literatura.....	83
1.1. Referencial teórico	85
1.2. Desenvolvimento das Hipóteses	86
1.2.1. Independência do Conselho de Administração.....	87
1.2.2. Dualidade entre CEO e Chairman do Conselho de Administração	88
1.2.3. Diversidade de Género do Conselho de Administração	89
1.2.4. Reuniões do Conselho de Administração.....	90
1.2.5. Remunerações do Conselho de Administração.....	90
1.2.6. Comissão de Risco	91
1.2.7. Independência da Comissão de Auditoria	92
1.2.8. Reuniões da Comissão de Auditoria	93
1.2.9. Auditor Externo (Big4)	93
1.2.10. Concentração Acionista	94
2. Metodologia de Investigação	95
2.1. Amostra.....	95
2.2. Recolha e Tratamento dos Dados	97
2.3. Modelo e Variáveis.....	97
2.3.1. Variável Dependente.....	98
2.3.2. Variáveis Independentes.....	99
2.3.3. Variáveis de Controlo	101
2.3.4. Modelo	103
2.4. Apresentação e Análise de Resultados.....	103
2.4.1. Testes de Normalidade e Análise Descritiva	103
2.4.2. Matriz de Correlações	110
2.4.3. Regressão Linear.....	112
2.4.4. Testes de Robustez: Endogeneidade associada a Variáveis Omitidas	115
2.4.5. Testes de Robustez: Endogeneidade associada a Simultaneidade.....	117
2.4.6. Testes de Robustez: Endogeneidade associada a correlação entre as variáveis explicativas e os erros	119
2.5. Discussão dos Resultados	120
Conclusão.....	123
Conclusões	127
Referências Bibliográficas	135

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Empresas Admitidas à Negociação na Euronext Lisbon	56
Tabela 2: Empresas Admitidas à Negociação na London Stock Exchange	57
Tabela 3: Análise Descritiva	61
Tabela 4: Divulgação de Informação sobre Práticas de ERM pelas empresas portuguesas.....	62
Tabela 5: Divulgação de Informação sobre Práticas de ERM pelas empresas portuguesas por ano.....	63
Tabela 6: Divulgação de Informação sobre Práticas de ERM pelas empresas inglesas	65
Tabela 7: Divulgação de Informação sobre Práticas de ERM pelas empresas inglesas por ano	66
Tabela 8: Distribuição por Setores de Atividade	96
Tabela 9: Variáveis Independentes	101
Tabela 10: Variáveis de Controlo	102
Tabela 11: Testes de Normalidade	104
Tabela 12: Análise Descritiva	106
Tabela 13: Evolução Divulgação da Informação sobre Práticas de ERM	109
Tabela 14: Matriz de Correlações	111
Tabela 15: Modelo Regressão Linear (LSDD)	113
Tabela 16: Resultados Testes de Hipóteses	115
Tabela 17: Testes Diagnóstico de Painel.....	116
Tabela 18: Painel de Efeitos Fixos.....	117
Tabela 19: Modelo Variáveis Independentes e Controlo LAGGED	118
Tabela 20: Modelo Variáveis Instrumentais (2SLS).....	119

ÍNDICE DE APÊNDICES

Apêndice 1: Índice de Divulgação de Informação sobre Práticas de ERM	73
--	----

LISTA DE ABREVIATURAS

ABC	<i>Activity-Based Costing</i>
AIRMIC	<i>Association of Insurance and Risk Managers</i>
ALARM	<i>Public Sector Risk Management Association</i>
BS	<i>Balanced Scorecard</i>
CA	Conselho de Administração
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CGS	Código de Governo das Sociedades
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
COSO	<i>Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission</i>
CR	Comissão de Risco
CRO	<i>Chief Risk Officer</i>
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
EL	<i>Euronext Lisbon</i>
ERM	<i>Enterprise Risk Management</i>
EUA	Estados Unidos da América
FERMA	Federação das Associações Europeias de Gestão de Risco
FRC	<i>Financial Reporting Council</i>
FTSE100	<i>Financial Times Stock Exchange 100</i>
IAS	<i>International Accounting Standards</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
ICAEW	<i>Institute of Chartered Accountants in England and Wales</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IIA	<i>Institute of Internal Auditors</i>
IPCG	Instituto Português de Corporate Governance
IRM	<i>Institute of Risk Management</i>
LSE	<i>London Stock Exchange</i>
NIC	Normas Internacionais de Contabilidade
NIRF	Normas Internacionais de Relato Financeiro
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
ROE	<i>Return on Equity</i>
SOX	<i>Sarbanes-Oxley Act</i>
SPSS	<i>Statistical Package for the Social Sciences</i>
UE	União Europeia
UK	<i>United Kingdom</i>

INTRODUÇÃO

I. Enquadramento do Tema e Motivação

O contexto económico e financeiro da atualidade implica que toda e qualquer organização seja capaz de identificar, conhecer e gerir os riscos aos quais está sujeita. Neste sentido, a mera existência e desenvolvimento de uma qualquer atividade proporciona “a ocorrência de eventos ou situações cujas consequências constituem oportunidades para obter vantagens ou então ameaças ao sucesso” (FERMA, 2002:3). Deste modo, a gestão de riscos assume-se, pois, como um elemento crucial na gestão da estratégia de qualquer organização. Esta é apresentada como um processo através do qual as organizações analisam metodicamente os riscos inerentes às respetivas atividades, com o objetivo de atingirem uma vantagem sustentada em cada atividade individual e no conjunto de todas as atividades (FERMA, 2002; Woods & Humphrey, 2008). Além disso, a gestão de risco assume-se como um pilar fundamental e irreversível do processo de governação empresarial, de extrema importância para os vários *stakeholders* e acionistas interessados na criação de valor e no desenvolvimento sustentável das empresas (Beja, 2004). Por outro lado, os recentes escândalos financeiros têm alertado para a necessidade de utilização de mecanismos de controlo interno e, principalmente, de gestão de risco com o intuito de garantir que o valor do *stakeholder* é preservado e incrementado (Beasley *et al.*, 2005).

Para dar resposta a estes desafios, o *Enterprise Risk Management* (ERM) passou a ser utilizado por várias organizações de uma variedade de setores de atividade como forma de redução da volatilidade dos resultados e de sustentação ou manutenção de vantagens competitivas (Walker *et al.*, 2002, citado por O’Donnell, 2005). De modo a gerir os riscos numa base global, as organizações devem alargar o conceito de risco, no sentido de incluir fatores de ordem económica e política juntamente com riscos relacionados com a reputação, ética e integridade de dados (O’Donnell, 2005).

O quadro conceptual desenvolvido pelo *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO), em 2004, e denominado de *Enterprise Risk Management – Integrated Framework* descreve, portanto, os conceitos e princípios chave da gestão de riscos, proporcionando uma linguagem comum e oferecendo linhas de orientação gerais (COSO, 2004; Huang *et al.*, 2011). Também, Tonello (2007) e Beasley *et al.* (2011) reconhecem que os procedimentos de supervisão implícitos nas práticas de governo das sociedades são adequados, no âmbito do ERM, à tolerância e apetência ao risco por parte das organizações. Além disso, a informação sobre risco obtida através do ERM e divulgada dentro da organização ajuda os gestores e os

membros das administrações a executar as suas responsabilidades de governo das sociedades (Beasley *et al.*, 2011).

A literatura atual tem corroborado estes argumentos e detetado alguns caminhos futuros de investigação a explorar (Fatemi e Glaum, 2000, Dia e Zéghal, 2008, Schneider *et al.*, 2009, Haron *et al.*, 2010).

Schneider *et al.* (2009) referem que sistemas de controlo interno mais resistentes estão associados a melhores práticas de governo das sociedades e a equipas de gestão mais qualificadas. Além disso, Haron *et al.* (2010) salientam que os sistemas de controlo interno melhoram a qualidade do relato financeiro, reduzem os problemas de governação e conseqüentemente levam os acionistas a usar os sistemas de controlo interno como um mecanismo de proteção dos seus interesses. Dia e Zéghal (2008) destacam que o principal obstáculo que se coloca à tomada de decisão é encontrar uma forma de converter a informação divulgada pelas organizações, de modo a que sejam facilmente entendidas as práticas de gestão de risco. Contudo, a informação sobre riscos é, geralmente, qualitativa e de natureza imprecisa, o que torna difícil a sua análise e a tomada de decisão. Por outro lado, Fatemi e Glaum (2000) evidenciam a necessidade de estudos que analisem e avaliem as práticas de gestão de risco por parte das organizações de modo a alargar a literatura nesta matéria.

Contudo, a literatura evidencia outros estudos que avaliam, tanto a adoção ou grau de implementação do ERM (Daud *et al.*, 2010; Yazid *et al.*, 2011) bem como as suas determinantes (Liebenberg e Hoyt, 2003; Beasley *et al.*, 2005; Hoyt e Liebenberg, 2008, 2011; Pagach e Warr, 2011; Razali *et al.*, 2011; Golshan e Rasid, 2012). Além disso, a literatura procura também avaliar qual o impacto que um sistema ERM pode provocar ao nível do desempenho das organizações e na criação de valor para o acionista (Lim e Tan, 2007; Hoyt e Liebenberg, 2008, 2011; McShane *et al.*, 2010; Pagach e Warr, 2010; Eckles *et al.*, 2011; Ntim *et al.*, 2012).

No entanto, no que se refere à ligação entre o ERM e o relato financeiro, via divulgação de informação, a literatura evidencia uma lacuna de investigação (Cohen *et al.*, 2016). Por outro lado, é notório que a literatura existente sobre ERM está focalizada, essencialmente, em países anglo-saxónicos, havendo, portanto, necessidade de estudos comparativos que permitam aferir divergências nas práticas de ERM e, inclusivamente, divergências nos incentivos na adoção das melhores práticas de ERM.

O presente trabalho de investigação pretende, portanto, responder aos *gaps* de investigação identificados na revisão de literatura realizada. A finalidade é, pois, compreender a divulgação de informação sobre práticas de ERM e seus fatores determinantes evidenciados por empresas não financeiras portuguesas e inglesas admitidas à negociação em mercado regulamentado.

II. Objetivos, Metodologia e Estrutura da Tese

O trabalho de investigação realizado tem como finalidades principais proporcionar informação relativamente ao grau de divulgação sobre práticas de *ERM* de empresas não financeiras, por um lado, e, por outro lado, evidenciar quais os determinantes do nível de divulgação de informação realizado. Deste modo, e porque a literatura evidenciou uma lacuna de investigação nesta matéria, procedeu-se à realização de um conjunto de ensaios comparativos entre empresas não financeiras de dois países, Portugal e Reino Unido, com realidades diferentes em matéria de governo das sociedades por forma a melhor compreender quer a divulgação de informação praticada sobre ERM por estas empresas e suas características, quer possíveis diferenças a este nível. Assim, foram desenvolvidos três ensaios que visam consubstanciar os objetivos definidos e fornecer contributos à atual literatura nesta matéria. Com a concretização destes três ensaios procura-se, pois:

- Identificar a informação divulgada pelas empresas objeto de análise em matéria de ERM tendo por base os critérios do *framework* “*Enterprise Risk Management – Integrated Framework*” do COSO de 2004;
- Identificar os determinantes da divulgação de informação em matéria de ERM;
- Proporcionar resultados que possibilitem uma melhor compreensão sobre divulgação de informação em matéria de ERM;
- Retirar conclusões sobre divulgação de informação sobre práticas de ERM de cada país;
- Contribuir para a literatura em ERM e Governo das Sociedades.

Deste modo, o primeiro ensaio procurou retratar a literatura existente no âmbito do ERM e identificar os *gaps* de investigação de modo a direcionar a investigação a realizar. Além disso, a revisão de literatura teve, também, como pretensão destacar os quadros teóricos utilizados quando se trata do ERM e salientar a nova abordagem que nos últimos tempos tem sido evidenciada.

O segundo e terceiro ensaios foram, por sua vez, desenvolvidos tendo por base um “*multi-theoretical framework*” assente nas teorias da agência, da legitimidade e institucional que se apresentam como complementares na explicação de divulgação de informação sobre o ERM. Se, por um lado, o segundo ensaio teve como finalidade fornecer informação sobre o grau de divulgação de informação sobre práticas de ERM realizado pelas empresas não financeiras portuguesas e inglesas, o terceiro ensaio, por outro lado, pretendeu evidenciar quais os determinantes desse grau de divulgação de informação.

De modo a alcançar o objetivo do segundo ensaio e recorrendo à técnica de análise de conteúdo, foi construído um índice de divulgação atendendo ao quadro conceptual “*Enterprise Risk Management – Integrated Framework*” do COSO (2004) para aferir o grau de divulgação. Este *framework* evidencia o ERM como um conjunto integrado de oito componentes que se interrelacionam entre si e que são parte integrante do processo de gestão de uma organização (COSO, 2004). A informação a divulgar pelas empresas avaliadas sobre práticas de ERM foi, portanto, estruturada nas componentes 1) ambiente interno, 2) definição de objetivos, 3) identificação de acontecimentos/eventos, 4) avaliação de risco, 5) resposta ao risco, 6) atividades de controlo, 7) informação e comunicação e, por último, 8) monitorização.

Por sua vez, o terceiro ensaio, foi efetuado com recurso a indicadores associados à estrutura organizativa da organização (comissão de risco; reuniões da comissão de auditoria; independência da comissão de auditoria; e auditor externo BIG4), às características do conselho de administração (diversidade de género do conselho de administração; reuniões do conselho de administração; independência do conselho de administração; remunerações pagas ao conselho de administração; e dualidade entre CEO e *Chairman* do conselho de administração); e, por último, à estrutura acionista que se procedeu à análise dos incentivos em matéria de divulgação de informação sobre práticas de ERM. Além disso, e à semelhança de estudos anteriores, foram também incluídos indicadores referentes às características genéricas das organizações, tais como dimensão, rentabilidade, alavancagem financeira, idade da empresa, nível de internacionalização, setor de atividade, país e ano.

Assim, o presente trabalho de investigação encontra-se estruturado em duas partes principais. A primeira parte congrega o primeiro ensaio, ensaio esse destinado à revisão de literatura que consubstancia e suporta todo o trabalho de investigação desenvolvido. O objetivo deste ensaio, como já mencionado, seria o de analisar a literatura existente em matéria de ERM e identificar eventuais lacunas de investigação.

A segunda parte destina-se a enquadrar os segundo e terceiro ensaios. O segundo ensaio pretende avaliar o grau de divulgação de informação sobre práticas de ERM apresentado pelas empresas não financeiras portuguesas e inglesas, enquanto o terceiro ensaio pretende aferir os incentivos dessa mesma divulgação de informação.

Por fim, serão apresentadas as conclusões do trabalho de investigação desenvolvido assim como os principais contributos, limitações e pistas de investigação futura.

**PARTE I: PRÁTICAS DE *ENTERPRISE RISK*
MANAGEMENT: REVISÃO DE LITERATURA**

***ENSAIO 1: PRÁTICAS DE ENTERPRISE RISK
MANAGEMENT: REVISÃO DE LITERATURA***

INTRODUÇÃO

Cada vez mais os mercados, domésticos ou globais, são complexos. Novos desafios são colocados aos gestores e administradores que proporcionam liderança estratégica e supervisão de governação às organizações que dirigem (Beasley *et al.*, 2011). Assim, acontecimentos como, por exemplo, o terramoto japonês, a instabilidade política no Médio Oriente, as contínuas preocupações de ataques cibernéticos e as divulgações de informação do género *Wikileaks*, demonstram o impacto e a rapidez que acontecimentos emergentes podem implicar sobre o sucesso estratégico de uma organização. Segundo Beasley *et al.* (2011), um número crescente de líderes de negócio defende o argumento de que as medidas tradicionais de gestão de risco requerem um aperfeiçoamento que permita assumir uma posição mais informada e que possibilite gerir riscos emergentes de forma proativa, principalmente aqueles que traduzam maior suscetibilidade de prejudicar o alcançar dos objetivos organizacionais. Também Tonello (2007) salientou que as soluções encontradas no passado eram, por vezes, fragmentadas e deixadas à sensibilidade dos gestores funcionais ou à iniciativa de gestores de unidades de negócio, não existindo qualquer tipo de ligação com os objetivos de longo prazo da organização.

Por outro lado, o maior enfoque na necessidade de supervisão de exposições a riscos emergentes tem, também ele, captado a atenção das administrações das organizações. Neste sentido, acredita-se que uma supervisão eficiente e eficaz do processo de gestão de risco é uma das principais componentes de Governo das Sociedades.

Portanto, levantam-se duas questões: (1) como conseguir uma gestão de riscos proativa que combine estratégia organizacional, antecipação de riscos e responsabilização; e (2) de que forma esta gestão de riscos se relaciona com Governo das Sociedades.

No que diz respeito à primeira questão, a solução é uma nova abordagem de gestão de risco que a literatura designa como *Enterprise Risk Management* (ERM). Enquanto novo paradigma de gestão de riscos, o ERM caracteriza-se por providenciar uma visão holística ao nível de gestão de risco, definindo-se como um conjunto integrado de técnicas de mensuração e gestão de riscos (Liebenberg e Hoyt, 2003, COSO, 2004, Beasley *et al.*, 2005, Gordon *et al.*, 2009, Pagach e Warr, 2010, Quon *et al.*, 2012, Ahmad *et al.*, 2014). Além disso, o ERM afasta-se da abordagem tradicional,

concebendo uma gestão de risco como uma aplicação *top-down* e estratégica requerendo uma visão do risco mais abrangente procedendo a uma segmentação da responsabilidade consoante as posições hierárquicas (Tekathen e Dechow, 2013). Tonello (2007) salienta ainda que o ERM não deve e não pode ser reduzido a mais uma medida de previsão de perdas de *compliance*. O ERM envolve, pois, proatividade (antecipação e gestão dos riscos do negócio antes da ocorrência dos problemas) não consistindo numa mera resposta ou reação após os factos ocorridos.

No que se refere à relação entre o ERM, enquanto nova perspetiva de gestão de riscos, e o Governo das Sociedades, Tonello (2007) destaca a proximidade desta relação. Se, por um lado, o Governo das Sociedades se define como um conjunto de práticas corporativas onde as administrações das organizações executam e exercem uma supervisão à gestão no desenvolvimento da estratégia de negócio, o ERM, por outro lado, adiciona e acrescenta procedimentos de supervisão a essas práticas, garantindo a sua adequação à tolerância e apetência ao risco da organização (Tonello, 2007).

Beasley *et al.* (2011) confirmam esta relação destacando que a informação sobre risco obtida através do ERM e divulgada dentro da organização ajuda os gestores e os membros das administrações a executar as suas responsabilidades de Governo das Sociedades.

A literatura atual tem corroborado estes argumentos e detetado alguns caminhos futuros de investigação a explorar (Fatemi e Glaum, 2000, Dia e Zéghal, 2008, Schneider *et al.*, 2009, Haron *et al.*, 2010).

Schneider *et al.* (2009) referem que sistemas de controlo interno mais resistentes estão associados a melhores práticas de Governo das Sociedades e a equipas de gestão mais qualificadas. Além disso, Haron *et al.* (2010) salientam que os sistemas de controlo interno melhoram a qualidade do relato financeiro, reduzem os problemas de governação e que os acionistas usam os sistemas de controlo interno como um mecanismo de proteção dos seus interesses. Dia e Zéghal (2008) destacam que o principal obstáculo que se coloca à tomada de decisão é encontrar uma forma de converter a informação divulgada pelas organizações, de modo a que sejam facilmente entendidas as práticas de gestão de risco. Contudo, a informação sobre riscos é, geralmente, qualitativa e de natureza imprecisa, o que torna difícil a sua análise e a tomada de decisão. Por outro lado, Fatemi e Glaum (2000) evidenciam a necessidade de estudos que analisem e avaliem as práticas de gestão de risco por parte das organizações de modo a alargar a literatura nesta matéria.

Mais ainda, a literatura evidencia uns tanto outros estudos que avaliam, quer a adoção ou grau de implementação do ERM (Daud *et al.*, 2010; Yazid *et al.*, 2011) bem

como as suas determinantes (Liebenberg e Hoyt, 2003; Beasley *et al.*, 2005; Hoyt e Liebenberg, 2008, 2011; Pagach e Warr, 2011; Razali *et al.*, 2011; Golshan e Rasid, 2012). Além disso, a literatura procura também avaliar qual o impacto que um sistema ERM pode provocar ao nível do desempenho das organizações e na criação de valor para o acionista (Lim e Tan, 2007; Hoyt e Liebenberg, 2008, 2011; McShane *et al.*, 2010; Pagach e Warr, 2010; Eckles *et al.*, 2011; Ntim *et al.*, 2012).

No entanto, no que se refere à ligação entre o ERM e o relato financeiro, via divulgação de informação, a literatura evidencia uma lacuna de investigação (Cohen *et al.*, 2016). Por outro lado, é notório que a literatura existente sobre ERM está focalizada, essencialmente, em países anglo-saxónicos, havendo, portanto, necessidade de estudos comparativos que permitam aferir divergências nas práticas de ERM e, inclusivamente, divergências nos incentivos na adoção das melhores práticas de ERM.

Neste sentido, o objetivo deste estudo empírico é proceder a uma revisão de literatura subjacente à problemática do ERM nas suas diversas vertentes. Para tal, o estudo empírico encontra-se estruturado em três pontos essenciais. Num primeiro ponto, pretende-se proceder à contextualização do ERM evidenciando a sua relação com o Governo das Sociedades. De seguida, serão abordados os diferentes quadros teóricos que a literatura enumera em matéria de ERM. Por último, procura-se explorar a ligação do ERM com o relato financeiro, principalmente ao nível da divulgação de informação.

1. O ERM E O GOVERNO DAS SOCIEDADES

As primeiras referências ao conceito de gestão de risco surgiram na década de 50 nos Estados Unidos da América (EUA) (D'Arcy, 2001) como forma de minimizar as perdas de negócio (Beja, 2004). A gestão de riscos existia apenas como uma mera extensão da função de gestão de seguros. Contudo, no decorrer das várias décadas que se seguiram este conceito de gestão de riscos sofreu modificações, tendo-se tornado um conceito amplo e independente. Por contrapartida, o próprio conceito de risco nem sempre se assume como um conceito de clara perceção (Aven, 2012). A Federação das Associações Europeias de Gestão de Risco (FERMA), através da emissão da Norma de Gestão de Riscos, procede ao desenvolvimento do conceito de risco, proporcionando todas as linhas de orientação genéricas, quer à gestão de riscos (concretizando exemplos de fatores externos e internos às organizações capazes de originar situações de risco e de processos de gestão de riscos), quer à avaliação,

análise, comparação, tratamento, comunicação e acompanhamento dos riscos identificados. Ora, a definição de risco concretizada pela referida norma entende-se como sendo uma definição apropriada e de fácil compreensão onde o risco é explicado como “a combinação da probabilidade de um acontecimento e das suas consequências” (FERMA, 2002:3). A definição proporcionada pelo *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission – COSO* (2004) vai ao encontro da definição anterior, enunciando o risco como a possibilidade de ocorrência de um acontecimento e, adversamente, afetar o alcançar dos objetivos.

Por contrapartida, Dubofsky e Miller (2003) atribuem ao conceito de risco um sinónimo de incerteza. Os autores afirmam que o risco surge porque, simplesmente, se desconhece o futuro. É, pois, a imprevisibilidade do futuro que proporciona o risco em qualquer atividade. Valente (2000) corrobora o argumento usado por Dubofsky e Miller (2003) acrescentando a ligação do risco a uma dupla dimensão de incerteza/indesejabilidade que é possível associar a um dado resultado de um determinado acontecimento. Assim, uma situação de risco seria aquela em que existe a probabilidade de uma dada situação proporcionar um resultado diferente do desejado. Deste modo, a avaliação do grau de risco de determinado acontecimento implicaria o conhecimento do nível de indesejabilidade relativa ao acontecimento e da respetiva probabilidade de ocorrência desse mesmo acontecimento. No entanto, o nível de aceitabilidade referente a um determinado acontecimento difere de pessoa para pessoa, de organização para organização, estando, pois, dependente das circunstâncias em que ocorre.

Salienta-se, contudo, que não existe uma única definição de risco que reúna o consenso de toda a literatura. Aliás, a literatura evidencia alguma diversidade no que se refere à forma de compreender o conceito de risco (Aven, 2012), dando destaque ao seu carácter ambíguo, “multidimensional” e complexo (Wild, 2007; Aven e Renn, 2009; Haimes, 2009).

Neste sentido, cada vez mais, a gestão de risco é vista como um elemento crucial e irreversível do processo de governação empresarial, sendo de extrema relevância para os vários *stakeholders* e acionistas interessados na criação de valor e no desenvolvimento sustentável das empresas (FERMA, 2002; Beja, 2004). A gestão de risco passou, portanto, a fazer parte das “boas práticas de gestão” e constitui-se como um valioso instrumento de suporte ao processo de decisão.

Ainda assim, os escândalos financeiros das últimas décadas colocaram a descoberto algumas falhas apresentadas pelo modelo de gestão de risco tradicionalmente adotado pelas organizações (Cohen *et al.*, 2016). Mais, os diversos *stakeholders* das organizações têm vindo a colocar um conjunto de pressões mais

evidentes no que diz respeito aos riscos chave que a organização enfrenta com o intuito de garantir a preservação de valor (Beasley *et al.*, 2005). Ora, em consequência destes acontecimentos surgiu um interesse crescente no desenvolvimento de *frameworks* integrados de gestão de risco como é o caso do ERM (Cohen *et al.*, 2016).

Dos *frameworks* desenvolvidos, aquele que adquiriu maior aceitação foi o “*Enterprise Risk Management – Integrated Framework*” emitido pelo COSO em 2004 (Paape e Speklé, 2012; Cohen *et al.*, 2016). O objetivo do ERM parece simples, ou seja, a gestão de todos os riscos da empresa de forma abrangente e coerente (Bromiley *et al.*, 2015). No entanto, este simples objetivo apresenta-se com uma natureza complexa e de implementação exigente.

Abrams *et al.* (2006), Razali e Tahir (2011), Bromiley *et al.* (2015) e Niralia (2015) salientam a diversidade de conceitos e definições que a literatura atribui ao ERM. Um exemplo representativo é a definição proporcionada pelo COSO que deriva do *framework* desenvolvido em 2004. Deste modo, o ERM constitui-se, portanto, como:

“(...) a process, effected by an entity’s board of directors, management and other personnel, applied in strategy setting and across the enterprise, designed to identify potential events that may affect the entity, and manage risk to be within its risk appetite, to provide reasonable assurance regarding the achievement of entity objectives.”

COSO (2004:16)

Apesar da diversidade de conceitos, todos eles apresentam três características comuns (Abrams *et al.*, 2006): (1) integração, pois inclui todos os segmentos de negócio da organização; (2) abrangência, na medida em que trata todos os tipos de risco; e, por último, (3) estratégia, porque só faz sentido se estiver interligado com a estratégia da organização.

Ora, a definição proporcionada pelo COSO para além de reunir estas três características, apresenta também no *framework* “*ERM – Integrated Framework*” conceitos e princípios chave de gestão de riscos, concedendo uma linguagem comum e linhas de orientação gerais (COSO, 2004, 2017b; Huang *et al.*, 2011). Tekathen e Dechow (2013) argumentam ainda que o ERM previsto pelo COSO (2004) é um agente promotor da preposição de que a auditoria (interna e externa) é benéfica à organização. Mais, o programa de gestão de risco é apresentado em termos de formalização e orientação para a divulgação, o que faz recordar a abordagem de auditoria interna, ao nível do controlo interno, do COSO de 1992 (“*Internal Control – Integrated Framework*”, revisto já em 2013) com a sua ênfase no rastreio das atividades.

Além disso, o ERM do COSO 2004 coloca o alcançar dos objetivos como questão central do *framework*. Os objetivos organizacionais estão, pois, enquadrados em quatro categorias distintas: (1) estratégia, objetivos de topo alinhados com a missão da organização e que lhe servem de suporte; (2) operacional, na medida em que pressupõe a utilização eficaz e eficiente dos recursos; (3) relato, pois deve assegurar a fiabilidade do relato financeiro; e (4) *compliance*, em termos de leis e regulação.

Por outro lado, o COSO (2004) descreve, ainda, a gestão de risco do ERM como um processo contínuo e abrangente a toda a organização envolvendo oito componentes que se interrelacionam (COSO, 2004; O'Donnell, 2005). De modo a estabelecer um ERM eficaz, a organização necessita de criar um **ambiente interno** que promova a competência, a disciplina e que seja capaz de articular as estruturas de gestão de acordo com a cultura de risco da empresa. Uma vez criada uma base sólida, a gestão poderá avaliar os seus procedimentos de **definição dos objetivos** por forma a garantir que estes vão ao encontro da missão da organização. Posteriormente, a gestão deverá levar a cabo uma fase de **identificação de acontecimentos** internos e externos que, caso ocorram, possam afetar o alcançar dos objetivos e o desempenho da organização. Para cada acontecimento identificado, a gestão deverá efetuar um procedimento de **avaliação de risco**, analisando a probabilidade de ocorrência e o impacto estimado. De seguida, a gestão deverá selecionar e implementar uma **resposta ao risco** adequada e de acordo com o perfil de risco da organização para todos os acontecimentos identificados e baseando-se na relação custo-benefício de cada resposta possível. Além disso, deverão ser estabelecidas um conjunto de **atividades de controlo** que permitam assegurar que tais respostas aos riscos são devidamente executadas (COSO, 2004; O'Donnell, 2005).

Neste sentido, e para que seja possível gerenciar todos estes processos, a organização deverá definir canais para divulgação de **informação e comunicação** que permitam a persecução normal das diversas responsabilidades dos diversos trabalhadores, assim como possibilitem a obtenção de *feedback* no que se refere à concretização dos objetivos propostos. Por último, para administrar o processo de gestão de risco, a organização deverá estabelecer um sistema de **monitorização** que possibilite avaliar tanto o funcionamento de cada componente, como o desempenho da organização ao longo do tempo (COSO, 2004; O'Donnell, 2005).

Assim, a conjugação destas oito componentes com as quatro categorias de objetivos atrás enunciadas é traduzida numa matriz, representada em forma de cubo, de natureza tridimensional, onde se especifica a forma como estas oito componentes estão relacionadas com as quatro categorias de objetivos de desempenho da organização.

O'Donnell (2005), Callahan e Soileau (2017) e Hoyt e Liebenberg (2011) salientam que o ERM é benéfico para as organizações na medida em que proporciona uma redução da volatilidade dos preços das ações e dos resultados, do custo do capital externo, por um lado, e, por outro lado, aumenta a eficiência do capital e cria sinergias entre as diferentes atividades de gestão de risco. Por sua vez, Hayne e Free (2014) referem que processo de gestão de risco do ERM é um processo diferenciador das restantes “inovações” contabilísticas, tais como o método *Activity-Based Costing* (ABC), o *balanced scorecard* (BS) ou a auditoria do risco uma vez que estas se encontram circunscritas a áreas particulares da gestão como a contabilidade ou auditoria. Os autores mencionam ainda que o ERM do COSO 2004 é uma notável inovação ao nível da sua amplitude e da sua penetração comercial pois é aplicado em todo o mundo. Ora, apesar de não existir qualquer obrigação legal para a adoção do ERM por parte das organizações, este *framework* adquiriu alguma força normativa (Hayne e Free, 2014), despertando cada vez mais o interesse por parte dos diferentes *stakeholders* das organizações.

Por outro lado, são várias as pressões para adoção pelas organizações de sistemas ERM. Estas podem surgir tanto de fatores internos, como de fatores externos. Enquanto fatores internos salientam-se, por exemplo, as pressões exercidas pelos conselhos de administração das próprias organizações dado que estes percecionam o ERM como um “bom negócio” (Tillinghast, 2000). Por sua vez, as pressões exercidas quer pelos organismos reguladores em matéria de governo das sociedades, quer pelos investidores institucionais assumem-se como fatores exógenos e impulsionadores da implementação do ERM (Tillinghast, 2000).

Assim, e em consequência destas pressões externas, foi promulgada nos EUA, em junho de 2002, a *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) com a finalidade principal de devolver a confiança aos investidores e promover a boa governação e transparência das organizações incrementando a fiabilidade das suas divulgações (Thomson, 2007; Pires, 2008; Gomes, 2014). Thomson (2007) refere mesmo que o ERM tem a sua génese na Secção 404 da SOX uma vez que esta veio “obrigar” as empresas admitidas à negociação nos mercados regulamentados dos EUA a colocar em prática um sistema de avaliação da eficácia do controlo interno sobre o relato financeiro no seu relatório anual de controlo interno, devidamente certificado pelo auditor (Schneider *et al.*, 2009).

Além disso, a recente crise financeira de 2007/2008 salientou o papel fundamental que a gestão de risco deve assumir dentro de uma organização. Neste sentido, surgiu em 2009 a “ISO 31000: *Risk Management Principles and Guidelines*” em resultado de uma ação conjunta dos maiores organismos internacionais em matéria de gestão de risco como a “*Association of Insurance and Risk Managers*” (AIRMIC) do

Reino Unido, a “*Public Sector Risk Management Association*” (ALARM) e o “*Institute of Risk Management*” (IRM). O objetivo da norma é simples, ou seja, instituir um processo de gestão de risco eficaz que inclua *compliance* e fiabilidade no relato financeiro e que seja capaz de incrementar a tomada de decisão. A norma vai ainda mais longe e destaca que este processo só será possível através da implementação de um sistema de ERM (AIRMIC e ALARM e IRM, 2010).

Em termos europeus, a Diretiva Europeia de Auditoria vai ao encontro das disposições do COSO e dos legisladores americanos, afirmando que um controlo interno eficaz contribui para a minimização dos riscos financeiros, operacionais e de *compliance*, melhorando a qualidade do relato financeiro (Woods, 2008). No entanto, o incentivo europeu aos princípios de um bom controlo interno não é comparável ao incentivo americano (como por exemplo a lei SOX).

Além disso, o Fórum Europeu de Governo das Sociedades sobre Gestão de Risco e Controlo Interno demarcou a sua posição sobre os custos de *compliance* da lei SOX declarando que a regulação e os códigos de governo das sociedades necessitam de ser proporcionais (Woods, 2008).

Dos países europeus, o Reino Unido é uns dos que apresenta maior tradição em matérias de governo das sociedades. A regulação sobre governo das sociedades¹ encontra-se centralizada no “*The UK Corporate Governance Code*”. Este código traduz todas as preocupações de governo das sociedades que foram surgindo desde 1992 através da publicação pela *London Stock Exchange* (LSE) do Relatório de *Cadbury* (Pinheiro, 2009; Abraham e Cox, 2007; Albuquerque *et al.*, 2015), bem como integra as disposições necessárias à transposição da Diretiva Europeia de Auditoria n.º 2014/56/UE. Os princípios de governo das sociedades previstos no código e integrados na LSE *Listing Rules*, destinam-se a aumentar o nível de confiança dos *stakeholders* na informação financeira, centrando-se na definição da responsabilidade dos membros dos

¹ Os primeiros princípios em matéria de governo das sociedades surgiram em 1992 através do Relatório de *Cadbury* publicado pela LSE. Em 1995, o relatório é revisto por forma a incluir informação sobre as remunerações dos conselhos de administração das organizações dando lugar ao Relatório *Greenbury*. Posteriormente em 1998 foi publicado o *Combined Code* em resultado da revisão feita aos relatórios de 1992 e 1995. Em 1999, Relatório de *Turnbull* emitido pelo *Institute of Chartered Accountants in England and Wales* tinha como finalidade clarificar algumas recomendações do *Combined Code* nomeadamente ao nível do controlo interno na sua relação com a gestão de risco. Nos anos seguintes foram realizadas algumas revisões ao *Combined Code* por forma a aperfeiçoar as práticas de governo das sociedades das organizações, sendo que, atualmente, aquela que se encontra em vigor é a revisão de 2016 que deu origem ao “*The UK Corporate Governance Code*” (FRC,2018).

conselhos de administração, nas compensações pagas a estes elementos e na necessidade da sua divulgação, na composição e funções dos comités/comissões de auditoria, na responsabilidade dos auditores internos (Pinheiro, 2009; Abraham e Cox, 2007; Albuquerque *et al.*, 2015). Além disso, estes estabelecem uma ligação explícita do sistema de controlo interno de uma organização ao seu processo de gestão de risco prevendo a divulgação pelas organizações dos riscos a que estas estão sujeitas (Abraham e Cox, 2007; Albuquerque *et al.*, 2015).

Em Portugal, a regulamentação existente no que diz respeito a controlo interno e gestão de risco baseia-se nas disposições e recomendações da lei SOX. Em termos de governo das sociedades identificam-se dois instrumentos de regulação essenciais: o “Código das Sociedades Comerciais” (CSC), em vigor desde 1986, e onde constam os princípios e regras básicas de direção e controlo dos vários tipos de sociedades comerciais; e o “Código de Governo das Sociedades”² do Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), em vigor desde janeiro de 2018, e de aplicação obrigatória pelas sociedades com valores mobiliários admitidos à negociação na *Euronext Lisbon* (EL). Relativamente ao CSC, este obriga à inclusão do relato de risco no próprio relatório de gestão. O artigo 66.º, n.º 5, alínea h) do CSC refere expressamente que o relatório de gestão deve conter “os objetivos e as políticas da sociedade em matéria de gestão dos riscos financeiros, incluindo as políticas de cobertura de cada uma das principais categorias de transações previstas para as quais seja utilizada a contabilização de cobertura, e a exposição por parte da sociedade aos riscos de preço, de crédito, de liquidez e de fluxos de caixa, quando materialmente relevantes para a avaliação dos elementos do ativo e do passivo, da posição financeira e dos resultados, em relação com a utilização dos instrumentos financeiros” (CSC, 2017:23). Por sua vez, o Código de Governo das Sociedades do IPCG está alinhado com as tendências e melhores práticas internacionais, salientando-se a atenção acrescida que dispensa aos fluxos informativos, ao funcionamento dos órgãos sociais e, em particular, de fiscalização, aos conflitos de interesses e às transações com partes relacionadas, ao papel dos administradores independentes, à diversidade (nomeadamente de género) na composição dos órgãos sociais, e à gestão do risco (IPCG, 2018).

Resumindo, o quadro regulatório no que se refere à gestão de risco e ao controlo interno apresenta-se, aparentemente, como conflituoso. A título de exemplo, nos EUA, verificam-se duas vertentes: por um lado, um controlo interno eficaz exige a

² Substitui o Código dos Valores Mobiliários (CVM) da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) que vigorou entre março de 2000 e 31 de dezembro de 2017.

implementação de um sistema de ERM, e, por outro lado, a regulação tem como preocupação principal o controlo financeiro de modo a garantir a confiança do relato financeiro. Neste sentido, a definição de risco mostra-se como contraditória à cultura do ERM. Por sua vez, no espaço europeu a abordagem adotada é realizada via princípio “*comply or explain*” numa tentativa clara de aproximação ao governo das sociedades.

É possível, portanto, concluir que as abordagens de orientação e regulação sobre risco e controlo interno são diversas e a convergência parece improvável. O único ponto que se apresenta como consensual é o facto de a gestão de risco e o controlo interno serem mecanismos fundamentais de governo das sociedades (Aebi *et al.*, 2012).

2. REFERENCIAL TEÓRICO

É consensual que o ERM e o Governo das Sociedades têm vindo a despertar um crescente interesse ao longo dos anos (Hoyt e Liebenberg, 2011; Pagach e Warr, 2011; Maingot *et al.*, 2012; Paape e Speklé, 2012; Quon *et al.*, 2012; Hassan *et al.*, 2017; Lechner e Gatzert, 2017). No entanto, ainda não se assistiu na literatura à definição de um *framework* teórico de aplicação uniforme e abrangente (Deegan, 2002; Raj e Handley-Schachler, 2009 citados por Ntim *et al.*, 2013). Contudo, é evidente que, de todos os quadros teóricos aplicados ao ERM, a teoria da agência apresenta-se como aquele que reúne um maior âmbito de aplicação (por exemplo, Beasley *et al.*, 2005; Abraham e Cox, 2007; Hoyt e Liebenberg, 2008; Yazid *et al.*, 2008; Bankar *et al.*, 2009; Oliveira *et al.*, 2011a; Golshan e Rasid, 2012; Paape e Speklé, 2012; Ahmad *et al.*, 2014; Buckby *et al.*, 2015; Martikainen *et al.*, 2015; Togok *et al.*, 2016; Abdullah *et al.*, 2017; Oliveira *et al.*, 2018, entre muitos outros).

A teoria da agência constitui-se, pois, como uma teoria orientada para os sistemas na medida em que parte do pressuposto que uma dada organização influencia e é influenciada pela sociedade ou meio onde opera. Esta define a organização como um conjunto de contratos que retrata os diversos interesses individuais (Major e Vieira, 2009). De todos os contratos aquele que ganha maior importância é o contrato de agência no qual o principal contrata uma terceira pessoa (agente/gestor) para executar um serviço em seu nome, delegando nessa pessoa autoridade para a tomada de decisões (Morris, 1987; Major e Vieira, 2009). No caso de o agente e o principal serem a mesma pessoa, então a teoria da agência diz que este tomará sempre decisões que maximizarão o seu bem-estar. Por outro lado, se a pessoa do agente diferir do principal, então nem sempre as decisões por ele tomadas terão em consideração os interesses

do principal, uma vez que, em primeiro lugar, o agente e o principal são pessoas diferentes, e, em segundo lugar, o agente é detentor de interesses pessoais e a otimização destes pode, nem sempre, coincidir com os interesses do principal. Quando a maximização do bem-estar do agente é realizada à custa do bem-estar do principal, então estamos perante um problema de agência e os custos que implicam ao principal denominam-se custos de agência (Jensen e Meckling, 1976). Major e Vieira (2009) referem que uma solução minimizadora dos custos de agência seria, por exemplo, remunerar o agente com ações da empresa, alinhando, assim, os seus interesses com os interesses dos acionistas.

Além disso, Elbannan (2009) referem que os conflitos de agência podem aumentar a probabilidade de incumprimento de uma organização, bem como reduzir o valor das pretensões dos acionistas. Deste modo, o problema de “*moral hazard*” (por exemplo, compensações excessivas) causado pela assimetria de informação entre gestores e detentores de capital poderá reduzir os *cash-flows* da organização e aumentar o risco de incumprimento perante os obrigacionistas, resultando numa reação negativa do mercado.

Portanto, verifica-se que o objetivo global do ERM enquanto mecanismo de governo das sociedades será o de reduzir os problemas de agência através do alinhamento dos interesses dos gestores e dos acionistas, aumentando, deste modo, o valor da empresa (Jensen e Meckling, 1976; Morris, 1987; Major e Vieira, 2009; Rochette, 2009). De acordo com Ntim *et al.* (2012), uma das formas de resolução dos problemas de agência é o envolvimento das empresas numa maior divulgação de práticas de governo das sociedades. Vários são os meios que a empresa tem ao seu dispor que permitem melhorar as suas práticas de governo das sociedades que podem ser traduzidas numa melhoria efetiva do valor de mercado da empresa. Em primeiro lugar, a divulgação de práticas de governo das sociedades pode facilitar a eficiente alocação de recursos escassos, ajudando gestores e investidores na identificação de oportunidades de investimento rentáveis. Em segundo lugar, proporcionar informação mais transparente sobre práticas de governo das sociedades aos acionistas pode conduzir a uma diminuição do custo de capital externo através da redução dos custos de supervisão e de vínculo da gestão e, conseqüentemente, o prémio global de risco da organização. Mais, a divulgação de práticas de governo das sociedades pode provocar um aumento no valor de mercado através da redução de assimetrias de informação entre gestores e investidores (Ntim *et al.*, 2012).

Deste modo, Daud *et al.* (2010) afirmam que o foco da teoria da agência vai de encontro com o objetivo do ERM na medida em que pode ajudar a organização a

alcançar os objetivos de negócio e, simultaneamente, maximizar o valor para o acionista.

No entanto, é possível ainda encontrar na literatura quadros teóricos associados às teorias da legitimidade e institucional (Oliveira *et al.*, 2011b; Ntim *et al.*, 2013; Hudin e Hamid, 2014; Elshandidy *et al.*, 2015; Zéghal e Aoun, 2016), dos stakeholders (Amran *et al.*, 2009; Seamer *et al.*, 2015; Dias *et al.*, 2017), da contingência (Gordon *et al.*, 2009; Hudin e Hamid, 2014; Mikes e Kaplan, 2014), baseada nos recursos (Ntim *et al.*, 2013; Ping e Muthuveloo, 2015), dos jogos (Togok *et al.*, 2016) e do portfólio (Lin *et al.*, 2012; Eckles *et al.*, 2011, 2014; Lechner e Gatzert, 2016) entre outros.

No que se refere à teoria da legitimidade, esta assenta na noção de contrato social, contrato este que representa as normas e as expectativas da comunidade na qual opera. Assim, considera-se que uma determinada organização está legitimada se estiver em conformidade com os termos do contrato social (Deegan, 2002; Ntim *et al.*, 2013) sendo difícil dissociar a legitimidade do direito de operar na medida em que ambos seguem lado a lado e, portanto, são inseparáveis. A divulgação de informação praticada por cada organização é, então, vista como uma forma que a organização encontrou para se legitimar na atividade que desenvolve (Ntim *et al.*, 2013). Além disso, a divulgação de informação pode servir como uma estratégia quando a legitimidade da organização está em causa. Considera-se assim que, na prática, as políticas utilizadas pelas organizações para manter ou restaurar a sua legitimidade estão muitas vezes articuladas com políticas de gestão da reputação. Assim, a divulgação de informação sobre sistemas de ERM efetuada por uma determinada organização pode ser encarada como uma prática de legitimação por parte da organização em causa, não esquecendo que ao divulgar informação a organização estará a fornecer ao mercado perceções positivas e de confiança a seu respeito, e, além disso, a ir ao encontro das expectativas da sociedade onde desenvolve a sua atividade (Zéghal e Aoun, 2016). Ora, Oliveira *et al.* (2011b) salientam que os *stakeholders* podem aceder a esta legitimidade através da supervisão.

Por contrapartida, a teoria institucional salienta a existência de várias forças que operam no seio da sociedade e que provocam comportamentos similares por parte das organizações (DiMaggio e Powell, 1983). Neste sentido, é possível distinguir a teoria institucional da teoria da legitimidade uma vez que a teoria da legitimidade discute como as estratégias de divulgação podem aumentar, manter ou restaurar a legitimidade da entidade, enquanto a teoria institucional explora como, num nível mais geral, formas particulares da organização podem ser adotadas para trazer legitimidade para a entidade. Deste modo, torna-se evidente a complementaridade entre a teoria institucional e a teoria da legitimidade. Daí que autores como Oliveira *et al.* (2011a,

2011b), Ntim *et al.* (2013) e Oliveira *et al.* (2018) tenham utilizado estes quadros teóricos em simultâneo. Além disso, a teoria institucional sugere que os gestores/administradores das organizações estão sujeitos a pressões para mudar ou adotar certas práticas de relato financeiro. Estas pressões podem ser uma combinação de pressões coercivas, miméticas ou normativas (Elshandidy *et al.*, 2015) e, por vezes, a imagem institucional resultante pode ser mais aparente do que real. Fala-se, portanto, em isomorfismo e este termo significa um processo restritivo que força uma determinada organização pertencente a uma dada população a assemelhar-se com outras organizações que enfrentam o mesmo conjunto de condições ambientais. Isomorfismo significa, pois, a adaptação de uma prática institucional por uma organização.

Por outro lado, a teoria institucional aplicada em matéria de divulgação de informação sobre ERM com carácter voluntário pode traduzir um assumir generalizado destes comportamentos de divulgação de informação pelas organizações (Hudin e Hamid, 2014). Em termos de isomorfismo normativo, este é justificado pelo facto de as organizações acolherem e colocarem em prática as recomendações sobre práticas de governo das sociedades emitidas pelos organismos reguladores de governo das sociedades e que possuem ligação explícita ao ERM.

Relativamente à teoria dos stakeholders, este quadro teórico assenta na ideia da responsabilidade social como parte integrante da estratégia da empresa onde se desenvolvem formas e princípios aceitáveis pelos stakeholders-alvo. O sucesso de uma organização dependerá, pois, da sua capacidade em equilibrar os interesses dos diversos *stakeholders* (Unerman e Deegan, 2011). Por outro lado, a teoria dos stakeholders prevê que as organizações tendem a satisfazer as necessidades de informação dos stakeholders de maior relevo e que garantam a sua sobrevivência. Assim, a divulgação de informação é uma estratégia importante para gestão dos stakeholders constituindo-se como uma ferramenta de aprovação social e de incremento de reputação (Surroca *et al.*, 2010). Além disso, Dias *et al.* (2017) referem que a teoria dos stakeholders é utilizada com a finalidade de proporcionar uma aproximação mais inclusiva ao governo das sociedades e, portanto, ao ERM. Por outro lado, Seamer *et al.* (2015) salientam que a gestão de risco tem impacto na perceção que os stakeholders criam das organizações na medida em que organizações com sistemas de gestão de risco implementados apresentam-se como entidades proativas no que se refere à prevenção de situações financeiras delicadas. Além disso, a divulgação sobre processos de gestão de risco (como o ERM) permitem aos stakeholders uma tomada de decisão mais informada e, portanto, mais eficiente (Amran *et al.*, 2009).

No que concerne à teoria da contingência, Major e Vieira (2009) argumentam que a teoria da contingência pode ser expressa através de uma relação de dependência entre a eficiência da estrutura ou procedimentos de uma organização e as circunstâncias específicas dessa mesma organização. Dado que o processo de ERM difere de organização para organização (COSO, 2004), Gordon *et al.* (2009) salientam que, na sua essência, o *framework* do COSO parece sugerir uma ligação à teoria da contingência na medida em que prevê a adequação do sistema de ERM a implementar à organização. De facto, não existe nenhum sistema de ERM universalmente ideal (Beasley *et al.*, 2005; FRC, 2005). Além disso, a perspetiva contingente do ERM é consistente com a literatura direcionada ao estudo das noções mais genéricas de sistemas de controlo de gestão (Gordon *et al.*, 2009). Mikes e Kaplan (2014) destacam ainda a existência de um certo alinhamento entre determinadas práticas do ERM e determinados tipos de risco. Este tipo de abordagem permitirá às organizações uma melhor correspondência entre os fatores contingentes e os resultados e *performance* pretendidos (Gordon *et al.*, 2009; Mikes e Kaplan, 2014).

Em relação à teoria baseada nos recursos, o argumento fundamental reside na aplicação e combinação de um conjunto de recursos internos valiosos de uma dada organização que lhe permitam alcançar uma vantagem competitiva (Ping e Muthuveloo, 2015). Consideram-se recursos de uma organização todos os seus ativos, os seus atributos e características individuais, os seus processos e procedimentos, a informação e, ainda, o seu *know-how*. A capacidade demonstrada pela organização na utilização e coordenação dos seus recursos assim como o seu processo de comunicação interna é, no entender de Pin e Muthuvelo (2015), um dos recursos mais valiosos que conduz a incrementos de eficiência e eficácia. Além disso, Ntim *et al.* (2013) salientam que este compromisso de elevado grau de transparência através, por exemplo, de divulgação de informação sobre risco pode proporcionar à organização uma vantagem competitiva no acesso a recursos mais críticos (tais como recursos financeiros). Dado que a divulgação de informação sobre risco é entendida, por vezes, como dispendiosa, os benefícios decorrentes da sua prática podem traduzir-se sob a forma de melhoria ao nível dos processos internos de gestão de risco, experiência, incremento na reputação, assim como num menor custo de capital (Linsley e Shriver, 2006; Ntim *et al.*, 2013; Ping e Muthuveloo, 2015).

Por sua vez, a teoria dos jogos é, por vezes, utilizada na literatura para explicar e/ou justificar a divulgação voluntária de informação (Togok *et al.*, 2016). Por definição a teoria dos jogos é uma teoria matemática criada para modelar fenómenos que podem ser observados quando dois ou mais agentes de decisão interagem entre si (Sartini *et al.*, 2004). Ela proporciona linguagem para a descrição de processos de decisão

conscientes e objetivos envolvendo mais do que um indivíduo (Sartini *et al.*, 2004). Neste sentido, Togok *et al.* (2016) mencionam que, no âmbito da teoria dos jogos, cada organização possui uma estratégia dominante ao nível da divulgação de informação voluntária. Cada organização irá, portanto, beneficiar da informação adicional divulgada, independentemente da divulgação praticada por outras organizações. Ora, se este pensamento for transversal à generalidade das organizações, então todas elas acabarão por desenvolver práticas de divulgação de informação voluntária sobre os riscos a que estão sujeitas (Togok *et al.*, 2016). Esta abordagem é consistente com os pressupostos do ERM.

Por último, no que se refere à teoria do portfólio, esta sugere que a diversificação ajuda a diminuir a exposição ao risco devido à correlação imperfeita entre diferentes regiões e mercados (Lin *et al.*, 2012). Além disso, Eckles *et al.* (2011, 2014) argumentam que um sistema de gestão de risco em “silo” não será capaz de proporcionar o conhecimento necessário sobre todas as correlações e interdependências existentes entre todos os riscos que podem afetar as organizações. Deste modo, quando uma organização adota um sistema ERM e procede à combinação de todos os riscos individuais num portfólio, é expetável que esta consiga reduzir o custo global de gestão de riscos (Eckles *et al.*, 2011, 2014). Por outro lado, Nocco e Stulz (2006) e Lechner e Gatzert (2017) referem que a perspetiva holística associada à gestão de riscos num portfólio tem como finalidade a criação de valor para as organizações através da otimização do *trade-off* risco-retorno gerando, portanto, vantagens competitivas de longo prazo quando comparadas com organizações que identificam, gerem e monitorizam os riscos individualmente. Assim, é suposto que organizações com um sistema de ERM consigam tomar decisões económicas mais apropriadas e, portanto, investir em projetos de maior valor acrescentado (Lechner e Gatzert, 2017). Além disso, Hoyt e Liebenberg (2011) reconhecem a estas organizações a capacidade de evitar duplicação de gastos decorrentes da gestão de risco uma vez que serão capazes de explorar naturalmente a cobertura de risco. Entende-se, portanto, que a assimetria informacional dentro da organização (em termos de tomada de decisão) assim como a referente a investidores e *stakeholders* (no que se refere à avaliação do perfil de risco) poderá ser reduzida através de um sistema eficiente de comunicação de risco, o qual poderá contribuir para uma maior confiança na organização por parte das agências de *rating*, reguladores, etc. (Liebenberg e Hoyt, 2003; Lechner e Gatzert, 2017).

Nos últimos anos, assiste-se a uma tendência diferente relativamente à utilização de quadros teóricos. Se o mais habitual é a utilização de um quadro teórico a título de suporte e enquadramento, nos últimos anos a literatura tem vindo a evidenciar a

utilização conjunta de quadros teóricos diferentes, mas que demonstram complementaridade, nomeadamente em relação a sistemas ERM e a divulgação de informação neste âmbito. Autores como Oliveira *et al.* (2011a) e (2011b), Ntim *et al.* (2013), Zéghal e Aoun (2016) e Oliveira *et al.* (2018) são o exemplo deste “*multi-theoretical framework*”. Oliveira *et al.* (2011a) tinham como finalidade avaliar as práticas de divulgação de informação sobre risco realizadas pelas empresas portuguesas não financeiras nos relatórios anuais de 2005. Os autores demonstraram uma natureza inovadora uma que procederam à combinação dos pressupostos de diferentes teorias (teorias da agência, da sinalização, da legitimidade, dos *stakeholders*, neo-institucional, dos custos políticos e, por fim, da atribuição) por forma a explicar as práticas e as características da divulgação de informação sobre risco. A justificação prende-se com o facto de a grande maioria dos administradores/gestores entenderem que ir para além dos requisitos mínimos da divulgação de informação exigida é benéfico à organização (Oliveira *et al.* 2011a). Além disso, as teorias explicativas da divulgação de informação sobre risco podem ser inúmeras e daí a sua combinação (Oliveira *et al.*, 2011a). Por sua vez, Oliveira *et al.* (2011b) procuraram evidenciar os fatores explicativos da divulgação de informação relativa a risco dos bancos portugueses através dos relatórios anuais de 2006. Para o efeito, os autores utilizaram uma “perspetiva institucional da teoria da legitimidade”. Os autores argumentaram, assim, que a *compliance* e a conformidade com os requisitos mínimos exigidos de divulgação promoveriam a legitimidade da instituição financeira.

Por outro lado, Ntim *et al.* (2013) avaliaram a divulgação voluntária de informação sobre práticas de governo das sociedades e relato de risco. Os autores utilizaram uma perspetiva teórica multifacetada dado que conjugaram os diferentes pressupostos da teoria da agência, da teoria da legitimidade, da teoria baseada nos recursos e da teoria dos *stakeholders*. A razão desta conjugação de quadros teóricos resulta da limitação que cada uma delas apresenta em termos individuais na sua capacidade de explicação das várias motivações associadas à divulgação de informação (Ntim *et al.*, 2013). Zéghal e Aoun (2016) seguiram o exemplo dos autores anteriores e na análise das determinantes da qualidade e volume de divulgação de informação sobre ERM praticado pelos maiores bancos dos Estados Unidos da América (EUA). Como quadro teórico os autores basearam o seu estudo empírico à luz das teorias da agência, da legitimidade e da sinalização. O objetivo seria compreender a motivação que levaria os bancos dos EUA a divulgar mais informação sobre risco principalmente no período pós-crise já que esta é explicada por diversas teorias (Zéghal e Aoun, 2016).

Por fim, Oliveira *et al.* (2018) na sua avaliação do relato de práticas de risco realizadas pelas empresas não financeiras portuguesas e espanholas, implementaram

um quadro teórico assente nas teorias da agência, da legitimidade, institucional e baseadas nos recursos, uma vez que no rescaldo da recente crise financeira global os incentivos que se colocam às organizações no âmbito da divulgação de informação podem ser diversos e até mesmo opostos. Oliveira *et al.* (2018) argumentam ainda que, em períodos de crise, a influência dos mecanismos de governo das sociedades sobre as práticas de divulgação de informação sobre risco pode apresentar interesses de legitimação estratégica e institucional.

Assim, o estudo empírico a desenvolver seguirá a linha de raciocínio destes autores. Tratando-se de um estudo empírico que tem como finalidade avaliar o grau de divulgação de informação sobre práticas de ERM e os seus incentivos entende-se que será benéfico a utilização de um “*multi-theoretical framework*” uma vez que a conjugação de quadros teóricos diferentes, mas complementares, tenderá a proporcionar uma melhor compreensão, quer do nível de divulgação praticado, quer dos seus fatores determinantes (Oliveira *et al.*, 2011a, 2011b; Ntim *et al.*, 2013; Zéghal e Aoun, 2016; Oliveira *et al.* 2018). Deste modo, o estudo empírico a realizar será desenvolvido atendendo às teorias da agência, da legitimidade e institucional.

Em síntese, apesar dos quadros teóricos apresentados pela literatura assumirem pressupostos diferentes, denota-se um certo consenso quanto aos benefícios de implementação pelas organizações de um sistema de ERM. Sendo o ERM um mecanismo efetivo de governo das sociedades, vários são os meios que a organização tem ao seu dispor que permitem melhorar as suas práticas nesta matéria o que poderá traduzir uma melhoria efetiva do seu valor de mercado. Em primeiro lugar, a divulgação de práticas de governo das sociedades pode facilitar a eficiente alocação de recursos escassos, ajudando gestores e investidores na identificação de oportunidades de investimento rentáveis. Depois, o proporcionar de informação mais transparente sobre práticas de governo das sociedades aos acionistas pode conduzir a uma diminuição do custo de capital externo através da redução dos custos de supervisão e de vínculo da gestão e, conseqüentemente, o prémio global de risco da organização. Mais, a divulgação de práticas de governo das sociedades pode provocar um aumento no valor de mercado através da redução de assimetrias de informação entre gestores e investidores (Ntim *et al.*, 2012).

3. O ERM E DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE RISCO

O grau de complexidade do risco mudou, novos riscos surgiram, e tanto os conselhos de administração das organizações, como os seus executivos têm melhorado a percepção e supervisão do ERM, solicitando melhorias ao nível do relato de risco (COSO, 2017b). Esta necessidade de melhoria do relato sobre risco resulta da necessidade de uma tomada de decisão consciente por parte dos diversos utilizadores da informação financeira. O ERM não está, pois, isolado deste processo de tomada de decisão. Antes pelo contrário, o ERM faz parte da cultura da organização, assim como a própria tomada de decisão para alcançar os objetivos, sendo também ela, parte integrante dessa mesma cultura (COSO, 2012). Deste modo, para que a tomada de decisão seja eficaz, todos os intervenientes devem conhecer o grau de exposição ao risco da organização, quer a nível global, quer a nível de cada unidade de negócio. Este conhecimento é apenas possível através da divulgação de informação.

Contudo, a divulgação de informação sobre risco parece não ser suficiente. Cada vez mais a literatura procura explorar vertentes complementares deste tipo de divulgação de informação, nomeadamente ao nível dos sistemas de gestão de risco.

Assim, no que se refere a estudos que abordam a relação entre o ERM e a divulgação de informação sobre práticas de governo das sociedades (gestão de risco incluída), é possível enunciar os estudos desenvolvidos por Linsley e Shrives (2006), Abraham e Cox (2007), Oliveira *et al.* (2011a, 2011b), Ntim *et al.* (2013), Buckby *et al.* (2015), Ahmad *et al.* (2015), Zéghal e Aoun (2016), Sarens e D'Onza (2017), Ji *et al.* (2017), Achmad *et al.* (2017), Kurniawanto *et al.* (2017) e Oliveira *et al.* (2018).

Linsley e Shrives (2006) tinham como finalidade avaliar as práticas de divulgação de risco realizadas por empresas não financeiras do Reino Unido. Contrariamente ao esperado, apenas a dimensão da empresa e a cultura de risco mostraram associação significativa com o grau de divulgação de informação sobre práticas de risco. Além disso, os autores mencionaram a quase inexistência de informação sobre quantificação de riscos em termos monetários. No entanto, as empresas analisadas demonstraram abertura para a divulgação de informação prospetiva neste âmbito. Por sua vez, Abraham e Cox (2007) investigaram a relação existente entre a informação quantitativa de risco presente nos relatórios anuais e as características de governo das sociedades e estrutura acionista das empresas cotadas dos EUA. Os autores demonstraram a existência de uma associação negativa entre a estrutura acionista de instituições de longa data e o relato de risco. No que se refere às características de governo das sociedades, os autores referiram a existência de uma relação positiva entre os membros

independentes dos conselhos de administração e a divulgação de informação sobre risco.

Por outro lado, Oliveira *et al.* (2011a) avaliaram a divulgação de informação sobre risco praticada por empresas não financeiras portuguesas. Verificaram que a informação divulgada sobre risco era genérica, qualitativa e histórica sendo a reputação da empresa um fator de influência significativa na sua prática. Além disso, a presença de membros independentes no conselho de administração das empresas fazia aumentar o nível de divulgação. Já Oliveira *et al.* (2011b), procuraram aferir quais os fatores determinantes da divulgação de informação voluntária sobre risco dos bancos portugueses. Os resultados demonstraram que a supervisão realizada pelos *stakeholders* acompanhada da imagem e reputação da empresa eram fatores explicativos das práticas de divulgação observadas.

No que diz respeito ao estudo de Ntim *et al.* (2013), os autores tentaram perceber se a qualidade do grau de governo das sociedades das empresas sul africanas tinha algum efeito sobre a extensão e qualidade da divulgação de informação sobre risco efetuada, principalmente no pré e pós-crise 2007/2008. Ntim *et al.* (2013) concluíram que a informação sobre risco era, em larga medida, não financeira, histórica, qualitativa e, quase sempre, sobre boas notícias. Além disso, foi possível evidenciar que a diversidade, a dimensão e o grau de independência dos membros do conselho de administração eram fatores explicativos do grau de divulgação praticado. Os resultados obtidos foram semelhantes aos de Zéghal e Aoun (2016). Zéghal e Aoun (2016) avaliaram, também, o impacto da crise financeira de 2007/2008 sobre a divulgação de informação sobre ERM, mas dos maiores bancos dos EUA. Se, por um lado, a divulgação de informação sobre ERM era influenciada pela crise, dimensão do banco, independência dos elementos dos conselhos de administração e dualidade entre CEO e Chairman, por outro lado, a rendibilidade, a alavancagem e a dimensão do conselho de administração não se mostraram significativos.

Buckby *et al.* (2015), por sua vez, avaliaram o nível de divulgação de informação sobre risco tendo como referência o *framework* de governo das sociedades da bolsa de valores australiana. Os resultados sugeriram que as empresas australianas não divulgariam todos os riscos materiais ao negócio devido, provavelmente, ou à falta de conhecimento das administrações, ou, então, mesmo até intencionalmente, pois este tipo de informação poderia ser sensível para os utilizadores. Por contrapartida, os resultados obtidos por Ahmad *et al.* (2015) relativamente à divulgação de informação sobre gestão de risco e controlo interno revelaram o papel eficaz de supervisão desenvolvido pelas administrações das empresas malaias nesta matéria. Estes

resultados demonstram um grau aceitável de *compliance* em matéria de risco e controlo interno pelas empresas avaliadas.

Sarens e D'Onza (2017) referiram que o nível de divulgação de informação sobre risco e controlo interno assumia extrema importância pois os analistas financeiros incluem este tipo de informação nas suas previsões de cash-flows existindo a crença de que esta divulgação de informação iria fortalecer a imagem da empresa uma vez que proporcionaria transparência e aumentaria o grau de confiança.

Além disso, no que se refere à avaliação da divulgação de informação sobre falhas de controlo interno, Ji *et al.* (2017) concluíram que a qualidade dos rendimentos das empresas cotadas chinesas, medida em absoluto por *accruals* discricionários, demonstrava uma associação com a divulgação voluntária de informação sobre falhas de controlo interno. Foi possível ainda evidenciar que as falhas do controlo interno, quer associadas à contabilidade ou não, afetariam a qualidade dos rendimentos.

Utilizando os pressupostos de Linsley e Shrikes (2006), Achamd *et al.* (2017) avaliaram os fatores explicativos da divulgação de informação sobre risco das empresas indonésias. Os resultados alcançados foram consistentes com os obtidos por Linsley e Shrikes (2006). Foi evidenciada, deste modo, uma associação entre a dimensão da empresa e o nível de divulgação de informação. Mais, os autores referiram ainda que as comissões de auditoria e a *performance* da empresa também elas demonstravam associações positivas. O estudo de Kurniawanto *et al.* (2017) proporcionou ainda mais informação sobre as práticas de governo das sociedades das empresas indonésias. Ora, se a dimensão do conselho de administração não se mostrou um fator influenciador da divulgação de informação sobre risco, já o nível de independência do conselho de administração apresentou o efeito contrário sendo uma variável significativa.

Por último, e ainda relativamente à divulgação de informação sobre risco, Oliveira *et al.* (2018) consideram que as empresas portuguesas e espanholas com maior visibilidade e a desenvolver a sua atividade num país com um fraco ambiente legal e durante períodos de crise financeira, divulgam mais discricionariamente informação sobre risco. O objetivo seria, portanto, a contextualização dos seus resultados negativos. Além disso, os autores verificaram que as empresas com um maior nível de independência do conselho de administração e maior concentração acionista divulgariam um volume mais elevado de informação sobre risco.

Em resumo, os estudos empíricos apontam, consensualmente, uma importância significativa às características de Governo das Sociedades na sua tentativa de explicar as motivações que são colocadas às organizações para que estas procedam à divulgação de informação voluntária em matéria de risco.

CONCLUSÃO

O trabalho de investigação realizado teve como finalidade proceder a uma revisão de literatura subordinada à problemática do ERM nas suas vertentes de governo das sociedades e de divulgação de informação sobre risco. Esta nova abordagem que é o ERM decorre da crescente complexidade que os mercados atuais evidenciam exigindo às organizações que neles operam uma maior capacidade de liderança estratégica e supervisão ao nível de práticas de governo das sociedades (Beasley *et al.*, 2011).

A literatura analisada dá especial destaque à importância que o ERM tem vindo a adquirir ao longo da última década. A tradicional gestão de risco apresenta-se como manifestamente insuficiente (Cohen *et al.*, 2016), sendo que tem vindo a transformar-se numa abordagem holística e integrada (Liebenberg e Hoyt, 2003; COSO, 2004, 2017b; Beasley *et al.*, 2005; Gordon *et al.*, 2009; Pagach e Warr, 2010; Quon *et al.*, 2012; Ahmad *et al.*, 2014; Bromiley *et al.*, 2015) que fornece uma linguagem comum e linhas de orientação gerais (COSO, 2004, 2017b; Huang *et al.*, 2011). O risco da organização, ou seja, a “combinação da probabilidade de um acontecimento e das suas consequências” (FERMA, 2002:3) é, portanto, tratado numa perspetiva global e de acordo com o seu perfil de risco onde se combina a gestão de risco com os objetivos e a estratégia da organização numa vertente tridimensional (COSO, 2004). Por outro lado, Tonello (2017) e Beasley *et al.* (2011) referem ainda que o ERM aperfeiçoa os procedimentos de supervisão das práticas de governo das sociedades.

A literatura desenvolvida em matéria de ERM avalia o nível quer da adoção ou grau de implementação do ERM (Daud *et al.*, 2010; Yazid *et al.*, 2011) bem como as suas determinantes (Liebenberg e Hoyt, 2003; Beasley *et al.*, 2005; Hoyt e Liebenberg, 2008, 2011; Pagach e Warr, 2011; Razali *et al.*, 2011; Golshan e Rasid, 2012). Além disso, outros estudos procuram ainda avaliar qual o impacto que um sistema ERM pode provocar ao nível do desempenho das organizações e na criação de valor para o acionista (Lim e Tan, 2007; Hoyt e Liebenberg, 2008, 2011; McShane *et al.*, 2010; Pagach e Warr, 2010; Eckles *et al.*, 2011; Ntim *et al.*, 2012). Para além das vantagens identificadas ao nível da gestão integrada de riscos, o ERM propicia às organizações um melhor desempenho a vários níveis, ajudando a sustentar a sua vantagem competitiva (Gordon *et al.*, 2009; Eckles *et al.*, 2010; Hoyt e Liebenberg, 2011). Contudo, ao nível da ligação entre o ERM e o relato financeiro, através da divulgação de informação, foi identificada uma lacuna de investigação. Por outro lado, a prevalência

de estudos de natureza anglo-saxónica faz salientar a necessidade de realização de estudos comparativos que permitam concluir divergências nas práticas de ERM. Deste modo, sugere-se a realização de estudos empíricos comparativos que promovam o conhecimento das práticas de divulgação de informação sobre ERM, por um lado, e, por outro lado, que permitam conhecer quais os incentivos que se colocam às organizações neste âmbito. Além disso, a comparação das práticas de ERM entre países de realidades diferentes ao nível de governo das sociedades seria uma mais-valia em termos de contribuições para a literatura existente.

Em matéria de quadros teóricos que suportam o ERM, estes são de variada ordem, sendo que aquele que mais destaque adquiriu foi a teoria da agência. Contudo, a literatura mais recente tem vindo a evidenciar não apenas a utilização de um único quadro teórico, mas sim a conjugação de vários pressupostos de cada um deles num género de “*multi-theoretical framework*”.

Deste modo, e dado o crescente interesse que o ERM tem suscitado junto dos diferentes *stakeholders* das organizações, é possível concluir, pois, que o ERM constitui-se como mecanismo de governo das sociedades por excelência (Liebenberg e Hoyt, 2003; Beasley *et al.*, 2005; Hoyt e Liebenberg, 2008; Razali *et al.*, 2011; Golshan e Rasid, 2012; Maingot *et al.*, 2012; Liu e Zhang, 2017; Callahan e Soileau, 2017; etc.). Esta importância decorre, sem dúvida, do argumento de O'Donnell (2005), Hoy e Liebenberg (2011) e Callahan e Soileau (2017) que salientam que o ERM é benéfico para as organizações na medida em que proporciona uma redução da volatilidade dos preços das ações e dos resultados, do custo do capital externo, por um lado, e, por outro lado, aumenta a eficiência do capital e cria sinergias entre as diferentes atividades de gestão de risco.

**PARTE II: PRÁCTICAS DE *ENTERPRISE RISK*
MANAGEMENT: ESTUDOS EMPÍRICOS**

***ENSAIO 2: PRÁTICAS DE ENTERPRISE RISK
MANAGEMENT: EVIDÊNCIA DAS EMPRESAS
ADMITIDAS À NEGOCIAÇÃO EM PORTUGAL E NO
REINO UNIDO***

INTRODUÇÃO

No atual contexto económico e financeiro torna-se fundamental que qualquer atividade seja capaz de identificar, conhecer e gerir os riscos aos quais está sujeita por forma a aferir quais os “eventos ou situações cujas consequências constituem oportunidades para obter vantagens ou então ameaças ao sucesso” (FERMA, 2002: 3).

A gestão de riscos assume-se, pois, como um elemento essencial na gestão da estratégia de qualquer organização, caracterizando-se por ser um processo através do qual as organizações analisam metodicamente os riscos inerentes às respetivas atividades, com o objetivo de atingirem uma vantagem sustentada em cada atividade individual e no conjunto de todas as atividades, demonstrando extrema relevância para os vários *stakeholders* e acionistas interessados na criação de valor e no desenvolvimento sustentável das empresas (FERMA, 2002; Beja, 2004; Woods e Humphrey, 2008; AIRMIC e ALARM e IRM, 2010; COSO, 2013).

Para dar resposta a este conjunto crescente de expectativas, o *Enterprise Risk Management* (ERM) passou a ser utilizado por várias organizações de uma variedade de setores de atividade como forma de redução da volatilidade dos resultados e de sustentação ou manutenção de vantagens competitivas (Walker *et al.*, 2002, citado por O'Donnell, 2005).

Mais ainda, Nocco e Stulz (2006) sugerem que as organizações que têm sucesso na implementação de um eficaz ERM apresentam uma vantagem competitiva de longo prazo comparativamente com aquelas que realizam a sua gestão de riscos individualmente. Para que a gestão de riscos seja realizada numa base global, as organizações devem alargar o conceito de risco, no sentido de incluir fatores de ordem económica e política juntamente com riscos relacionados com a reputação, ética e integridade de dados (O'Donnell, 2005).

O quadro conceptual desenvolvido pelo *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO), em 2004, e denominado de *Enterprise Risk Management – Integrated Framework* descreve, portanto, os conceitos e princípios chave da gestão de riscos, proporcionando uma linguagem comum e oferecendo linhas de orientação gerais (COSO, 2004; Huang *et al.*, 2011). Também, Tonello (2007) e Beasley *et al.* (2011) reconhecem que os procedimentos de supervisão implícitos nas práticas de governo das sociedades são adequados, no âmbito do ERM, à tolerância e apetência ao risco por parte das organizações. Além disso, a informação sobre risco

obtida através do ERM e divulgada dentro da organização ajuda os gestores e os membros das administrações a executar as suas responsabilidades de governo das sociedades (Beasley *et al.*, 2011).

Em Portugal, para além das regras constantes de textos legais que consagram soluções que acolhem princípios de governo das sociedades (por exemplo, o Código das Sociedades Comerciais no seu artigo n.º 66), as primeiras recomendações neste âmbito surgem em 1999 sendo emanadas pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). De entre as várias recomendações aquela que relaciona o ERM com as práticas de governo das sociedades refere-se à criação de um sistema interno de controlo para a deteção eficaz de riscos ligados à atividade da empresa, em salvaguarda do seu património e em benefício da transparência do seu governo societário (Tavares, 2006).

Já no Reino Unido, as primeiras preocupações relativas a matérias de governo das sociedades surgiram em 1992 com a publicação do Relatório de *Cadbury* por parte da LSE. Estes princípios tinham como finalidade aumentar o nível de confiança dos *stakeholders* na informação financeira (Pinheiro, 2009; Abraham e Cox, 2007; Albuquerque *et al.*, 2015). Mais tarde, em 1998, a LSE publicou oficialmente o primeiro código de governo das sociedades (*Combined Code of Corporate Governance*) onde, explicitamente, interrelaciona o sistema de controlo interno de uma organização com o seu processo de gestão de riscos (Abraham e Cox, 2007). Deste modo, é possível estabelecer a ponte entre o ERM e as práticas de governo das sociedades.

Neste sentido, o presente estudo exploratório tem como objetivo proporcionar informação relativamente ao grau de divulgação sobre práticas de ERM de empresas de natureza não financeira, admitidas à negociação na *Euronext Lisbon* (EL) e na *London Stock Exchange* (LSE) e que maior capitalização bolsita apresentavam a 31 de dezembro de 2014, recorrendo aos relatórios anuais publicados ao longo do período compreendido entre 2006 e 2016. Além disso, o presente estudo contribui para a perceção das práticas de ERM conduzidas pelas empresas portuguesas e inglesas na prossecução de boas práticas de governo das sociedades através de um sistema de controlo interno eficiente, eficaz, robusto e resiliente capaz de desempenhar um papel pró-ativo na gestão dos riscos que possam ter implicações no alcançar dos objetivos (Liebenberg e Hoyt, 2003; COSO, 2004; Beasley *et al.*, 2005; Nocco e Stulz, 2006; Gordon *et al.*, 2009; Pagach e Warr, 2010; Quon *et al.*, 2012; Ahmad *et al.*, 2014; Albuquerque *et al.*, 2015).

Os principais resultados indicam níveis baixos de informação divulgada sobre práticas de ERM, quer pelas empresas da EL, quer pelas empresas da LSE. No entanto, ao longo do período de análise, a divulgação de informação foi gradualmente maior. As

empresas da LSE divulgam, em média, mais informação sobre práticas de ERM que as empresas da EL. A categoria “avaliação de risco” foi a mais divulgada demonstrando uma preocupação crescente com a gestão de riscos e, conseqüentemente, com as boas práticas de governo das sociedades.

O presente trabalho de investigação encontra-se estruturado da seguinte forma: após uma breve revisão da literatura procede-se à descrição da metodologia seguida no estudo exploratório. Posteriormente são discutidos os resultados, apresentadas as principais conclusões, indicando as diversas limitações e propostas para investigação futura.

1. REVISÃO DE LITERATURA

Os riscos que as organizações enfrentam são cada vez em maior número e com maior diversificação, sendo os seus efeitos de uma amplitude global (Albuquerque *et al.*, 2015). Deste modo, torna-se fundamental a existência de um sistema de controlo interno e de uma gestão de riscos que, pró-ativamente, sejam capazes de dar resposta às necessidades das organizações neste âmbito.

1.1. EVOLUÇÃO DA NORMALIZAÇÃO SOBRE GOVERNO DAS SOCIEDADES

As abordagens tradicionais de controlo interno e gestão de riscos não conseguiram evitar a ocorrência de escândalos financeiros numa escala global (por exemplo, a Enron em 2001 e a XEROX em 2002 ambas nos Estados Unidos da América – EUA; e a PARMALAT no contexto da União Europeia – UE) tendo contribuído, portanto, em larga medida para o surgimento de projetos relevantes relacionados com o governo das sociedades que visam corrigir as causas apontadas como as mais comuns para a falência de uma empresa: a falta de ética, a corrupção, a incompetência e a falta de comunicação (Pires, 2008; Ferreira, 2010, Gomes, 2010 e Neiva dos Santos, 2009 citados por Albuquerque *et al.*, 2015).

Ora, foi na sequência destes escândalos financeiros que, em junho de 2002, foi promulgada nos EUA a *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) com o intuito de restaurar a confiança dos investidores e promover a boa governação e transparência das

organizações, melhorando a fiabilidade das divulgações (Thomson, 2007; Pires, 2008; Gomes, 2014).

Deste modo, com aprovação e entrada em vigor da SOX, nomeadamente da sua Secção 404, as empresas admitidas à negociação nos mercados regulamentados dos EUA viram-se obrigadas a implementar um sistema de avaliação da eficácia do controlo interno sobre o relato financeiro e divulgar essa avaliação no seu relatório anual de controlo interno, devidamente certificado pelo auditor (Schneider *et al.*, 2009). Thomson (2007) refere mesmo que é a Secção 404 da SOX que esteve na génese do ERM.

Além disso, e uma vez que a crise financeira de 2008 veio demonstrar a importância da gestão de risco dentro da organização, foi emitida em 2009, a “ISO 31000: *Risk Management Principles and Guidelines*” numa ação conjunta levada a cabo pelas maiores organizações internacionais em matéria de gestão de risco tais como a “*Association of Insurance and Risk Managers*” (AIRMIC) do Reino Unido, a “*Public Sector Risk Management Association*” (ALARM) e o “*Institute of Risk Management*” (IRM). Esta norma institui que uma gestão de risco eficaz deverá incluir *compliance*, fiabilidade e incrementar a tomada de decisão salientando que esta só será possível através da implementação de um sistema de ERM (AIRMIC e ALARM e IRM, 2010).

Por sua vez, no Reino Unido o governo das sociedades tem sido alvo de constante regulamentação. Os primeiros princípios em matéria de governo das sociedades surgiram em 1992 através da publicação pela LSE do Relatório de *Cadbury* (Pinheiro, 2009; Abraham e Cox, 2007; Albuquerque *et al.*, 2015). Estes princípios, integrados na LSE *Listing Rules*, destinavam-se a aumentar o nível de confiança dos *stakeholders* na informação financeira, centrando-se na definição da responsabilidade dos membros dos conselhos de administração, na composição e funções das comissões de auditoria e na responsabilidade dos auditores internos (Pinheiro, 2009; Abraham e Cox, 2007; Albuquerque *et al.*, 2015). Além disso, este relatório introduziu pela primeira vez o princípio “*comply or explain*”. Segundo o *Financial Reporting Council* (FRC) (2012), este princípio tem como finalidade “obrigar” as empresas admitidas à negociação num mercado regulamentado a enunciar o grau de cumprimento dos princípios fundamentais do código.

Por sua vez, as preocupações referentes às remunerações e desempenho do conselho de administração e a necessidade da sua divulgação surgem salvaguardadas, em 1995, com a publicação do Relatório *Greenbury* pela LSE (Albuquerque *et al.*, 2015).

Mais tarde, em 1998, a LSE emitiu o *Combined Code of Corporate Governance* (*Combined Code*) que derivou da revisão feita aos relatórios de 1992 e 1995 estabelecendo uma ligação explícita do sistema de controlo interno de uma organização ao seu processo de gestão de risco. Por outro lado, o mesmo relatório recomendava a

validação da eficácia do controlo interno e retirava a exigência de divulgação da mesma (Abraham e Cox, 2007).

Como resposta ao *Combined Code*, surgiu o Relatório de *Turnbull* emitido pelo *Institute of Chartered Accountants in England and Wales* (ICAEW) em 1999. De acordo com Abraham e Cox (2007), o relatório de *Turnbull* constituiu-se como uma revisão às recomendações sobre o sistema de controlo interno salientando as diversas perspetivas de ligação do sistema de controlo interno ao risco, tornando, portanto, as recomendações do *Combined Code* mais explícitas e prevendo a divulgação pelas organizações dos riscos a que estas estão sujeitas (Albuquerque *et al.*, 2015). Posteriormente, procederam-se diversas revisões³ do *Combined Code* de modo a obter um aperfeiçoamento da divulgação de informação em matéria de governo das sociedades através do controlo interno e da gestão de risco (FRC, 2018) sendo que a última, atualmente em vigor⁴ e com a designação de “*The UK Corporate Governance Code*”, foi realizada em 2016 com o objetivo de introduzir as alterações necessárias decorrentes da transposição da Diretiva Europeia de Auditoria n.º 2014/56/UE⁵.

Em Portugal, a regulação em matéria de controlo interno e gestão de risco constitui-se como uma adaptação às disposições e recomendações da SOX. No que se refere à normalização sobre aspetos de governo das sociedades é possível identificar o Código das Sociedades Comerciais (CSC), em vigor desde 1986, e onde constam os princípios e regras básicas de direção e controlo dos vários tipos de sociedades comerciais. Para além deste sistema normativo, é de referir a existência do Código dos Valores Mobiliários (CVM), em vigor desde março 2000, e que inclui um conjunto de

³ A saber: 2003 - revisão das funções dos administradores independentes e dos comités de auditoria; 2006 – incorporação do impacto geral do código de 2003 e possíveis adendas ao código; 2008 – integração dos requisitos da UE no para os comités de auditoria e do relato de governo das sociedades; 2010 – aconselhamento sobre a composição do conselho de administração; 2011 – inclusão da crescente preocupação com o risco de liquidez; 2012 – aperfeiçoamento do relato prestado pelos comités de auditoria e diversidade sobre a administração; 2014 – salvaguarda da qualidade da informação prestada aos investidores através da inclusão de um “*viability statement*” e novas recomendações quanto à informação o sistema de remunerações.

⁴ À data de hoje encontra-se em pleno momento de revisão e discussão pública, sendo exetável uma nova alteração e republicação do código ao longo de 2018.

⁵ Entre outros elementos, a Diretiva Europeia de Auditoria n.º 2014/56/UE vem alargar a definição de Entidade de Interesse Público (EIP) e enumerar requisitos de independência e de conteúdo de relatório para os comités de auditoria. Esta deverá ser transposta para a regulamentação interna de cada estado-membro da UE até 17 de junho de 2016.

disposições dedicadas unicamente às sociedades de capital aberto. Mais recentemente, é de destacar o Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), criado em 2003, com o objetivo de difundir as boas práticas do governo societário como um instrumento incontornável para a eficiência económica, o crescimento sustentável e a estabilidade financeira, fundados num modelo recomendatório que partilha a autorregulação (IPCG, 2017).

No que se refere às empresas admitidas à negociação na EL, as primeiras recomendações sobre Governo das Sociedades surgem em 1999, pela CMVM, em linha com os princípios da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) sobre Governo das Sociedades. Posteriormente, entre 2001 e 2006, as recomendações da CMVM passaram a regulamentos exigindo algumas divulgações por parte das empresas da EL ao nível do governo das sociedades, nomeadamente no que se refere a sistemas de controlo interno e gestão de risco (IPCG, 2017). Já em 2007, as recomendações dão lugar oficialmente ao primeiro Código de Governo das Sociedades português.

Salienta-se ainda que, a entrada em vigor do Regulamento 4/2013 da CMVM (revogando o regulamento 1/2010 que introduziu o novo Código de Governo das Sociedades) consagrou a possibilidade de opção por um código diferente do código da CMVM aplicável às empresas com valores admitidos à negociação desde que certos requisitos ao nível de princípios e práticas de governo societário e da abrangência das matérias previstas no código da CMVM fossem verificados, e desde que emitido por uma instituição independente, de reconhecimento público ao nível do governo societário (IPCG, 2017).

Por conseguinte, em meados de 2016 o IPCG lançou para consulta pública o seu Código de Governo das Sociedades, sendo este oficialmente apresentado em 2017. No mesmo ano, foi assinado pelo IPCG e pela CMVM um protocolo de cooperação no quadro da entrada em vigor do novo código de governo das sociedades do IPCG a partir de janeiro de 2018, em substituição do código da CMVM. É de referir que o novo código, segundo o IPCG (2017), encontra-se alinhado com as tendências e melhores práticas internacionais, podendo salientar-se a atenção acrescida que dispensa aos fluxos informativos, ao funcionamento dos órgãos sociais e, em particular, de fiscalização, aos conflitos de interesses e às transações com partes relacionadas, ao papel dos administradores independentes, à diversidade (nomeadamente de género) na composição dos órgãos sociais, e à gestão do risco.

Relativamente ao CSC, este obriga à inclusão do relato de risco no próprio relatório de gestão. O artigo 66.º, n.º 5, alínea h) do CSC refere expressamente que o relatório de gestão deve conter “os objetivos e as políticas da sociedade em matéria de

gestão dos riscos financeiros, incluindo as políticas de cobertura de cada uma das principais categorias de transações previstas para as quais seja utilizada a contabilização de cobertura, e a exposição por parte da sociedade aos riscos de preço, de crédito, de liquidez e de fluxos de caixa, quando materialmente relevantes para a avaliação dos elementos do ativo e do passivo, da posição financeira e dos resultados, em relação com a utilização dos instrumentos financeiros” (CSC, 2017:23).

Além disso, a adoção do regulamento 1606/2002/CE, de 19/07, veio obrigar a que as empresas com valores admitidos à negociação num mercado regulamentado da UE aplicassem, a partir de 2005, as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) (também designadas de *International Accounting Standards* – IAS) e as Normas Internacionais de Relato Financeiro (NIRF) (*International Financial Reporting Standards* – IFRS) do *International Accounting Standards Board* (IASB). Estas normas internacionais refletem, no entender de Albuquerque *et al.* (2015), de forma incremental e fragmentada, divulgações sobre risco no relato financeiro (por exemplo, ao nível da Estrutura Conceptual – EC, IAS 1 – Apresentação das Demonstrações Financeiras, IAS 19 – Benefícios dos Empregados, IAS 32 – Instrumentos Financeiros: Apresentação, IAS 34 – Relato Financeiro Intercalar, IAS 36 – Imparidade de Ativos, IAS 37 – Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes, IAS 39 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração, IFRS 7 – Instrumentos Financeiros – Divulgação e IFRS 8 – Operações por Segmentos).

Em suma, conclui-se, pois, que os organismos nacionais e internacionais de governo das sociedades foram melhorando e aperfeiçoando as normas reguladoras neste âmbito, quer para dar resposta às necessidades decorrentes da globalização da informação, quer com o intuito de reforçar a credibilidade e resiliência do relato financeiro proporcionado aos *stakeholders*.

1.2. O ENTERPRISE RISK MANAGEMENT

Como já referido anteriormente, os escândalos financeiros ocorridos nas últimas décadas têm direcionado a sua atenção para mecanismos de controlo interno e, principalmente, para a gestão de risco. Neste sentido, denota-se uma crescente exigência ao nível da fiscalização, por parte dos *stakeholders* da organização, no que diz respeito aos riscos chave que a organização enfrenta no desenvolvimento da sua atividade (Paape e Speklé, 2012), de modo a garantir que a criação de valor para o *stakeholder* é preservada e incrementada (Beasley *et al.*, 2005).

Tradicionalmente, as organizações procediam à gestão dos riscos chave através de uma abordagem em “silo” que assumia uma vertente compartimentada e descoordenada (Mcshane *et al.*, 2010; Fraser e Simkins, 2016), onde cada área ou departamento de uma organização era responsável pelos seus riscos específicos. Deste modo, e devido à intensificação das pressões por parte de organismos reguladores e normalizadores relativamente à promulgação de novas regras e requisitos de gestão de risco, o conceito de *Enterprise Risk Management* (ERM) adquiriu grande destaque como uma potencial ferramenta de resposta aos “novos” desafios de gestão de risco (Paape e Speklé, 2012).

O ERM surgiu, então, como uma abordagem holística que integra e coordena a gestão de risco numa perspetiva global (Liebenberg e Hoyt, 2003; Beasley *et al.*, 2005; Nocco e Stulz, 2006; Gordon *et al.*, 2009; Pagach e Warr, 2010; Quon *et al.*, 2012; Ahmad *et al.*, 2014). Contudo, este distingue-se da gestão de risco tradicional dado que incorpora simultaneamente os riscos de natureza estratégica, operacional, relato e *compliance* (Paape e Speklé, 2012; Bromiley *et al.*, 2015) proporcionando um maior entendimento e compreensão sobre a sua interdependência e correlação (Mcshane *et al.*, 2010).

Dado a crescente tendência de aceitação (Paape e Speklé, 2012) e adoção do ERM (O'Donnell, 2005), foi desenvolvido pelo COSO (2004) um quadro conceptual – *Enterprise Risk Management – Integrated Framework* – que prevê um conjunto de conceitos e princípios fundamentais à gestão de risco, providenciando uma linguagem comum e linhas de orientação gerais que evidenciam as dissemelhanças entre o ERM e a gestão de risco tradicional (COSO, 2004; Huang *et al.*, 2011).

Neste âmbito, o COSO (2004) define o ERM como:

“(...) a process, effected by an entity’s board of directors, management and other personnel, applied in strategy setting and across the enterprise, designed to identify potential events that may affect the entity, and manage risk to be within its risk appetite, to provide reasonable assurance regarding the achievement of entity objectives.”

COSO (2004:16)

A definição de ERM prevista pelo COSO (2004) traduz a gestão de risco como um processo contínuo e abrangente a toda a organização, usando para o efeito uma abordagem *top-down* onde as responsabilidades são segmentadas ao nível das posições hierárquicas (O'Donnell, 2005; Tekathen e Dechow, 2013; Beasley, 2016).

Para além disso, os autores salientam que este conceito de ERM sugere que o alinhamento entre as funções e tarefas organizacionais permitirão garantir a *accountability*. Por outro lado, o trabalho de gestão de risco previsto pelo COSO (2004) é apresentado em termos de formalização e orientação para a divulgação, o que faz recordar a abordagem de auditoria interna, nomeadamente ao nível do controlo interno, do COSO de 1992 (*Internal Control – Integrated Framework* revisto em 2013) com a sua ênfase no rastreio das atividades.

O COSO (2004) descreve, ainda, a gestão de risco do ERM como um processo contínuo e abrangente a toda a organização envolvendo oito componentes que se interrelacionam (COSO, 2004; O'Donnell, 2005). Por forma a estabelecer um ERM eficaz, a organização necessita de criar um **ambiente interno** que promova a competência, a disciplina e que seja capaz de articular as estruturas de gestão de acordo com a cultura de risco da empresa. Uma vez criada uma base sólida, a gestão poderá avaliar os seus procedimentos de **definição dos objetivos** de modo a garantir que estes vão de encontro à missão da organização. Posteriormente, a gestão deverá levar a cabo uma fase de **identificação de acontecimentos** internos e externos que, caso ocorram, possam afetar o alcançar dos objetivos e o desempenho da organização. Para cada acontecimento identificado, a gestão deverá efetuar um procedimento de **avaliação de risco**, analisando a probabilidade de ocorrência e o impacto estimado. De seguida, a gestão deverá selecionar e implementar uma **resposta ao risco** para todos os acontecimentos identificados e que seja devidamente apropriada, baseando-se no perfil de risco da organização e na relação custo-benefício de cada resposta possível. Além disso, deverá ser estabelecido um conjunto de **atividades de controlo** que permitam assegurar que tais respostas aos riscos são devidamente executadas (COSO, 2004; O'Donnell, 2005).

Neste sentido, e para que seja possível gerir todos estes processos, a organização deverá definir canais para divulgação de **informação e comunicação** que permitam a persecução normal das diversas responsabilidades dos diversos trabalhadores, assim como possibilitem a obtenção de feedback no que se refere à concretização dos objetivos propostos. Por último, para administrar o processo de gestão de risco, a organização deverá estabelecer um sistema de **monitorização** que possibilite avaliar tanto o funcionamento de cada componente, como o desempenho da organização ao longo do tempo (COSO, 2004; O'Donnell, 2005).

Na realidade, Hayne e Free (2014) referem o facto do processo de gestão de risco do ERM constituir-se como um processo diferenciador de outras “inovações” contabilísticas, como é caso do método *Activity-Based Costing* (ABC), do *balanced scorecard* (BS) ou da auditoria do risco, uma vez que, estas se encontram circunscritas

a áreas particulares da gestão como a contabilidade ou a auditoria. Os autores mencionam ainda que o ERM do COSO 2004 é uma notável inovação ao nível da sua amplitude e da sua penetração comercial pois é aplicado em todo o mundo. Saliencia-se ainda, o facto de não existir qualquer obrigação legal para a adoção do ERM por parte das organizações. No entanto, este *framework* adquiriu alguma força normativa (Hayne e Free, 2014), despertando cada vez mais o interesse por parte dos diferentes *stakeholders* das organizações.

Hoyt e Liebenberg (2011) e Callahan e Soileau (2017) argumentam que o ERM é benéfico para as organizações na medida em que proporciona uma redução da volatilidade dos preços das ações e dos resultados, reduz o custo do capital externo, aumenta a eficiência do capital e cria sinergias entre as diferentes atividades de gestão de risco.

1.2.1. REFERENCIAL TEÓRICO

No que se refere ao ERM, a literatura propõe um referencial teórico comum. Ora, os estudos desenvolvidos nesta área temática são, na sua totalidade, enquadrados no âmbito da Teoria da Agência. A teoria da agência constitui-se como uma teoria orientada para os sistemas na medida em que parte do pressuposto que uma dada organização influencia e é influenciada pela sociedade ou meio onde opera (Jensen e Meckling, 1976; Morris, 1987; Major e Vieira, 2009).

Neste contexto, Haron *et al.* (2010) consideram que as divulgações ao nível do sistema de controlo interno de uma organização, quando percebidas pelos acionistas como credíveis e relevantes, servem como mecanismo de supervisão, minimizando, deste modo, os problemas de agência. Por sua vez, Dia e Zéghal (2008) mencionam que a divulgação, pela gestão, de informação a título voluntário sobre práticas de gestão de risco, diminui a assimetria informacional entre gestores e os detentores do poder de decisão (ou acionistas) externos à organização.

Neste sentido, verifica-se que o objetivo global dos mecanismos de governo das sociedades é reduzir os problemas de agência através do alinhamento dos interesses dos gestores e dos acionistas, aumentando, deste modo, o valor da empresa (Jensen e Meckling, 1976; Morris, 1987; Major e Vieira, 2009; Rochette, 2009). Além disso, de acordo com Ntim *et al.* (2012), uma das formas de resolução dos problemas de agência é o envolvimento das empresas numa maior divulgação de práticas de governo das sociedades.

Portanto, Daud *et al.* (2010) afirmam que o foco da teoria da agência vai de encontro com o objetivo do ERM na medida em que pode ajudar a organização a alcançar os objetivos de negócio e, simultaneamente, maximizar o valor para o acionista.

1.2.2. O ERM E O CONTROLO INTERNO

Apesar de a literatura evidenciar inúmeros estudos envolvendo a questão da auditoria interna, nomeadamente em matéria de controlo interno, constatou-se que, apenas nos últimos anos, esta vertente tem sido relacionada com o ERM.

Assim, no que se refere à problemática do ERM e à sua relação com a auditoria interna, no âmbito da gestão de risco é possível destacar os estudos conduzidos por Gramling e Myers (2006), Manab *et al.* (2007), Castanheira *et al.* (2010) e de Zwaan *et al.* (2011).

Gramling e Myers (2006) examinaram o papel específico da auditoria interna no ERM, de acordo com as funções de auditoria interna identificadas pelo *Institute of Internal Auditors* (IIA) (2004). Os resultados evidenciaram que a auditoria interna era responsável pelo ERM em 36% das empresas analisadas.

Por sua vez, Manab *et al.* (2007) tinham como objetivo examinar evidências empíricas sobre as funções de auditoria interna e de gestão de risco das empresas de serviços com valores admitidos à negociação na bolsa de valores da Malásia. Os dados recolhidos por Manab *et al.* (2007), através de questionário, permitiram concluir que 91,70% das atividades de gestão de risco do setor financeiro recaem sobre a função de gestão de risco, enquanto 58,80% das atividades de gestão de risco desenvolvidas por empresas não financeiras se encontravam sobre a alçada da função de auditoria interna evidenciando que a gestão de risco das empresas financeiras estaria mais desenvolvida que nas empresas não financeiras.

Castanheira *et al.* (2010) exploraram o papel da auditoria interna no ERM. Os resultados permitiram evidenciar que, a auditoria interna era mais pró-ativa na implementação do ERM em pequenas empresas, sendo mais importante no setor financeiro e no setor privado.

Relativamente ao estudo de Zwaan *et al.* (2011), os autores analisaram o impacto do envolvimento dos auditores internos no ERM e a sua complacência em relatar uma falha nos procedimentos de risco. O estudo possibilitou concluir que os auditores internos estariam envolvidos nas atividades de “garantia” do ERM. Não

obstante, alguns deles estariam ainda envolvidos noutras atividades que poderiam comprometer a sua objetividade.

Haron *et al.* (2010) levaram a cabo um estudo cujo objetivo era o de avaliar, para uma amostra constituída por empresas da Malásia, os aspetos do controlo interno que seriam diretamente responsáveis pela divulgação dos relatórios de auditoria, de forma voluntária ou obrigatória, tornando a empresa mais transparente para os acionistas e para o público em geral. Neste sentido, Haron *et al.* (2010) verificaram a existência de um maior nível de gestão de risco por parte de empresas sujeitas a divulgações obrigatórias em matéria de controlo interno.

Em suma, os estudos atrás analisados permitem retirar evidências de que, em primeiro lugar, a auditoria interna desempenha, de facto, um importante papel no que diz respeito ao ERM (Gramling e Myers, 2006; Manab *et al.*, 2007; Castanheira *et al.*, 2010). Em segundo lugar, que a existência de um sistema de gestão de riscos global, como é o caso do ERM, implica que o sistema de controlo interno implementado no seio da organização desenvolva a sua função de forma eficaz, garantindo todo o processo de implementação e gestão do ERM. Além disso, tal como Haron *et al.* (2010) salientou, as divulgações de informação sobre o sistema de controlo interno têm implicações sobre as perceções de avaliação de risco por parte do investidor, podendo refletir-se no custo de capital da empresa.

1.2.3. O ERM E A GESTÃO DE RISCO

Ao longo dos últimos anos, diversos estudos sobre práticas de gestão de risco foram desenvolvidos com o intuito de providenciar um vislumbre sobre as práticas de gestão de risco levadas a cabo pelo setor corporativo. No entanto, Fatemi e Glaum (2000) concluíram que nenhum deles tinha sido claro e exaustivo o suficiente, de modo a possibilitar uma compreensão alargada das práticas de gestão de risco.

Neste sentido, sendo o ERM uma abordagem integrada de gestão de riscos que mudou o enfoque da função de gestão de risco de defensivo para altamente ofensivo e estratégico, torna-se necessário a realização de uma avaliação das práticas de gestão de risco de modo a compreender as suas implicações (Liebenberg e Hoyt, 2003; Daud *et al.*, 2010).

Neste âmbito, encontram-se, portanto, os estudos de Levich *et al.* (1999), Fatemi e Glaum (2000), Dia e Zéghal (2008), Rao e Gutierrez (2010), Jorge e Augusto (2011) e Aureli e Salvatori (2012).

Levich *et al.* (1999) realizaram uma pesquisa sobre a utilização de instrumentos derivados e práticas de gestão de risco pelos investidores institucionais dos EUA que possibilitou concluir que a utilização dos instrumentos derivados tinha como principais finalidades a redução e a cobertura de risco (55%).

Por sua vez Fatemi e Glaum (2000) efetuaram o levantamento das práticas de gestão de risco conduzidas pela totalidade das empresas alemãs, com valores admitidos à negociação na bolsa de valores de Frankfurt e de cariz não financeiro. Os resultados obtidos, através de questionário, permitiram concluir que, em primeiro lugar, o objetivo principal da gestão de risco era garantir a sobrevivência da empresa sendo o risco de negócio aquele que apresentava maior expressividade. Em segundo lugar, verificou-se que 88% das empresas analisadas afirmaram utilizar instrumentos derivados na sua generalidade para fins de cobertura de risco.

Por contrapartida, Dia e Zéghal (2008) desenvolveram um estudo com o objetivo de, em primeiro lugar, definir medidas *fuzzy* em termos de risco tendo por base apenas a informação divulgada, em 2002, nos relatórios anuais de 217 empresas com valores admitidos à negociação presentes no *Toronto Stock Exchange Composite Index (TSX Composite Index 230)*, e, por outro lado, verificar a validade de tais medidas ao nível do investidor e da tomada de decisão. Os resultados obtidos por Dia e Zéghal (2008) demonstraram que as medidas *fuzzy*, principalmente ao nível do *portfolio*, tinham uma associação com a maioria dos indicadores de rentabilidade e de risco, quer estes fossem indicadores de mercado ou contabilísticos, demonstrando, ainda que parcialmente, um poder explicativo desses mesmos indicadores. Por outro lado, as medidas *fuzzy* de risco demonstraram um grau preditivo considerável de risco sistemático.

O estudo de Rao e Gutierrez (2010), por sua vez, tinha como objetivo estabelecer uma ligação entre as práticas de gestão desenvolvidas pelas empresas com valores admitidas à negociação, de cariz não financeiro dos EUA com as práticas de cobertura de risco. Os resultados obtidos possibilitaram confirmar o argumento de que as práticas de gestão estariam, de facto, interligadas com as práticas de cobertura de risco.

Já Jorge e Augusto (2011) tinham como propósito avaliar se as práticas de gestão de risco de 304 empresas europeias presentes na *Euronext*, entre 2006 e 2008, estariam associadas a baixos níveis de risco. Os autores concluíram que as empresas avaliadas evidenciavam níveis de exposição a risco cambial, risco de taxa de juro e risco de variação do preço das mercadorias superiores aos verificados noutros estudos anteriores. Os resultados confirmaram, portanto, a existência de simultaneidade entre o nível de exposição ao risco e a decisão de empreender atividades de gestão de risco, apenas no que respeita à exposição do risco cambial e ao risco de variação do preço das mercadorias.

Por último, Aureli e Salvatori (2012) investigaram se e como as divulgações de informação sobre risco ajudavam os *stakeholders* a compreender o risco e as práticas de gestão de risco de nove empresas de utilidade pública, com valores admitidos à negociação na bolsa de valores de Milão. No que se refere aos modelos de gestão de risco, os resultados demonstraram que as empresas faziam menção à sua utilização, não fazendo, no entanto, qualquer referência que permitisse perceber as suas reais funções, nem a forma como a identificação dos riscos era realizada. As autoras referiram ainda que, quanto a práticas de gestão de risco, as empresas avaliadas demonstraram a adoção de uma abordagem de gestão de risco que varia entre uma perspectiva em “silo” e o ERM do COSO (2004). Concluiu-se, portanto, que a gestão de risco, em termos formais, é uma prática recente para as empresas italianas.

Ora, em matéria de práticas de gestão de risco os estudos mencionados são consistentes. Em primeiro lugar, fica bem claro que o objetivo principal da função de gestão de risco é garantir a sobrevivência da organização, minimizando, para isso, as consequências nefastas dos riscos a que a atividade da organização estará sujeita. Por outro lado, os riscos mais comuns objeto de gestão regular são os riscos financeiros (crédito, mercado, liquidez, cambial e de taxa de juro). No entanto, o risco de negócio, apesar de ser um dos riscos mais relevantes, é aquele para o qual não existem mecanismos de cobertura prontamente disponíveis. Salienta-se ainda que, das práticas comuns de uma função de gestão de riscos, a utilização de instrumentos derivados, em geral, com o intuito de redução ou cobertura de riscos é a mais habitual.

2. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

Atualmente, a literatura entende o ERM como um paradigma fundamental de gestão integrada de riscos de uma organização, para que, seja possível atingir uma vantagem sustentada com impacto na sua performance (FERMA, 2002; Liebenberg e Hoyt, 2003; Beja, 2004; COSO, 2004; Beasley *et al.*, 2005; Nocco e Stulz, 2006; Woods e Humphrey, 2008; Gordon *et al.*, 2009; AIRMIC e ALARM e IRM, 2010; Pagach e Warr, 2010; Quon *et al.*, 2012; COSO, 2013).

Neste sentido, e dado que o ERM passou a ser utilizado por diversas organizações, de uma variedade de setores de atividade, como forma de redução da volatilidade dos resultados e de sustentação ou manutenção de vantagens competitivas (Walker *et al.*, 2002, citado por O'Donnell, 2005), é objetivo do presente trabalho de investigação proporcionar informação acerca do grau de divulgação sobre práticas de

ERM, observadas por empresas de natureza não financeira, admitidas à negociação na *Euronext Lisbon (EL)* e na *London Stock Exchange (LSE)* (retiradas do índice Financial Times Stock Exchange 100 – FTSE100). Como forma de dar seguimento ao objetivo de investigação fixado foram realizadas uma sequência de diversas etapas. A primeira delas, e talvez a mais complexa, teve por base a aplicação da análise de conteúdo sobre os relatórios anuais, de governo das sociedades e de sustentabilidade recolhidos e relativos aos anos compreendidos entre 2006 e 2016. A informação recolhida e transposta num índice de divulgação sobre práticas de ERM permitiu concluir o grau de divulgação evidenciado nesta matéria (tabelas 4 e 6).

Posteriormente, sobre os dados obtidos foi aplicado um procedimento de análise descritiva às variáveis “%DIV_ERM_PT” e “%DIV_ERM_UK” tendo em consideração *software* específico de tratamento e análise de dados (nomeadamente o *Statistical Package for the Social Sciences – SPSS*). Com a análise descritiva pretende-se identificar médias, desvio padrão, máximos e mínimos referentes às variáveis identificadas.

2.1. AMOSTRA

Sendo o objetivo deste trabalho de investigação o de proporcionar informação relativamente ao grau de divulgação sobre práticas de ERM, de empresas de cariz não financeiro, admitidas à negociação em mercado regulamentado na EL e na LSE, a seleção da amostra teve como critério a dimensão avaliada pela sua capitalização bolsista a 31 de dezembro de 2014.

Além disso, na seleção da amostra optou-se por proceder à exclusão de todas as empresas que, mesmo assumindo uma natureza não financeira, desempenhavam atividades diretamente relacionadas com serviços financeiros e fundos de investimento. Foram também excluídas as empresas que, ao longo do período de análise, sofreram profundos processos de reestruturação, fusão ou cisão, que viram os seus valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado após 31 de dezembro de 2005 e que, à data de julho de 2017, já não se encontravam admitidas à negociação nos respetivos mercados.

A conjugação destes pressupostos permitiu obter equilíbrio e homogeneidade, quer em termos de mercados regulamentados, quer em termos de amostra a analisar (tabelas 1 e 2).

Desde logo, a escolha das realidades a analisar é justificada por questões relacionadas com os próprios modelos de Governo das Sociedades em vigor nos dois países. Se, por um lado, o modelo de Governo das Sociedades em Portugal caracteriza-se por ser um modelo centrado nos *stakeholders*, em particular na proteção dos credores, por outro lado, o Reino Unido constituiu-se como um país de origem anglo-saxónica cujo modelo de Governo das Sociedades se centra na figura do acionista (Ball *et al.*, 2000; Meek e Thomas, 2004).

Neste sentido, e porque não existe na literatura nenhum outro estudo que, até à data, faça esta comparação, faz todo o sentido analisar o grau de divulgação de informação sobre práticas de ERM, nestes dois países, de modo a aferir eventuais diferenças.

Tabela 1: Empresas Admitidas à Negociação na Euronext Lisbon

CÓDIGO	DESIGNAÇÃO	SIGLA
1	ALTRI SGPS, SA	ALTR
2	CIMPOR – CIMENTOS DE PORTUGAL SGPS, SA	CPR
3	COFINA SGPS, SA	CFN
4	COMPTA - EQUIPAMENTOS E SERVIÇOS DE INFORMÁTICA, SA	COMAE
5	CORTICEIRA AMORIM SGPS, SA	COR
6	EDP	EDP
7	IBERSOL SGPS	IBS
8	IMOBILIÁRIA CONSTRUTORA GRÃO PARÁ, SA	GPA
9	IMPRESA SGPS, SA	IPR
10	INAPA - INVESTIMENTOS, PARTICIPAÇÕES E GESTÃO, SA	INA
11	J. MARTINS SGPS, SA	JMT
12	LISGRÁFICA – IMPRESSÃO E ARTES GRÁFICAS, SA	LIG
13	GRUPO MEDIA CAPITAL SGPS, SA	MCP
14	MOTA-ENGIL SGPS, SA	EGL
15	NOVABASE SGPS, SA	NBA
16	SOCIEDADE COMERCIAL OREY ANTUNES, SA	ORE
17	PT PORTUGAL SGPS, SA	PT
18	GRUPO PORTUCEL	PRC
19	REDITUS SGPS, SA	RED
20	SAG GEST - SOLUÇÕES AUTOMÓVEIS GLOBAIS SGPS, SA	SAG
21	SEMAPA SGPS, SA	SEM
22	SONAE SGPS, SA	SON
23	SONAE INDÚSTRIA SGPS, SA	SONI
24	SONAECOM SGPS, SA	SONC
25	TOYOTA CAETANO PORTUGAL, SA	TYT
26	VAA-VISTA ALEGRE ATLANTIS SGPS, SA	VAA

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 2: Empresas Admitidas à Negociação na London Stock Exchange

CÓDIGO	DESIGNAÇÃO	SIGLA
27	ANGLO AMERICAN PLC	AAL
28	ANTOFAGASTA PLC	ANTO
29	ASSOCIATED BRITISH FOODS PLC	ABF
30	ASTRAZENECA PLC	AZN
31	BAE SYSTEMS PLC	BA.
32	BP PLC	BP.
33	BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	BATS
34	BUNZL PLC	BNZL
35	CARNIVAL PLC	CCL
36	CENTRICA PLC	CNA
37	COMPASS GROUP PLC	CPG
38	CRH PLC ORD	CRH
39	DIAGEO PLC	DGE
40	GKN PLC	GKN
41	GLAXOSMITHKLINE PLC	GSK
42	IMPERIAL BRANDS PLC	IMB
43	INTERCONTINENTAL HOTELS GROUP PLC	IHG
44	INTERTEK GROUP PLC	ITRK
45	ITV PLC	ITV
46	PERSIMMON PLC	PSN
47	RANDGOLD RESOURCES LD	RRS
48	RELX PLC	REL
49	RIO TINTO PLC	RIO
50	ROLLS-ROYCE HOLDINGS PLC	RR.
51	SMITH & NEPHEW PLC	SN.
52	UNILEVER PLC	ULVR

Fonte: Elaboração Própria

2.2. RECOLHA E TRATAMENTO DOS DADOS

Os dados referentes a cada uma das empresas pertencentes às amostras objeto de análise, foram retirados dos seus relatórios anuais, publicados ao longo do período compreendido entre 2006 e 2016.

No que se refere à escolha do horizonte temporal, esta justifica-se pelo facto de ao longo deste período a literatura ter evidenciado uma maior proximidade entre auditoria interna e ERM (Gramling e Myers, 2006; Manab *et al.*, 2007; Castanheira *et al.*, 2010). A definição deste período temporal servirá, portanto, para avaliar se esta aproximação se manteve ou, se por sua vez, evoluiu de forma favorável. Além disso, o período conturbado de acentuada crise económica e financeira, iniciada nos EUA em 2007, e que se alastrou à Europa nos anos posteriores, tem sido marcado por inúmeras iniciativas com vista a uma melhoria do sistema de controlo interno e promoção da gestão de risco de modo a incrementar a transparência do mercado (Wilson, 2013).

Neste sentido, verificou-se, ao longo do período de análise, a implementação de medidas em matéria de Governo das Sociedades com o intuito de aumentar a qualidade, fiabilidade e resiliência do relato financeiro praticado tanto em Portugal, através da CMVM e do IPCG (em 2006, 2007, 2010, 2013 e 2016) como no Reino Unido, através do FRC (nos anos de 2006, 2008, 2010, 2011, 2012, 2014 e 2016). Deste modo, a utilização do ano de 2006 será como ano de controlo, enquanto os restantes servirão quer de termo de comparação, quer de períodos de consolidação das recomendações emanadas pela CMVM e pelo FRC.

Salienta-se ainda que, a principal fonte de informação utilizada foram os relatórios anuais recolhidos. No entanto, quando a informação sobre sistemas de controlo interno e gestão de risco enquanto mecanismos integrantes do ERM não se encontrava disponibilizada nestes relatórios, recorreu-se aos relatórios de governo das sociedades e, em alguns casos, aos relatórios de sustentabilidade como fontes complementares de informação.

A recolha dos relatórios anuais bem como dos relatórios de governo das sociedades e relatórios de sustentabilidade das empresas pertencentes às amostras foi realizada através do sítio na internet das próprias empresas tendo-se recorrido, por vezes, ao sítio da internet da CMVM⁶ e da LSE⁷ sempre que essa informação não estivesse disponível. Sobre os relatórios recolhidos procedeu-se à sua “análise de conteúdo” por forma a determinar o grau de divulgação sobre práticas de ERM.

2.2.1. ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO SOBRE PRÁTICAS DE ERM

Foi construído um índice de divulgação sobre práticas de ERM que permitisse avaliar o grau de divulgação de informação nesta matéria. A construção do índice de divulgação teve por base o quadro conceptual “*Enterprise Risk Management – Integrated Framework*” do COSO (2004). Este *framework* apresenta o ERM como um conjunto integrado de oito componentes que se interrelacionam entre si e que são parte integrante do processo de gestão de uma organização (COSO, 2004). Além disso, o ERM do COSO (2004) não pretende ser um instrumento de definição de processos e procedimentos de controlo interno. Antes pelo contrário, este tem como finalidade dar resposta às necessidades do próprio controlo interno direcionando-o para um processo

⁶ <http://www.cmvm.pt>

⁷ <http://www.londonstockexchange.com>

mais completo de gestão de risco (COSO, 2004). Neste sentido, o ERM proporcionaria uma melhoria significativa ao nível de governo das sociedades (COSO, 2004) sendo uma mais-valia em termos de gestão empresarial (COSO, 2013).

Assim, a informação a divulgar pelas empresas avaliadas sobre práticas de ERM encontra-se estruturada nas seguintes componentes (COSO, 2004):

- 1) **Ambiente Interno**, englobando informação referente à estrutura e cultura organizacional da empresa, definindo a sua filosofia e forma de atuação, a sua integridade e valores éticos, e os seus recursos humanos;
- 2) **Definição de Objetivos**, a ocorrer numa fase inicial à identificação de potenciais acontecimentos que possam afetar a sua concretização. O ERM garante que a organização coloca em prática um processo de definição de objetivos alinhados com a missão da organização e consistentes com o seu perfil de risco;
- 3) **Identificação de Acontecimentos**, que possam afetar a concretização dos objetivos fazendo a distinção entre riscos e/ou oportunidades. Além disso, as oportunidades identificadas devem ser canalizadas de volta para redefinição da estratégia e dos objetivos da organização;
- 4) **Avaliação de Risco**, onde a estrutura da gestão de riscos é avaliada, sendo os riscos analisados e identificados numa perspetiva residual, considerando a probabilidade de ocorrência e impacto por forma a definir o seu modo de gestão;
- 5) **Resposta ao Risco**, em que a organização seleciona a resposta ao risco (evitar, reduzir, partilhar ou aceitar), desenvolvendo uma série de ações, de modo a enquadrar os riscos de acordo com o grau de tolerância e o perfil de risco da organização;
- 6) **Atividades de controlo**, em que o ERM prevê a implementação de políticas e procedimentos, que permitam garantir que a resposta ao risco seja efetivamente conduzida;
- 7) **Informação e Comunicação** de informação relevante e a respetiva comunicação, que deverá ser realizada numa abordagem *top-down* e *bottom-up*, permitindo a responsabilização;
- 8) **Monitorização**, devendo o ERM ser alvo de avaliação contínua em termos de eficiência e eficácia e, caso seja necessário, objeto de modificação e/ou reestruturação.

Deste modo, é possível entender o ERM não como um processo sequencial de gestão de risco de negócio, em que uma componente afeta unicamente a componente

seguinte, mas sim, como um processo multidirecional e interativo, onde qualquer componente influencia e é influenciada pelas restantes (COSO, 2004).

Neste sentido, e atendendo aos pressupostos definidos pelo COSO (2004) em matéria de ERM, o índice construído teve em consideração todas estas componentes, para que, fosse possível avaliar o grau de divulgação de informação, sobre as práticas de ERM, das empresas portuguesas e inglesas analisadas. Relativamente à ponderação atribuída a cada uma destas componentes, salienta-se que, não houve qualquer atribuição de diferentes pesos que conduzissem a uma sobrevalorização de fatores. Em consequência do índice de divulgação construído e aplicado, sobre ambas as amostras, foi possível identificar as seguintes variáveis:

- “%DIV_ERM_PT” que traduz a percentagem total de informação divulgada sobre práticas de ERM pelas empresas da EL no período em análise;
- “%DIV_ERM_UK” relativa à percentagem total de informação divulgada sobre práticas de ERM pelas empresas da LSE ao longo do período de análise.

Salienta-se ainda que para a quantificação das variáveis identificadas foram realizados os procedimentos que a seguir se enumeram:

- a) Análise e interpretação da informação sobre práticas de ERM divulgada nos relatórios anuais, relatórios de governo das sociedades e relatórios de sustentabilidade das empresas de natureza não financeira avaliadas entre o período de 2006 e 2016;
- b) Codificação de cada uma das oito componentes de informação a divulgar em 0, caso o item não seja objeto de divulgação, e em 1, caso o item seja objeto de divulgação;
- c) Determinação das percentagens de divulgação de informação sobre práticas de ERM atendendo às seguintes fórmulas:

$$\%DIV_ERM_PT_{i,j,t} = \frac{\sum_{i=0}^{Nj} ERM_{i,j}}{N_{j,t}}$$

$$\%DIV_ERM_UK_{i,j,t} = \frac{\sum_{i=0}^{Nj} ERM_{i,j}}{N_{j,t}}$$

Onde:

ERM_{ij} – representa a categoria i de ERM divulgada pela empresa j

N_{jt} – representa o número de itens pela empresa j no ano t .

2.2.2. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A tabela 3 evidencia os resultados obtidos em termos de análise descritiva da divulgação de informação sobre práticas de ERM.

Tabela 3: Análise Descritiva

	N	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio
%DIV_ERM_PT	26	3,44	50,31	21,85	12,67
N válido (de lista)	26				
	N	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio
%DIV_ERM_UK	26	5,21	51,63	30,94	8,85
N válido (de lista)	26				

No que se refere à divulgação de informação sobre práticas de ERM, a análise descritiva permitiu concluir que, a percentagem média de divulgação de informação neste âmbito, realizada pelas empresas da EL é de 21,85%. Quando avaliada a divulgação média de informação praticada pelas empresas da LSE, é possível verificar um valor médio mais elevado, na ordem dos 30,94%. Esta divergência de valores poderá ser originada pela maior preocupação em matéria de governo das sociedades evidenciada pelo Reino Unido desde o início da década de 90 (Abraham e Cox, 2007; Albuquerque *et al.*, 2015; Fraser e Simkins, 2016).

No que diz respeito aos valores mínimos e máximos de divulgação, a informação divulgada pelas empresas da EL apresenta um intervalo de variação entre um nível mínimo de 3,44% e um nível máximo de 50,31%. Por contrapartida, as empresas LSE apresentam níveis mínimos e máximos mais elevados do que as empresas da EL, sendo que estes variam entre os 5,21% e os 51,63% respetivamente.

Em relação ao desvio padrão, verifica-se que a informação sobre práticas de ERM com maior desvio padrão é a informação divulgada pelas empresas da EL (12,67%). Esta situação poderá decorrer do facto de ser nesta amostra que se verifica uma maior ausência de divulgação ao nível das oito componentes do índice.

Além disso, para uma melhor compreensão da informação divulgada pelas empresas analisadas em matéria de práticas de ERM torna-se necessário analisar os resultados presentes nas tabelas 4 e 6. A tabela 4 evidencia o grau de divulgação de informação consoante as oito componentes de informação previstas pelo ERM do COSO (2004), bem como as observações possíveis e as registadas para a variável “%DIV_ERM_PT”.

Tabela 4: Divulgação de Informação sobre Práticas de ERM pelas empresas portuguesas

Componente	Itens	Observações Possíveis	Observações Registadas	% Item	% Componente
1. Ambiente Interno	Estrutura Organizacional	29 458	376	1,28%	6,27%
	Perspetiva de Gestão e Forma de Atuação		111	0,38%	
	Integridade e Valores Éticos		219	0,74%	
	Políticas e Procedimentos de Recursos Humanos		212	0,72%	
	Conselho de Administração		929	3,15%	
2. Objetivos	Objetivos		198	0,67%	0,67%
3. Identificação de Acontecimentos/Eventos	Identificação de Acontecimentos/Eventos		172	0,58%	0,58%
4. Avaliação de Risco	Estrutura, Organização e Procedimentos		815	2,77%	11,13%
	Técnicas de Identificação e Avaliação de Risco		597	2,03%	
	Políticas de Gestão de Risco		1 868	6,34%	
5. Resposta ao Risco	Resposta ao Risco	194	0,66%	0,66%	
6. Atividades de Controlo	Atividades de Controlo	89	0,30%	0,30%	
7. Informação e Comunicação	Informação e Comunicação	598	2,03%	2,03%	
8. Monitorização	Monitorização	58	0,20%	0,20%	
			6 436		21,85%

Fonte: Elaboração Própria

No que se refere às observações possíveis, estas decorrem do facto das oito componentes de informação a divulgar em matéria de ERM apresentarem um conjunto de 103 itens de informação ao longo de cada um dos onze períodos analisados (2006 a 2016) para cada uma das vinte e seis empresas pertencentes à amostra nacional. Deste modo, a tabela 4 permite concluir que das 29.458 observações possíveis, foram evidenciadas pelas empresas da EL alvo de análise um conjunto de 6.436 observações (21,85% de grau de divulgação).

Destas 6.436 observações verifica-se com base nos dados da tabela 4 que a componente do ERM que reúne maior grau de divulgação é aquela que se refere à “avaliação de risco” com uma percentagem de divulgação de 11,13% (com um total de 3.280 observações registadas). Além disso, e em termos de “avaliação de risco”, verifica-se que a informação relativa a “políticas de risco” é a que mais amplamente é divulgada pelas empresas avaliadas ao longo do período de análise (grau de divulgação de 6,34% correspondente a 1.868 observações). No que se refere à componente de menor divulgação, a tabela 4 demonstra que a componente “monitorização” foi a que

reuniu um menor número de informação divulgada tendo evidenciado uma percentagem de apenas 0,20% com um conjunto de 58 observações.

Relativamente às restantes componentes, salienta-se que a componente “ambiente interno” é a componente do ERM que, seguidamente à componente de “avaliação de risco”, apresenta um maior grau de divulgação de informação com 1.847 observações registadas correspondentes a uma percentagem de divulgação de 6,27%, sendo que cerca de cinquenta por cento destas observações referem-se à informação divulgada sobre o “conselho de administração” (929 observações, 3,15% de grau de divulgação). Todas as outras componentes do ERM apresentam baixos níveis de divulgação de informação (componentes: “definição de objetivos” – 0,67%; “identificação de acontecimentos” – 0,58%; “resposta ao risco” – 0,66%; “atividades de controlo” – 0,30% e “informação e comunicação” – 2,03%).

Por outro lado, os resultados permitiram concluir que ao longo do período em análise o grau de divulgação de informação sobre práticas de ERM evidenciado pelas empresas nacionais analisadas apresentou uma tendência crescente, quer em termos de divulgação anual, quer em termos de divulgação individual ao nível de cada componente. A tabela 5 expõe, deste modo, as percentagens de divulgação de informação sobre práticas de ERM obtidas por ano.

Tabela 5: Divulgação de Informação sobre Práticas de ERM pelas empresas portuguesas por ano

Componente \ Ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Divulgação Total Componente
1. Ambiente Interno	4,07%	4,56%	5,00%	5,79%	6,50%	6,61%	6,72%	6,95%	7,21%	7,77%	7,80%	6,27%
Estrutura Organizacional	0,67%	0,75%	0,86%	1,12%	1,34%	1,31%	1,38%	1,38%	1,46%	1,87%	1,90%	1,28%
Perspetiva de Gestão e Forma de Atuação	0,19%	0,19%	0,26%	0,34%	0,45%	0,49%	0,45%	0,49%	0,49%	0,41%	0,41%	0,38%
Integridade e valores éticos	0,49%	0,60%	0,60%	0,60%	0,63%	0,82%	0,82%	0,90%	0,93%	0,90%	0,90%	0,74%
Políticas e Procedimentos de Recursos Humanos	0,41%	0,37%	0,49%	0,78%	0,82%	0,78%	0,82%	0,86%	0,93%	0,82%	0,82%	0,72%
Conselho de Administração	2,32%	2,65%	2,80%	2,95%	3,25%	3,21%	3,25%	3,32%	3,40%	3,77%	3,77%	3,15%
2. Objetivos	0,19%	0,22%	0,45%	0,60%	0,78%	0,78%	0,78%	0,78%	0,86%	0,97%	0,97%	0,67%
3. Identificação de Acontecimentos/Eventos	0,22%	0,26%	0,34%	0,52%	0,60%	0,67%	0,67%	0,71%	0,71%	0,86%	0,86%	0,58%
4. Avaliação de Risco	5,34%	7,28%	8,18%	10,23%	11,84%	12,85%	13,07%	13,26%	13,29%	13,48%	13,67%	11,13%
Estrutura, Organização e Procedimentos	1,83%	2,20%	2,39%	2,54%	2,76%	3,02%	3,02%	3,14%	3,17%	3,17%	3,17%	2,77%
Técnicas de Identificação e Avaliação de Risco	1,12%	1,53%	1,53%	1,83%	2,09%	2,20%	2,20%	2,32%	2,32%	2,58%	2,58%	2,03%
Políticas de Gestão de Risco	2,39%	3,55%	4,26%	5,86%	6,98%	7,62%	7,84%	7,80%	7,80%	7,73%	7,92%	6,34%
5. Resposta ao Risco	0,30%	0,30%	0,30%	0,49%	0,60%	0,78%	0,78%	0,90%	0,93%	0,93%	0,93%	0,66%
6. Atividades de Controlo	0,00%	0,15%	0,04%	0,04%	0,26%	0,49%	0,49%	0,49%	0,49%	0,45%	0,45%	0,30%
7. Informação e Comunicação	1,34%	1,42%	1,49%	1,72%	2,24%	2,32%	2,32%	2,32%	2,39%	2,39%	2,39%	2,03%
8. Monitorização	0,04%	0,04%	0,04%	0,07%	0,26%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,26%	0,26%	0,20%
Divulgação Total Ano	11,50%	14,23%	15,83%	19,45%	23,08%	24,79%	25,13%	25,69%	26,18%	27,11%	27,33%	21,85%

De acordo com os dados da tabela 5 é possível verificar que o ano de 2006 é o ano que apresenta um menor grau de divulgação ao longo de todo o período de análise (apenas 11,50%). Por contrapartida, e em consequência da maior exigência ao nível da divulgação de informação sobre controlo interno e práticas de gestão de risco colocadas às empresas nacionais não financeiras com valores admitidos à negociação por parte do regulador, constata-se que o grau de divulgação de informação assume um carácter progressivo sendo o ano de 2016 aquele que maior divulgação reúne (27,33%). Em termos de componentes de ERM, os resultados “componente\ano” obtidos confirmam as componentes “avaliação de risco” e “ambiente interno” como sendo as componentes que demonstram maior divulgação em todos os anos analisados. Já a componente “monitorização” apresenta os menores rácios de divulgação de informação desde 2006 até 2016.

Por sua vez, à semelhança da tabela 4, a tabela 6 demonstra o grau de divulgação de informação referente às oito componentes de informação do ERM do COSO (2004) mas para a variável “%DIV_ERM_UK”.

Em relação às observações possíveis, tal como para a variável “%DIV_ERM_PT”, foram considerados os pressupostos seguintes: oito componentes do ERM que se decompõem em 103 itens de informação a divulgar sobre práticas de ERM entre 2006 e 2016 por vinte e seis empresas de natureza não financeira admitidas à negociação na LSE. Tal situação permitiu alcançar 29.458 observações possíveis das quais se registaram um total de 9.115 observações (30,94% de grau de divulgação) proporcionadas pelas empresas da LSE objeto de análise.

Quanto à componente de maior divulgação, verifica-se através da tabela 6 que a componente do ERM que maior divulgação apresenta ao longo do período analisado é a que concerne à “avaliação de risco” com um grau de divulgação de 14,41% correspondente a 4.245 observações. Além disso, em termos de “avaliação de risco” o item que apresenta uma divulgação mais elevada é o item sobre “políticas de risco” com 2.429 observações traduzidas em 8,25% de percentagem de divulgação.

Por contrapartida, quando avaliada a componente de menor divulgação, a tabela 6 permite concluir que a componente “monitorização” é aquela que evidencia um menor grau de divulgação ficando-se pelas 18 observações transpondo-se em 0,06% de informação divulgada.

Já em relação às restantes componentes de informação, destaca-se a percentagem de divulgação de 9,01% (um total de 2.655 observações) da componente “ambiente interno” que se assume como a segunda componente do ERM com mais expressão ao nível da divulgação de informação sobre práticas de ERM. Ainda incluído no “ambiente interno” encontra-se o item de informação sobre “conselho de

administração” que representa cerca de 42,37% das observações registadas nesta componente (1.125 observações, 3,82% de grau de divulgação). Posteriormente, encontra-se a componente “informação e comunicação” cuja percentagem de divulgação de informação atingiu os 3,84% (1.130 observações) assumindo-se, deste modo, como uma das componentes de maior grau de divulgação.

As restantes componentes, nomeadamente as componentes “definição de objetivos” (548 observações, 1,86% grau de divulgação), “identificação de acontecimentos” (281 observações, 0,95% grau de divulgação), “resposta ao risco” (203 observações, 0,69% grau de divulgação) e “atividades de controlo” (35 observações, 0,12% grau de divulgação) apresentam um nível reduzido de divulgação.

Tabela 6: Divulgação de Informação sobre Práticas de ERM pelas empresas inglesas

Componente	Itens	Observações Possíveis	Observações Registadas	% Item	% Componente
1. Ambiente Interno	Estrutura Organizacional	29 458	414	1,41%	9,01%
	Perspetiva de Gestão e Forma de Atuação		216	0,73%	
	Integridade e Valores Éticos		464	1,58%	
	Políticas e Procedimentos de Recursos Humanos		436	1,48%	
	Conselho de Administração		1 125	3,82%	
2. Objetivos	Objetivos		548	1,86%	1,86%
3. Identificação de Acontecimentos/Eventos	Identificação de Acontecimentos/Eventos		281	0,95%	0,95%
4. Avaliação de Risco	Estrutura, Organização e Procedimentos		931	3,16%	14,41%
	Técnicas de Identificação e Avaliação de Risco		885	3,00%	
	Políticas de Gestão de Risco	2 429	8,25%		
5. Resposta ao Risco	Resposta ao Risco	203	0,69%	0,69%	
6. Atividades de Controlo	Atividades de Controlo	35	0,12%	0,12%	
7. Informação e Comunicação	Informação e Comunicação	1 130	3,84%	3,84%	
8. Monitorização	Monitorização	18	0,06%	0,06%	
			9 115		30,94%

Fonte: Elaboração Própria

Em relação ao comportamento evidenciado pela divulgação de informação sobre práticas de ERM ao longo do período de análise, este é idêntico ao demonstrado pela variável “%DIV_ERM_PT”. A tabela 7 explicita os resultados obtidos. Genericamente, o ano de 2016 é o ano em o grau de divulgação de informação sobre práticas de ERM é mais substancial exibindo uma percentagem de divulgação na ordem do 34,06%. Já o

ano de 2006 apresenta-se como o ano de menor grau de divulgação de informação com cerca de 25,17 pontos percentuais.

A evolução favorável que se verificou ao longo dos diversos períodos é sinónimo das alterações introduzidas ao nível de governo das sociedades (incluindo controlo interno e praticas de gestão de risco) pelo FRC com o objetivo de proporcionar uma maior transparência e fiabilidade à informação objeto de divulgação.

Tabela 7: Divulgação de Informação sobre Práticas de ERM pelas empresas inglesas por ano

Componente \ Ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Divulgação Total Componente
1. Ambiente Interno	7,92%	8,33%	8,55%	8,66%	9,00%	9,11%	9,30%	9,45%	9,56%	9,63%	9,63%	9,01%
Estrutura Organizacional	0,90%	0,97%	1,19%	1,31%	1,38%	1,49%	1,49%	1,61%	1,68%	1,72%	1,72%	1,41%
Perspetiva de Gestão e Forma de Atuação	0,60%	0,67%	0,63%	0,63%	0,71%	0,71%	0,78%	0,78%	0,82%	0,86%	0,86%	0,73%
Integridade e valores éticos	1,42%	1,57%	1,49%	1,49%	1,57%	1,57%	1,64%	1,64%	1,64%	1,64%	1,64%	1,58%
Políticas e Procedimentos de Recursos Humanos	1,27%	1,38%	1,46%	1,46%	1,53%	1,53%	1,53%	1,53%	1,53%	1,53%	1,53%	1,48%
Conselho de Administração	3,73%	3,73%	3,77%	3,77%	3,81%	3,81%	3,85%	3,88%	3,88%	3,88%	3,88%	3,82%
2. Objetivos	1,34%	1,42%	1,57%	1,57%	1,87%	2,02%	2,09%	2,13%	2,13%	2,17%	2,17%	1,86%
3. Identificação de Acontecimentos/Eventos	0,52%	0,56%	0,63%	0,75%	0,86%	1,05%	1,12%	1,23%	1,23%	1,27%	1,27%	0,95%
4. Avaliação de Risco	12,02%	12,92%	13,63%	14,08%	14,53%	14,94%	15,05%	15,16%	15,24%	15,46%	15,50%	14,41%
Estrutura, Organização e Procedimentos	2,54%	2,76%	2,76%	2,88%	3,14%	3,32%	3,40%	3,40%	3,47%	3,55%	3,55%	3,16%
Técnicas de Identificação e Avaliação de Risco	2,84%	2,99%	2,99%	3,02%	3,02%	3,02%	3,02%	3,02%	3,02%	3,02%	3,06%	3,00%
Políticas de Gestão de Risco	6,65%	7,17%	7,88%	8,18%	8,36%	8,59%	8,63%	8,74%	8,74%	8,89%	8,89%	8,25%
5. Resposta ao Risco	0,26%	0,34%	0,37%	0,52%	0,67%	0,75%	0,75%	0,86%	0,97%	1,05%	1,05%	0,69%
6. Atividades de Controlo	0,07%	0,07%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,12%
7. Informação e Comunicação	3,02%	3,29%	3,55%	3,55%	3,96%	4,11%	4,11%	4,11%	4,14%	4,18%	4,18%	3,84%
8. Monitorização	0,00%	0,00%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,07%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,06%
	25,17%	26,92%	28,45%	29,28%	31,03%	32,11%	32,60%	33,20%	33,53%	34,02%	34,06%	30,94%

Em relação às componentes de ERM, os resultados sobre o grau de divulgação de informação sobre praticas de ERM enunciam, em todos os períodos, as componentes “avaliação de risco” e “ambiente interno” como as componentes de maior divulgação (por exemplo, 15,50% e 9,63%, respetivamente, no ano de 2016). Por outro lado, a componente de menor nível de divulgação é a componente “monitorização”. De todas as componentes do ERM analisadas esta componente é a única que nos anos de 2006 e 2007 não evidencia qualquer divulgação de informação neste âmbito.

Quando confrontada a informação sobre práticas de ERM divulgada pelos dois conjuntos de empresas e traduzidas nas variáveis “%DIV_ERM_PT” e “%DIV_ERM_UK” é possível aferir as seguintes conclusões:

- Apesar do número de observações possíveis a registar ser coincidente em ambos os conjuntos de empresas, verificou-se que, em termos de observações registadas, as empresas admitidas à negociação na LSE permitiram obter um maior volume de informação em matéria de práticas

de ERM comparativamente com as empresas admitidas à negociação na EL (9.115 observações das empresas da LSE para 6.436 observações para as empresas da EL);

- Em termos médios de divulgação, a divulgação média de informação sobre práticas de ERM praticada pelas empresas da LSE (30,94%) é superior em cerca de nove pontos percentuais quando comparada com a média de informação divulgada pelas empresas da EL (21,85%). Este facto verifica-se ao longo de todos os períodos de análise evidenciando uma tendência crescente e, deste modo, uma evolução favorável.
- Seguidamente, no que se refere à componente de maior divulgação, quer as empresas da EL, quer as empresas da LSE apresentam a componente “avaliação de risco” como sendo a componente de maior divulgação onde o item mais largamente divulgado é o que concerne às “políticas de risco”. No entanto, verificou-se que as empresas da LSE divulgam mais informação sobre “avaliação de risco” (14,41% para os 11,13% das empresas da EL) e, conseqüentemente, mais informação sobre “políticas de risco” (8,25% para 6,34% das empresas da EL);
- A segunda componente de maior divulgação é também ela idêntica, quer para as empresas da EL como para as empresas da LSE. Isto é, tanto as empresas da EL com as empresas da LSE apresentam a componente “ambiente interno” como a segunda componente de maior divulgação sendo o item mais divulgado o item de informação sobre o conselho de administração. Ora, mais uma vez, verifica-se que, mesmo assim, as empresas da LSE divulgam um maior volume de informação sobre o seu “ambiente interno” do que as empresas da EL (9,01% das empresas da LSE contra 6,27% das empresas da EL). Igualmente, a informação sobre o “conselho de administração é também ela superior nas empresas da LSE do que nas empresas da EL, ainda que de uma forma menos expressiva (3,82% nas empresas da LSE e 3,15% nas empresas da EL);
- Quanto ao menor grau de divulgação, a componente que evidencia esta situação é semelhante em ambas as empresas. As empresas da EL e as empresas da LSE evidenciam como componente de menor grau de divulgação a componente “monitorização” com percentagens de divulgação na ordem dos 0,20% e 0,06% respetivamente. Salienta-se o facto de as empresas da EL apresentarem, contrariamente ao evidenciado na generalidade das restantes componentes, um maior grau de divulgação no que se refere a atividades de monitorização do ERM.

Deste modo, as conclusões proporcionadas permitem referir que a informação divulgada sobre práticas de ERM pelas empresas da EL e empresas da LSE pode ainda ser objeto de uma ampla e extensa melhoria permitindo, portanto, conferir um maior conhecimento sobre as práticas de ERM adotadas pelas empresas destes dois países.

2.2.3. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

O trabalho de investigação realizado assumiu a natureza de um estudo exploratório tendo como finalidade fundamental proporcionar informação sobre o grau de divulgação sobre práticas de ERM, efetivamente conduzidas por empresas de cariz não financeiro e admitidas à negociação na EL e na LSE. Este estudo decorreu ao longo do período compreendido entre 2006 e 2016 e teve por base a construção de um índice de divulgação contendo as oito componentes de informação do ERM do COSO de 2004.

Da aplicação do índice de divulgação construído foi possível aferir algumas diferenças sobre o grau de divulgação praticado entre as empresas da EL e da LSE.

Em primeiro lugar, o índice de divulgação permitiu concluir que o grau médio de divulgação de práticas de ERM das empresas da LSE é superior ao grau médio colocado em prática pelas empresas da EL ao longo do período em análise (30,94% de grau médio de divulgação para as empresas da LSE e apenas de 21,85% para as empresas da EL). Esta divergência de valores (cerca de 9%) poderá ser justificada pelo facto de a regulação em matéria de governo das sociedades, nomeadamente ao nível do controlo interno e gestão de risco, no Reino Unido ter sido implementada no início da década de 90 (concretamente em 1992) enquanto em Portugal apenas surgiu em 1999 (Abraham e Cox, 2007; Albuquerque *et al.*, 2015; Fraser e Simkins, 2016).

Além disso, a amplitude do intervalo de variação entre o grau mínimo e o grau máximo de divulgação é maior na informação divulgada pelas empresas da EL do que pelas empresas da LSE (mínimo de 3,44% e máximo de 50,31% para as empresas da EL; mínimo de 5,21% e máximo de 51,63% para as empresas da LSE). A maior tradição em governo das sociedades do Reino Unido poderá ser fator justificativo deste resultado (Abraham e Cox, 2007; Albuquerque *et al.*, 2015; Fraser e Simkins, 2016).

Mais ainda, foi possível constatar ao longo do período de análise uma evolução positiva relativamente ao nível de divulgação sobre práticas de ERM, quer pelas empresas da EL, quer pelas empresas da LSE. Conclui-se, deste modo, que a tendência de aproximação entre a auditoria interna e o ERM, que a literatura vem evidenciando, pode ser confirmada pela evolução favorável demonstrada (Gramling e Myers, 2006;

Manab *et al.*, 2007; Castanheira *et al.*, 2010). Por outro lado, o argumento de que o ERM tem sido alvo de larga aceitação e adoção, também ele poderá ser motivo justificativo da evolução percebida (O'Donnell, 2005; Paape e Speklé, 2012).

Em segundo lugar, o índice de divulgação demonstrou que, tanto nas empresas da EL como nas empresas da LSE, a componente do ERM com maior grau de divulgação foi a referente à “avaliação de risco” (11,13% empresas da EL e 14,41% empresas da LSE) em que as “políticas de risco” constituíram-se como o item mais amplamente divulgado. Esta circunstância pode traduzir que, de facto, um dos principais objetivos das organizações seja, tal como evidenciado por Fatemi e Glaum (2000), a sua própria sobrevivência. Por contrapartida, a utilização corrente de instrumentos derivados para cobertura de risco que os estudos de Levich *et al.* (1999), Fatemi e Glaum (2000), e Rao e Gutierrez (2010) referem foi evidenciada pelas empresas analisadas e traduzida nas suas “políticas de risco”.

O índice permitiu também averiguar que o “ambiente interno” foi a segunda componente do ERM com mais divulgação por parte das empresas da EL e da LSE (6,27% empresas da EL e 9,01% empresas da LSE) sendo a informação sobre o “conselho de administração” a mais divulgada. Neste contexto, o acolhimento das recomendações emitidas pela LSE e pelo FRC do Reino Unido e as recomendações emitidas pela EL e pela CMVM em Portugal sobre a informação a divulgar sobre os conselhos de administração poderá ser motivo justificativo da evidência deste item de divulgação.

Por último, a componente do ERM de menor divulgação evidenciada pelo índice de divulgação foi a componente “monitorização” em ambas as empresas (0,20% empresas da EL; 0,06% empresas da LSE). A dificuldade de implementação de um sistema de monitorização eficaz poderá justificar este nível reduzido de divulgação de informação (COSO, 2004).

CONCLUSÃO

O estudo exploratório concretizado apresentou como finalidade evidenciar o grau de divulgação de informação sobre práticas de ERM, de empresas não financeiras, admitidas à negociação na EL e na LSE e que, a 31 de dezembro de 2014, apresentavam maior capitalização bolsista. A análise efetuada foi conduzida com recurso aos relatórios anuais publicados ao longo do período compreendido entre 2006 e 2016.

Os resultados obtidos, através da utilização de um índice de divulgação composto por oito componentes de informação a divulgar de acordo com o *framework* ERM do COSO de 2004, permitiram concluir que o nível de informação divulgada sobre práticas de ERM conduzidas pelas empresas da EL e pelas empresas da LSE pode ser amplamente objeto de melhoria uma vez que este se apresenta na ordem dos 30,94% quando se trata de empresas da LSE e de 21,85% quando estamos perante as empresas da EL. Salienta-se, contudo, que ao longo do período analisado, o nível de divulgação de informação apresentou uma evolução crescente ao longo dos anos.

A evolução favorável ao longo do período pode ser justificada quer pelo facto do período analisado incluir períodos de crise económica e financeira, quer pela tendência e preocupação crescente a nível europeu e internacional, de incorporação nas organizações de um conjunto consistente de boas práticas de governo das sociedades. No que concerne à crise económica e financeira, as organizações têm tendencialmente maior predisposição para divulgação voluntária de informação por forma a garantir a sua credibilidade junto dos diversos *stakeholders* (Ntim *et al.*, 2013; Abraham e Shrives, 2014 citados por Zéghal e Aoun, 2016).

Por contrapartida, a própria crise económica e financeira e os escândalos dela decorrentes impulsionaram os organismos reguladores dos mercados regulamentados a implementar e/ou aperfeiçoar regras, processos e procedimentos de boas práticas de gestão, dentro das organizações de modo a que estas fossem capazes de demonstrar sistemas de controlo interno mais eficazes e processos de gestão de risco mais abrangentes e consistentes, devidamente alinhados com a estratégia organizacional.

Além disso, a maior tradição em matérias de governo das sociedades do Reino Unido pode eventualmente justificar o maior grau de informação divulgada sobre práticas de ERM (Abraham e Cox, 2007; Albuquerque *et al.*, 2015; Fraser e Simkins, 2016). Por último, os resultados evidenciaram ainda que a componente do ERM sobre “avaliação de risco” foi a componente mais divulgada, tanto pelas empresas da EL como

pelas empresas da LSE o que poderá demonstrar a aceitação e adoção quer do ERM do COSO (O'Donnell, 2005; Paape e Speklé, 2012), quer das recomendações emitidas pela CMVM e IPCG, em Portugal, e pelo FRC e pela LSE no Reino Unido.

No entanto, e porque se trata de um estudo de carácter exploratório, salienta-se a existência de algumas limitações, nomeadamente, ao nível da dimensão da amostra, pois, o número de empresas não financeiras admitidas à negociação na EL é francamente mais reduzido que as admitidas à negociação na LSE. Além disso, o quadro conceptual utilizado na condução do estudo exploratório foi o ERM do COSO de 2004 que, à data de hoje, já foi objeto de revisão (junho de 2017).

Por último, e no que se refere às contribuições do estudo realizado, salienta-se a compreensão percebida ao nível do grau de divulgação de informação sobre práticas de ERM realizado pelas empresas da EL e da LSE. Mais ainda, foi possível perceber quais as semelhanças e diferenças encontradas ao nível de divulgação de práticas de ERM em Portugal e no Reino Unido.

A título de investigação futura, sugere-se a realização de um estudo complementar que permita compreender quais os incentivos que as empresas da EL e as empresas da LSE poderão ter na divulgação de informação em matéria de práticas de ERM e, conseqüentemente, em matéria de governo das sociedades.

APÊNDICE 1: ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE PRÁTICAS DE ERM

1. Ambiente Interno

1.1. Estrutura organizacional

- ✓ Definição de áreas chave de responsabilidade e responsabilização
- ✓ Existência de linhas de relato específicas
- ✓ Existência de protocolos de autorização
- ✓ Corresponde à dimensão e à natureza das suas atividades
- ✓ A estrutura organizacional possibilita um eficaz ERM

1.2. Perspetiva de gestão e forma de atuação

- ✓ Gestão é reflexo dos valores da organização, influenciando a sua cultura e modo de operar
- ✓ Influência sobre a aplicação do ERM
- ✓ Conhecimento pelos RH da perspetiva de gestão adotada

1.3. Integridade e valores éticos

- ✓ Menção à atuação da organização, evidenciando integridade e respeito por valores éticos
- ✓ Existência e aplicação de um código de conduta no que se refere a integridade e valores éticos

1.4. Recursos Humanos - políticas e procedimentos

- ✓ Adequação das capacidades dos RH às tarefas a desenvolver
- ✓ Existência de procedimentos padrão de contratação, avaliação, promoção, compensação, etc., com base em valores íntegros e de competência
- ✓ Existência de ações disciplinares para comportamentos incorretos
- ✓ Conhecimento pelos RH de como as suas ações intervêm e contribuem para o alcançar dos objetivos

1.5. Conselho de Administração

- ✓ Composição do Conselho de Administração
- ✓ Menção / Identificação do grau de independência do CA
- ✓ Descrição das funções desempenhadas (exceto fiscalização do ERM)
- ✓ Função de fiscalização do ERM
- ✓ Conhecimento e concordância com o grau de exposição ao risco da organização

2. Objetivos

- ✓ Definição de objetivos estratégicos que coincidem e consubstanciam a missão/visão da organização
- ✓ Existência de uma escala de objetivos (gerais desdobram-se em específicos, etc.)
- ✓ Comunicação e compreensão dos objetivos desde a base até ao topo da organização

- ✓ Mensuração e avaliação dos objetivos definidos
- ✓ Reflexo de escolhas estratégicas de gestão por forma a criar valor para o *stakeholder*

3. Identificação de Acontecimentos/Eventos

- ✓ A avaliação de risco considera tanto acontecimentos esperados como inesperados
- ✓ Estratégia da organização incorpora o grau de exposição ao risco
- ✓ O grau de exposição ao risco determina a alocação de recursos
- ✓ Adequação do grau de exposição ao risco à organização, processos, infraestrutura e RH
- ✓ Análise custo-benefício, assim como de novas oportunidades

4. Avaliação de Risco

4.1. Estrutura, Organização e Procedimentos

- ✓ Descrição do âmbito e dos objetivos da Gestão de Risco
- ✓ Estrutura organizacional responsável pela GR
- ✓ Existência de um diretor de risco (*Chief Risk Officer*)
- ✓ Envolvimento da administração na GR
- ✓ Separação entre GR e auditoria interna
- ✓ Alinhamento da GR com os valores e a cultura da organização e o seu modo de operar

4.2. Técnicas de Identificação e Avaliação de Risco

- ✓ Conceitos utilizados na mensuração do grau de risco
- ✓ Descrição dos riscos aceites e sua forma de gestão
- ✓ Menção de técnicas utilizadas para identificação e avaliação dos riscos
- ✓ Combinação de técnicas quantitativas e qualitativas para avaliar o risco

4.3. Políticas de gestão de risco

4.3.1. Risco Financeiro (*risco de crédito, risco de liquidez*)

- ✓ Utilização de instrumentos derivados para cobertura de risco
- ✓ Diversificação das fontes de financiamento
- ✓ Negociação dos financiamentos com instituições bancárias
- ✓ Negociação dos passivos decorrentes de impostos com o Estado
- ✓ Ajustamento dos preços de venda e contratação de seguros de crédito
- ✓ Análise retorno-risco (*earnings-at-risk*)

4.3.2. Risco de Mercado (*inclui risco de taxa de juro e risco de taxa de câmbio*)

- ✓ Utilização de instrumentos derivados para cobertura de riscos, nomeadamente ao nível do risco de taxa de juro e de taxa de câmbio
- ✓ Diversificação da atividade e reposicionamento da organização no mercado
- ✓ Diversificação geográfica
- ✓ Entrada em novos mercados
- ✓ Desenvolvimento de novos produtos
- ✓ Antecipação e resposta com prontidão a acontecimentos adversos
- ✓ Redução de custos decorrentes de uma elevada competitividade

- ✓ Promover relações com fornecedores estratégicos de modo a garantir fornecimentos
- ✓ Pesquisa de recursos naturais de elevada qualidade
- ✓ Proporcionar serviços de valor acrescentado aos clientes
- ✓ Desenvolvimento e promoção da fidelização do cliente
- ✓ Recursos humanos enérgicos, competentes e altamente motivados
- ✓ Relato de vendas e planeamento do merchandising segundo um sistema de informação fiável

4.3.3. *Risco Operacional*

- ✓ Reestruturação da atividade de modo gerir mais eficazmente a qualidade, os processos e os custos
- ✓ Implementação de um sistema integrado de informação
- ✓ Desenvolvimento de um plano operacional de resposta a acontecimentos adversos
- ✓ Diversificação de receitas correntes
- ✓ Contratação e manutenção de RH qualificados
- ✓ Envolvimento dos RH na identificação de riscos e no desenvolvimento de sistemas de controlo

4.3.4. *Risco Político*

- ✓ Realização de parcerias conjuntas com organizações locais
- ✓ Financiamento das operações externas envolvendo sindicatos bancários internacionais
- ✓ Adoção de estratégias sensíveis a mudanças nas condições políticas e económicas
- ✓ Contratação de um seguro de risco político
- ✓ Análise cuidada das condições políticas e sociais antes de efetuar um investimento

4.3.5. *Risco Tecnológico*

- ✓ Adoção e benefício de novas tecnologias
- ✓ Contratação de profissionais altamente qualificados
- ✓ Suporte e desenvolvimento de um leque diversificado de produtos

4.3.6. *Risco Ambiental*

- ✓ Implementação de procedimentos internos de manuseamento de substâncias sensíveis para o ambiente
- ✓ Conhecimento normas nacionais e internacionais em termos de proteção ambiental
- ✓ Sensibilização e "treino" dos recursos humanos para a sustentabilidade ambiental
- ✓ Fomentar a participação de clientes e fornecedores
- ✓ Desenvolvimento de atividades de reciclagem e uso sustentável dos recursos naturais

5. **Resposta ao Risco**

- ✓ Perspetiva global do risco
- ✓ Resposta considera entre evitar, reduzir, partilhar ou aceitar o risco
- ✓ Avaliação da resposta ao risco segundo o grau de tolerância ao risco da organização
- ✓ Avaliação da resposta ao risco considera efeitos na probabilidade de ocorrência e no impacto em toda a organização

6. Atividades de Controlo

- ✓ Avaliação das atividades de controlo de acordo com as diretivas da gestão considerando o grau de exposição ao risco e os objetivos estabelecidos
- ✓ Identificação de atividades de controlo que garantam que a resposta ao risco é adequada e atempada
- ✓ Seleção das atividades de controlo considera as possíveis interações entre elas
- ✓ Tipos de atividades de controlo preventivas, de deteção, manuais ou computadorizadas e controlos de gestão
- ✓ Implementação cuidadosa e consistente de políticas e procedimentos de atividades de controlo
- ✓ Falhas detetadas são objeto de medidas corretivas
- ✓ Separação das atividades de controlo por área de negócio

7. Informação e Comunicação

- ✓ Identificação de fontes internas e externas de informação
- ✓ Adequação do sistema de informação aos objetivos da organização
- ✓ Utilização de dados históricos e dados correntes para um eficaz ERM
- ✓ Informação oportuna e tempestiva que possibilita uma eficaz tomada de decisão
- ✓ Comunicação do ERM desde o topo até à base
- ✓ Existência de um canal externo de comunicação em que clientes e fornecedores participam
- ✓ Sistema de relato regular entre a gestão de topo e o conselho de administração
- ✓ Divulgação regular de informação a reguladores, analistas financeiros e outras entidades externas
- ✓ Frequência do relato sobre gestão de risco
- ✓ Menção ao relato do gestor de risco para a administração

8. Monitorização

- ✓ Avaliação contínua da eficácia e eficiência do ERM
- ✓ Avaliação do design do ERM e dos resultados obtidos de acordo com os objetivos pré-estabelecidos
- ✓ Reavaliação de eventuais procedimentos defeituosos e aplicação de medidas corretivas
- ✓ Relato à administração das falhas identificadas que podem condicionar a estratégia da organização
- ✓ Definição de protocolos de relato de informação para uma tomada de decisão eficaz

***ENSAIO 3: DETERMINANTES DA DIVULGAÇÃO DE
INFORMAÇÃO SOBRE PRÁTICAS DE ENTERPRISE
RISK MANAGEMENT: EVIDÊNCIA DAS EMPRESAS
ADMITIDAS À NEGOCIAÇÃO EM PORTUGAL E NO
REINO UNIDO***

INTRODUÇÃO

A percepção sobre a natureza do risco, a arte e ciência da escolha, assume a questão central da economia moderna (COSO, 2017a). Todas as escolhas feitas na prossecução dos objetivos acarretam riscos. Desde as mais simples decisões operacionais do dia-a-dia até aos *trade-offs* essenciais das administrações das organizações, a gestão do risco é parte integrante da tomada de decisão.

Neste sentido, verifica-se ao longo das últimas décadas uma tendência crescente de interesse na gestão de risco (Paape e Speklé, 2012). O próprio *World Economic Forum* (2016:8) salientou a “crescente volatilidade, complexidade e ambiguidade do mundo” atual em que as organizações enfrentam desafios que têm impacto sobre a fiabilidade, relevância e veracidade das suas operações (COSO, 2017a). Denota-se, pois, um maior envolvimento por parte dos *stakeholders* que, por um lado, procuram um incremento do nível de transparência e *accountability* de forma a limitar o risco e, ao mesmo tempo, realizam uma avaliação crítica da gestão no que se refere à criação de oportunidades (Paape e Speklé, 2012; COSO, 2017a).

Ora, é na sequência desta crescente onda de expetativas que o *framework Enterprise Risk Management* (ERM) do *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO) ganhou ênfase e especial relevância como uma ferramenta capaz de dar resposta aos novos desafios da gestão de risco (Hoyt e Liebenberg, 2011; Pagach e Warr, 2011; Paape e Speklé, 2012; Lechner e Gatzert, 2017).

O ERM distingue-se, portanto, da gestão de riscos tradicional na medida em que se define como uma perspetiva holística e integrada da gestão de riscos, na qual, os riscos de natureza estratégica, operacional, relato e *compliance* são abordados em simultâneo (Liebenberg e Hoyt, 2003; COSO, 2004; Beasley *et al.*, 2005; Razali e Tahir, 2011; Golshan e Rasid, 2012; Paape e Speklé, 2012; Bertinetti *et al.*, 2013; Bromiley *et al.*, 2015; Niralia, 2015). Por outro lado, o ERM assume como propósito fundamental a proteção e maximização de valor para o *stakeholder* (COSO, 2004; 2017a). Além disso, a filosofia inerente ao ERM defende que a maximização de valor é alcançada quando a organização define, quer a estratégia, quer os objetivos por forma a conseguir, em primeiro lugar, um equilíbrio ideal entre crescimento, retorno e riscos associados e, em segundo lugar, uma eficiente e eficaz alocação de recursos no prosseguimento dos objetivos (COSO, 2004; 2017a).

De acordo com Lechner e Gatzert (2017) a literatura sobre ERM, documenta, essencialmente, três tipos de investigação (Lechner e Gatzert, 2017): (1) análise do grau de implementação do ERM através da utilização de questionários ou entrevistas (como por exemplo Daud *et al.*, 2010; Yazid *et al.*, 2011); (2) determinantes do ERM (Liebenberg e Hoyt, 2003; Beasley *et al.*, 2005; Hoyt e Liebenberg, 2008, 2011; Pagach e Warr, 2011; Razali *et al.*, 2011; Golshan e Rasid, 2012); e, por último, (3) *value relevance* ao nível da criação de valor para o acionista pelo ERM (Lim e Tan, 2007; Hoyt e Liebenberg, 2008, 2011; McShane *et al.*, 2010; Pagach e Warr, 2010; Eckles *et al.*, 2011; Ntim *et al.*, 2012a).

No entanto, esta literatura está focalizada em setores de atividade específicos (por exemplo, setor segurador como é o caso de Hoyt e Liebenberg (2008, 2011), ou áreas geográficas específicas (por exemplo, Estados Unidos da América - Beasley *et al.*, 2005; Hoyt e Liebenberg, 2008, 2011; Pagach e Warr, 2011; ou Malásia - Razali *et al.*, 2011; Golshan e Rasid, 2012). Deste modo, tal como referem Lechner e Gatzert (2017), a generalização dos resultados deve ser limitada às indústrias e áreas geográficas estudadas, pelo que há necessidade de alargar o estudo da divulgação de informação de ERM a outros contextos igualmente relevantes de forma a compreender os seus diversos impactos

De forma a tentar preencher este vazio de investigação, o presente estudo empírico visa aferir quais os incentivos que conduzem à divulgação de informação sobre ERM por parte das empresas não financeiras admitidas à negociação na *Euronext Lisbon* (EL) e na *London Stock Exchange* (LSE), entre 2006 e 2016, e que, em 31 de dezembro de 2014, apresentavam maior capitalização bolsista.

Neste sentido, é finalidade deste estudo empírico contribuir para a perceção dos diversos incentivos implícitos à divulgação de informação sobre ERM que se colocam às empresas admitidas à negociação na EL e na LSE na condução das suas práticas de governo das sociedades (Tonello, 2007; Beasley *et al.*, 2011) e na manutenção de uma vantagem competitiva de longo prazo (Nocco e Stulz, 2006). Por outro lado, Elbannan (2009) e Ntim *et al.* (2012a) reforçam o argumento de que a divulgação de informação sobre práticas de governo das sociedades proporciona um aumento no valor da empresa, trazendo transparência ao mercado.

Assim, e de modo a cumprir os objetivos propostos, este trabalho de investigação encontra-se estruturado em dois pontos, sendo o primeiro destinado a uma revisão de literatura e o segundo relativo ao estudo empírico propriamente dito.

Por último, são apresentadas as principais conclusões deste trabalho de investigação, assim como quer as principais limitações do estudo empírico realizado, quer propostas para investigação futura.

1. REVISÃO DE LITERATURA

O risco é um fenómeno que, quer por definição, quer pela sua natureza, não pode ser eliminado (Golshan e Rasid, 2012; Rasid *et al.*, 2017). Apesar da utilização indiscriminada dos conceitos de “risco” e “incerteza”, estes representam situações distintas. A incerteza está associada à dúvida existente quanto à concretização de um dado acontecimento no futuro enquanto o risco representa o grau dessa mesma incerteza (Golshan e Rasid, 2012; Rasid *et al.*, 2017). A gestão de risco assume-se, pois, como o processo de identificação dos principais riscos com o intuito de proporcionar consistentes e compreensíveis medidas que possibilitem a sua eficaz gestão (D’Arcy, 2001; Ping e Muthuveloo, 2015). Ora e em consequência da instabilidade financeira das últimas décadas, o paradigma da gestão de risco mudou (Golshan e Rasid, 2012; Quon *et al.*, 2012; Ping e Muthuveloo, 2015; Rasid *et al.*, 2017; Soliman e Adam, 2017) emergindo, pois, uma nova filosofia. Denominada de “*Enterprise Risk Management*” e lançada pelo COSO, surgiu, em 2004, uma forma irreverente e inovadora de proceder à gestão de risco onde diversos métodos e técnicas são utilizados para gerir o risco de forma holística e integrada (Liebenberg e Hoyt, 2003; COSO, 2004; Beasley *et al.*, 2005; Razali e Tahir, 2011; Golshan e Rasid, 2012; Paape e Speklé, 2012; Bertinetti *et al.*, 2013; Bromiley *et al.*, 2015; Niralia, 2015), mas também, e em simultâneo, com o intuito de evidenciar as diversas oportunidades que dele podem resultar (Rasid *et al.*, 2017). O ERM enquanto disciplina de gestão de risco tem sido alvo de um interesse e de atenção internacional sem precedentes (Soliman e Adam, 2017). Aliás, Paape e Speklé (2012) referem que a ideia do ERM como uma componente fundamental de uma gestão eficaz tem adquirido uma ampla aceitação.

Tal como o ERM, também o governo das sociedades tem vindo a assumir um papel bastante pertinente nos últimos anos devido, essencialmente, aos vários escândalos financeiros verificados em diferentes países (Hassan *et al.*, 2017). Mais, quer Quon *et al.* (2012), quer Maingot *et al.* (2012) salientam que estes escândalos financeiros foram originados por uma fraca gestão de risco e um *governo das sociedades* ineficaz. Neste sentido, os autores argumentam que o governo das sociedades e a gestão de risco, via ERM, são elementos interdependentes sendo necessário o seu alinhamento para que seja possível às organizações alcançar os seus objetivos de longo prazo.

Além disso, Maingot *et al.* (2012) referem ainda que o ERM é, pois, uma componente do *governo das sociedades*. Tanto o governo das sociedades como a criação de valor para o *acionista* assumem-se como os principais motivos de adoção e

implementação do ERM por parte das organizações (Bowling e Rieger, 2005 citados por Maingot *et al.*, 2012).

Como resposta à instabilidade financeira verificada um pouco por todo o mundo, foram introduzidos em diversos países vários regulamentos cuja finalidade seria acrescentar novas melhorias ao nível das práticas de governo das sociedades (Courteau *et al.*, 2017; Hassan *et al.*, 2017).

Em Portugal, a regulamentação em matéria de *governo das sociedades* encontra-se distribuída por dois sistemas normativos específicos: (1) o Código das Sociedades Comerciais (CSC) de aplicação genérica à totalidade das sociedades comerciais; e (2) o Código de Governo das Sociedades (CGS)⁸, publicado pelo Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), cujo âmbito de aplicação se destina às sociedades com valores mobiliários admitidos à negociação na EL. De acordo com Dias *et al.* (2017), o CSC detalha a composição, competência e poder das administrações das sociedades; descreve modelos de supervisão e questões relativas à independência; e enumera os direitos e as obrigações associadas à participação dos *acionistas*. Por contrapartida, o CGS do IPCG enuncia que “tendo por base a estratégia de médio e longo prazo, a sociedade deverá instituir um sistema de gestão e controlo de risco e de auditoria interna que permita antecipar e minimizar os riscos inerentes à atividade desenvolvida.” (CGS, 2018: 19).

Por sua vez, no Reino Unido a regulamentação em matéria de *governo das sociedades* encontra-se refletida no “*The UK Corporate Governance Code*”⁹ publicado pelo *Financial Reporting Council* (FRC) em 2016 (versão atual). De acordo com o FRC (2018) o código estabelece padrões de boas práticas no que diz respeito à liderança, eficácia, remuneração, *accountability* das administrações das sociedades no seu relacionamento com os *acionistas*. O Código, contém, portanto, princípios de natureza genérica e disposições mais específicas consagrando a obrigatoriedade de divulgação

⁸ Procede à substituição, a partir de janeiro de 2018, do Código dos Valores Mobiliários (CVM) emitido pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e que vigorou entre março de 2000 e 31 de dezembro de 2017.

⁹ Segundo o FRC (2017) o *Combined Code of Corporate Governance* emitido em 1998 pela *London Stock Exchange* (LSE) foi revisto algumas vezes por forma a aperfeiçoar a divulgação de informação em matéria de governo das sociedades e acolher novas regulamentações europeias neste âmbito. Atualmente, o *Combined Code* denomina-se “*The UK Corporate Governance Code*” está sob alçada do FRC tendo sido a última versão publicada em 2016. Este mesmo código encontra-se, à data de hoje, em pleno momento de nova revisão e discussão pública. Prevê-se, portanto, uma nova alteração e republicação do código ao longo de 2018.

do grau de cumprimento pelas sociedades a ele sujeitas no relatório e contas anual (FRC, 2018).

Ora, é possível verificar consistência de práticas de *governo das sociedades* entre Portugal e o Reino Unido no que se refere à regulamentação introduzida neste âmbito. Ambos os países demonstram preocupações ao nível da composição, remuneração, independência e supervisão das administrações das sociedades. Mais ainda, ambos os códigos de *governo das sociedades* salientam a importância de implementação de um sistema de controlo interno e de gestão de riscos que proporcione uma resposta eficaz aos riscos que as sociedades enfrentam. É possível, portanto, subentender que os códigos de *governo das sociedades*, implicitamente, evidenciam a relação existente entre as práticas de *governo das sociedades* e o ERM.

1.1. REFERENCIAL TEÓRICO

Apesar do crescente interesse que o ERM e o governo das sociedades têm vindo a despertar (Hoyt e Liebenberg, 2011; Pagach e Warr, 2011; Maingot *et al.*, 2012; Paape e Speklé, 2012; Quon *et al.*, 2012; Hassan *et al.*, 2017; Lechner e Gatzert, 2017) ainda não se assistiu na literatura à definição de um *framework* teórico de aplicação uniforme e abrangente (Deegan, 2002; Raj e Handley-Schachler, 2009 citados por Ntim *et al.*, 2013). Os estudos existentes tendem a confiar nas diferentes teorias sociopolíticas (como por exemplo, teoria institucional e teoria da legitimidade) e económicas (teoria da agência, por exemplo). Estas teorias são, habitualmente, úteis para explicar as motivações associadas à divulgação de informação sobre risco. No entanto, quando aquilo que se pretende é explicar as diferentes motivações para as diferentes práticas de divulgação de informação sobre risco, tanto as teorias sociopolíticas, como as teorias económicas veem limitadas as suas capacidades ou poder explicativo (Oliveira *et al.*, 2011a; Ntim *et al.*, 2013).

Em relação à teoria da agência, esta define a organização como um conjunto de contratos cujo intuito é o de maximizar os interesses dos diversos agentes económicos que operam em mercados eficientes (Morris, 1987; Jensen e Meckling, 1976; Major e Vieira, 2009).

Neste sentido, Cabedo e Tirado (2004) e Greco (2012) citados por Ntim *et al.* (2013) consideram que a divulgação de informação sobre risco pode, por exemplo, ser relevante para os investidores na sua tomada de decisão de investimento, rendibilidade e apetência ao risco através da redução da assimetria de informação entre *stakeholders*

financeiros (Ntim *et al.*, 2013; Zéghal e Aoun, 2016). Além disso, Haron *et al.* (2010) consideram que as divulgações ao nível do sistema de controlo interno de uma organização, quando percebidas pelos acionistas como credíveis e relevantes, servem como mecanismo de supervisão, minimizando, deste modo, os problemas de agência. Por sua vez, Dia e Zéghal (2008) mencionam que a divulgação, pela gestão, de informação a título voluntário sobre práticas de gestão de risco, diminui a assimetria informacional entre gestores e os detentores do poder de decisão (ou acionistas) externos à organização.

Quanto à teoria da legitimidade e à teoria institucional, ambas salientam a capacidade da organização em adquirir aceitação social (Deegan, 2002; Chen e Roberts, 2010 citados por Ntim *et al.*, 2013). A teoria da legitimidade considera que uma determinada organização adquire legitimidade se estiver em conformidade com os termos do contrato social (Asforth e Gibs, 1990; Suchman, 1995 citados por Ntim *et al.*, 2013). Além disso, é difícil dissociar a legitimidade do direito de operar na medida em que ambos seguem lado a lado e, portanto, são inseparáveis. Por contrapartida, a teoria institucional salienta que as organizações tendem a incorporar normas e regras externas no desenvolvimento da sua atividade por forma a ganhar legitimidade (DiMaggio e Powell, 1983; Ntim *et al.*, 2013). Assim, Ntim *et al.* (2013) e Oliveira *et al.* (2011b) argumentam que as organizações podem conseguir aceitação social e legitimidade se desenvolverem práticas voluntárias de divulgação de informação, no caso em concreto sobre ERM e, em consequência, sobre governo das sociedades.

Edkins (2009) e Raj e Handley-Schachler (2009) citados por Ntim *et al.* (2013) argumentam que, apesar de se atribuir utilidade a estas teorias no que se refere à explicação das motivações de divulgação de informação sobre risco, estas apresentam alguns pontos menos positivos relacionados com a identificação dos *stakeholders* organizacionais, sendo dada prioridade aos *stakeholders* financeiros, e com a limitada capacidade de prever e explicar os comportamentos da gestão.

1.2. DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

O presente estudo empírico tem como finalidade evidenciar quais os fatores explicativos da divulgação de informação sobre ERM das empresas não financeiras cotadas na EL e da LSE. Neste sentido, é possível referir que o trabalho de investigação aqui desenvolvido vai ao encontro dos estudos empíricos enunciados pela literatura e que procuram identificar quais as determinantes do ERM (por exemplo: Liebenberg e Hoyt, 2003; Beasley *et al.*, 2005; Hoyt e Liebenberg, 2008, 2011; Pagach e Warr, 2011;

Razali *et al.*, 2011; Golshan e Rasid, 2012). No entanto, este trabalho de investigação diferencia-se dos anteriores uma vez que congrega na mesma amostra empresas não financeiras de dois países distintos com tradições diferentes ao nível de práticas de governo das sociedades (Ball *et al.*, 2000; Meek & Thomas, 2004) e que, portanto, demonstram características específicas no que se refere à divulgação de informação sobre ERM. Deste modo, e porque a literatura vem evidenciando uma afinidade entre o governo das sociedades, o sistema de controlo interno e as práticas de gestão de risco de uma organização (Gramling e Myers, 2006; Gramling *et al.*, 2013), faz todo o sentido analisar a divulgação de informação sobre práticas de ERM enquanto mecanismo de governo das sociedades.

Ora, foi com recurso a indicadores associados à estrutura organizativa da organização (comissão de risco; reuniões da comissão de auditoria; independência da comissão de auditoria; e auditor externo big4), às características do conselho de administração (diversidade de género do conselho de administração; reuniões do conselho de administração; independência do conselho de administração; remunerações pagas ao conselho de administração; e dualidade entre CEO e *Chairman* do conselho de administração); e, por último, à estrutura acionista que procedemos à análise dos incentivos em matéria de divulgação de informação sobre práticas de ERM. Além disso, e à semelhança dos estudos anteriores, foram também incluídos indicadores referentes às características genéricas das organizações, tais como dimensão, rentabilidade, alavancagem financeira, idade da empresa, nível de internacionalização, setor de atividade, país e ano.

1.2.1. INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Relativamente às características de governo das sociedades uma das que apresenta maior importância e maior destaque é a independência do conselho de administração (CA) (Dias *et al.*, 2017; Hassan *et al.*, 2017). De acordo com a teoria da agência a presença de administradores independentes no CA é vista como uma importante estrutura de governo das sociedades, não só para resolução de importantes problemas de agência entre gestores e acionistas, mas também para assegurar os interesses de outros *stakeholders*, tais como empregados e organizações locais (Lindsley e Shrivies, 2006; Oliveira *et al.*, 2011a; Ntim *et al.*, 2013). Além disso, Oliveira *et al.* (2011a) salientam que estes administradores têm uma motivação maior para garantir um maior grau de divulgação de informação pois poderá estar em causa a sua reputação pessoal. Por sua vez, a teoria da legitimidade argumenta que a existência de

administradores independentes pode representar uma tentativa por parte da organização em tentar obter legitimidade demonstrando uma ligação entre os valores corporativos e os valores sociais (Ntim *et al.*, 2013).

Em matéria de estudos empíricos que avaliaram o poder explicativo desta característica de governo das sociedades, a literatura é consensual. Estudos conduzidos por Oliveira *et al.* (2011a), Golshan e Rasid (2012), Ntim *et al.* (2013), Elshandidy e Neri (2015), Seamer *et al.* (2015), Zéghal e Aoun (2016), Dias *et al.* (2017), Hassan *et al.* (2017) e Oliveira *et al.* (2018) demonstram uma associação positiva entre o grau de divulgação de informação praticado e a proporção de administradores independentes do CA das entidades avaliadas. No entanto, apenas os estudos empíricos de Golshan e Rasid (2012) e Dias *et al.* (2017) referenciam que esta associação positiva não possui significância. Assim, na sequência dos estudos referidos anteriormente, a primeira hipótese é:

H₁: Existe uma associação positiva entre a divulgação de informação sobre ERM e o grau de independência dos membros do conselho de administração.

1.2.2. DUALIDADE ENTRE CEO E CHAIRMAN DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Ntim *et al.* (2013) salientam a estrutura de liderança de uma organização como um elemento importante de governo das sociedades. Vo (2010) citado por Dias *et al.* (2017) argumentam que a dualidade é benéfica à organização dado que proporciona uma estrutura de comando unificada e uma liderança consistente aumentando, portanto, a tomada de decisão, a rápida implementação de decisões operacionais e mesmo até a *performance* da organização. Tanto a teoria da agência como a teoria da legitimidade e a teoria institucional defendem que a segregação de funções entre o CEO e o *Chairman* do CA pode proporcionar um efeito positivo quer sobre a *performance* da organização, quer sobre a prática de divulgação de informação. Além disso, a teoria da agência sugere também que esta separação entre a pessoa do CEO e do *Chairman* do CA pode elevar substancialmente a capacidade do CA no exercício da sua função de supervisão e disciplina dos administradores através de uma melhoria das características de independência e *accountability* do CA o que, por sua vez, tem um impacto positivo na divulgação de informação sobre risco (Ntim *et al.*, 2013; Seamer *et al.*, 2015; Hassan *et al.*, 2017). Por sua vez, as teorias da legitimidade e institucional argumentam que esta segregação de funções aliada à experiência e capacidades dos executivos pode ser

uma forma de legitimação da organização (Henry, 2008; Bozec e Bozec, 2012 citados por Ntim *et al.*, 2013).

Ora, é neste contexto que os estudos empíricos de Ntim *et al.* (2013), Elshandidy e Neri (2015), Seamer *et al.* (2015), Zéghal e Aoun (2016) e Dias *et al.* (2017) referem a existência de uma associação positiva entre o grau de divulgação de informação praticado e a dualidade entre CEO e Chairman do CA. Apenas Ntim *et al.* (2013) não encontrou significância nesta associação. Já Hassan *et al.* (2017) evidenciaram uma associação negativa e marginalmente significativa entre a dualidade do CEO e do *Chairman* do CA e a eficácia da comissão de auditoria. Em linha com os estudos de Ntim *et al.* (2013), Elshandidy e Neri (2015), Seamer *et al.* (2015), Zéghal e Aoun (2016) e Dias *et al.* (2017), a segunda hipótese é:

H₂: Existe uma associação positiva entre a divulgação de informação sobre ERM e a segregação de funções entre CEO e *Chairman* do conselho de administração.

1.2.3. DIVERSIDADE DE GÉNERO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Segundo Julizaerma e Sori (2012) citados por Ahmad *et al.* (2015), a diversidade de género constitui-se como um processo de determinação das diversas características e aptidões de homens e mulheres que podem favorecer a organização. À luz da teoria da agência a diversidade de género é vista como uma forma de aprimorar a independência dos membros do CA, assim como permite melhorar a sua tarefa de supervisão (Cabedo e Tirado, 2004; Elzahar e Hussainey, 2012 citados por Ntim *et al.*, 2013). Por sua vez, a teoria da legitimidade e a teoria institucional consideram que a diversidade de género do CA pode representar um modo de aumentar a legitimidade da organização perante o meio onde opera (Ntim *et al.*, 2013). Os estudos empíricos de Ntim *et al.* (2012b), Ntim e Soobaroyen (2012), Ntim *et al.* (2013) e Ahmad *et al.* (2015) procuraram avaliar o efeito da diversidade de género sobre a divulgação de informação voluntária. Os autores concluíram a existência de uma associação positiva neste âmbito. Deste modo, CA com maior diversidade de género tenderiam a divulgar um maior volume de informação. Assim, a terceira hipótese é:

H₃: Existe uma associação positiva entre a divulgação de informação sobre ERM e a diversidade de género do conselho de administração.

1.2.4. REUNIÕES DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

As reuniões do CA funcionam como método de supervisão e possuem um papel importante no seio da organização (Liu e Zhang, 2017). Além disso, os autores referem também que o concretizar destas reuniões melhora a comunicação entre os membros do CA. No âmbito da teoria da agência, quanto mais frequente forem estas reuniões, maior será a predisposição dos membros do CA para supervisionar as atividades da organização. Mais ainda, o funcionamento consistente desta supervisão através das reuniões realizadas pelo CA pode funcionar como estratégia de legitimidade pela organização (teoria da legitimidade e institucional), assim como melhorar a prática de divulgação de informação (teoria da agência). Os estudos de Liu e Zhang (2017) e Callahan e Soileau (2017) corroboram os pressupostos teóricos referidos, evidenciando uma associação positiva entre a divulgação de informação sobre governo das sociedades e ERM e o número de reuniões realizadas pelo CA num dado período. Neste sentido, a quarta hipótese é:

H₄: Existe uma associação positiva entre a divulgação de informação sobre ERM e o número de reuniões do conselho de administração.

1.2.5. REMUNERAÇÕES DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

A informação sobre a remuneração do CA pode ser utilizada pelos investidores para aferir os esforços desenvolvidos pela administração no que concerne ao incremento de ganhos futuros (Martikainen *et al.*, 2015). Por norma, as remunerações dos CA congregam uma remuneração fixa complementada com uma remuneração de natureza variável (Oliveira *et al.*, 2018), sendo que, na maioria dos casos, esta remuneração variável possui tanto uma componente de curto prazo (prémios de desempenho), como uma componente de médio e longo prazo (planos de atribuição de ações ou opções). A finalidade será, portanto, proporcionar uma remuneração competitiva no mercado e que constitua um elemento motivador de elevado desempenho individual e coletivo de forma a permitir estabelecer e atingir metas ambiciosas de acelerado crescimento e adequada remuneração acionista.

Atendendo à hipótese de mercado de trabalho eficiente, Martikainen *et al.* (2015) sugerem duas perspetivas contraditórias. Em situações de eficiência de mercado é

expectável que remunerações elevadas do CA estejam positivamente associadas à sua motivação em criar valor para a organização e em aumentar as divulgações de informação sobre risco empresarial (Oliveira *et al.*, 2018). Por outro lado, no caso do mercado se mostrar ineficiente, as remunerações elevadas dos CA podem significar o desinteresse em comprovar as suas capacidades no mercado e, portanto, é esperada uma associação negativa (Oliveira *et al.*, 2018).

Yermack (1996) citado por Oliveira *et al.* (2018) menciona ainda que alguns estudos empíricos sobre planos de atribuição de ações e opções não demonstraram qualquer associação significativa com os argumentos de redução de custos de agência. A quinta hipótese é, portanto:

H₅: Existe uma associação entre a divulgação de informação sobre ERM e a remuneração do conselho de administração.

1.2.6. COMISSÃO DE RISCO

A literatura tem reconhecido a implementação e sofisticação de um sistema de ERM no seio de uma organização através da existência ou de um *Chief Risk Officer* (CRO), ou de uma Comissão de Risco (CR) (Liebenberg e Hoyt, 2003; Beasley *et al.*, 2005; Önder e Ergin, 2012; Yazid *et al.*, 2012; Florio e Leoni, 2017; Mohd-Sanusi *et al.*, 2017). A CR distingue-se das restantes comissões associadas aos CA uma vez que esta procede, de forma adequada, à supervisão e gestão do risco e do sistema de controlo interno da organização (Mohd-Sanusi *et al.*, 2017). Além disso, sendo a CR uma das estruturas de governo das sociedades do ERM, a organização que proceda à sua implementação demonstra um maior conhecimento e preocupação relativamente à importância que os sistemas de controlo interno e de gestão de risco têm vindo a adquirir ao longo dos anos (COSO, 2004). Deste modo, a existência de uma CR proporciona, não só, uma estrutura de gestão mais resistente que reduz a exposição ao risco da organização, mas também uma maior divulgação de informação sobre risco reduzindo, assim, os custos de agência (Yazid *et al.*, 2012; Florio e Leoni, 2017; Mohd-Sanusi *et al.*, 2017).

A avaliação da relação existente entre a CR e o ERM demonstrou resultados consensuais. Autores como Liebenberg e Hoyt (2003), Beasley *et al.* (2005), Önder e Ergin (2012), Yazid *et al.* (2012), Florio e Leoni (2017) e Mohd-Sanusi *et al.* (2017)

mencionam a existência de uma associação positiva e significativa entre a CR e o ERM. Tendo por base os resultados dos estudos referidos, a sexta hipótese é:

H₆: Existe uma associação positiva entre a divulgação de informação sobre ERM e a existência de uma comissão de risco.

1.2.7. INDEPENDÊNCIA DA COMISSÃO DE AUDITORIA

À medida que a dimensão, a complexidade e a diversificação das organizações vai aumentando, maior se torna a necessidade de existência de mecanismos de supervisão que garantam um controlo e uma gestão de risco eficaz (Oliveira *et al.*, 2011a). Ora, esta “garantia” é proporcionada pelas comissões de auditoria. Contudo, para que uma comissão de auditoria consiga desenvolver a sua tarefa de monitorização é essencial que esta seja independente e composta por administradores não executivos (Turley e Zaman, 2004 citado por Oliveira *et al.*, 2011a). Esta preposição vai ao encontro do disposto no Código de Governo das Sociedades de Portugal e do Reino Unido que salientam a necessidade de independência da comissão de auditoria, uma vez que, estas demonstram uma maior sensibilidade para a divulgação de informação sobre gestão de risco, o que poderá implicar uma redução dos custos de agência entre gestores e acionistas (Oliveira *et al.*, 2011a; Buckby *et al.*, 2015; Seamer *et al.*, 2015 e Oliveira *et al.*, 2018).

Alguns estudos empíricos procederam à avaliação desta característica da comissão de auditoria. Os resultados obtidos foram divergentes. Se por um lado, Seamer *et al.* (2015) encontraram uma associação positiva entre o rigor do sistema de ERM implementado nas maiores empresas australianas e o grau de independência da sua comissão de auditoria, por outro lado, Oliveira *et al.* (2018) enunciaram a existência de uma associação negativa com a divulgação de informação sobre risco. Já Oliveira *et al.* (2011a) e Buckby *et al.* (2015) mencionam a existência de uma associação não significativa entre a divulgação de informação sobre risco e a independência da comissão de auditoria. Assim, a sétima hipótese é:

H₇: Existe uma associação entre a divulgação de informação sobre ERM e o grau de independência da comissão de auditoria.

1.2.8. REUNIÕES DA COMISSÃO DE AUDITORIA

De modo a desenvolver a sua missão de “mecanismo de supervisão” as comissões de auditoria devem reunir regularmente. Aliás, Laksmana (2008) citado por Oliveira *et al.* (2018) refere que tanto as reuniões desenvolvidas pelo CA como as reuniões das suas comissões (sendo a comissão de auditoria uma delas) são fundamentais para assegurar a eficácia da administração, incrementar o valor da organização, reduzir custos de agência, e melhorar a fiscalização do auditor. Assim, as comissões de auditoria que reúnem um maior número de vezes, dispõem de mais tempo para avaliar, discutir e monitorizar as ações da administração (Oliveira *et al.*, 2018). Neste sentido, o relato financeiro disponibilizado seria de maior qualidade, o risco de fraude seria menor e os procedimentos de auditoria seriam aperfeiçoados. Oliveira *et al.* (2018) referem ainda que autores como Laksmana (2008) e Allegrini e Greco (2013) evidenciaram uma associação positiva entre o grau de divulgação praticado e as reuniões das comissões de auditoria. Portanto, a oitava hipótese é:

H₈: Existe uma associação positiva entre a divulgação de informação sobre ERM e a frequência de reuniões da comissão de auditoria.

1.2.9. AUDITOR EXTERNO (BIG4)

Beasley *et al.* (2005) referem que são vários os estudos empíricos que analisam a qualidade da auditoria. Além disso, os autores enunciam que, apesar de algumas limitações, a maioria dos estudos classificam as grandes empresas internacionais de contabilidade, as chamadas BIG 4 (*Ernst & Young, KPMG, Deloitte e PriceWaterhouseCoopers*), como os auditores mais qualificados. Ora, segundo Paape e Speklé (2012), este estatuto pode servir de ferramenta de persuasão no encorajamento dos seus clientes na melhoria dos seus sistemas de ERM, bem como nas suas práticas (teoria da agência). Jensen e Meckling (1976) e Oliveira *et al.* (2011a) referem ainda que organizações com elevados custos de agência, por norma têm maior propensão a contratar os serviços de auditoria de uma BIG 4. Por outro lado, o facto de as organizações optarem por este tipo de auditor pode significar um maior compromisso com a gestão de risco (teoria da legitimidade e teoria institucional) (Paape e Speklé, 2012). Autores como Beasley *et al.* (2005), Oliveira *et al.* (2011a), Paape e Speklé (2012), Golshan e Rasid (2012), Ahmad *et al.* (2015), Elshandidy e Neri (2015), Ji *et al.*

(2015), Lechner e Gatzert (2017) analisaram a influência do auditor externo (tipo Big4) sobre a divulgação de informação sobre ERM e sistemas de controlo interno. Os resultados obtidos permitiram concluir a existência de uma associação positiva. Neste sentido, a nona hipótese é:

H₉: Existe uma associação positiva entre a divulgação de informação sobre ERM e o tipo de auditor externo (Big 4).

1.2.10. CONCENTRAÇÃO ACIONISTA

A estrutura acionista de uma organização é influenciada pelas características específicas de um dado país ao nível de governo das sociedades (Dias *et al.*, 2017; Hassan *et al.*, 2017). A estrutura acionista da organização diverge, portanto, entre países. Em países de origem anglo-saxónica, como é o caso do Reino Unido, a estrutura acionista encontra-se, regra geral, dispersa (Hassan *et al.*, 2017). Por contrapartida, em países de influência continental, como Portugal, é comum existir um elevado grau de concentração acionista em que os maiores acionistas seriam as famílias e as instituições bancárias (La Porta *et al.*, 2000 citado por Dias *et al.*, 2017). Oliveira *et al.* (2011b), Dias *et al.* (2017) e Hassan *et al.* (2017) salientam que uma estrutura acionista concentrada num número reduzido de acionistas representa um mecanismo interno de redução dos conflitos de agência pois parte-se do princípio que estes acionistas têm ao seu dispor um maior conjunto de recursos para uma supervisão da gestão mais eficaz. Contudo, é também provável que numa perspetiva de manutenção da reputação da organização, os acionistas maioritários tomem decisões capazes de maximização dos diversos interesses da organização (Dias *et al.*, 2017). No que se refere à estrutura acionista, a literatura apresenta resultados contrários. Por um lado, Yazid *et al.* (2012), Dias *et al.* (2017) e Hassan *et al.* (2017) demonstraram a existência de uma relação positiva entre o nível de concentração acionista e a divulgação de informação em matéria de ERM, responsabilidade social e eficácia da comissão de auditoria respetivamente. Já Ntim *et al.* (2013), Ji *et al.* (2015) e Ji *et al.* (2017), evidenciaram a existência de uma associação negativa entre a concentração acionista e a divulgação de informação sobre risco e falhas de controlo interno. Por sua vez, Oliveira *et al.* (2011a; 2011b) e Paape e Speklé (2012) não encontraram qualquer relação entre o grau de concentração acionista e a divulgação de informação sobre risco. Assim, a décima hipótese é:

H₁₀: Existe uma associação entre a divulgação de informação sobre ERM e o grau de concentração acionista.

2. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

Nos últimos anos, quer o ERM, quer o governo das sociedades têm vindo a suscitar um elevado interesse a nível académico (Hoyt e Liebenberg, 2011; Pagach e Warr, 2011; Maingot *et al.*, 2012; Paape e Speklé, 2012; Quon *et al.*, 2012; Hassan *et al.*, 2017; Lechner e Gatzert, 2017). Diversos estudos empíricos avaliam e procuram identificar quais os incentivos que se colocam às organizações na divulgação voluntária de informação sobre o ERM enquanto mecanismo efetivo de governo das sociedades (Liebenberg e Hoyt, 2003; Beasley *et al.*, 2005; Hoyt e Liebenberg, 2008; Razali *et al.*, 2011; Golshan e Rasid, 2012; Maingot *et al.*, 2012; Liu e Zhang, 2017; Callahan e Soileau, 2017; etc).

Neste sentido, o trabalho de investigação desenvolvido procura ir ao encontro dos estudos realizados por estes autores. Assim, é objetivo do presente trabalho de investigação proporcionar informação sobre quais os incentivos que se colocam às empresas não financeiras da EL e da LSE na sua prática de divulgação de informação sobre ERM no período compreendido entre 2006 e 2016.

2.1. AMOSTRA

Atualmente estão admitidos à negociação na *Euronext Lisbon* (EL) valores mobiliários referentes a 49 empresas financeiras e não financeiras de diversos ramos de atividade. Por contrapartida, o mercado regulamentado da *London Stock Exchange* (LSE) assume-se como sendo um mercado de maior abrangência e maior diversificação. Assim, e por forma a prosseguir com a finalidade deste trabalho de investigação, foram selecionadas um conjunto de vinte e seis empresas não financeiras, de cada um dos mercados regulamentados atendendo à sua dimensão avaliada pela capitalização bolsista a 31 de dezembro de 2014.

A amostra objeto deste estudo empírico é, portanto, composta por vinte e seis empresas não financeiras portuguesas admitidas à negociação na EL e por vinte e seis empresas inglesas de natureza não financeira admitidas à negociação na LSE e pertencentes ao índice bolsista *Financial Times Stock Exchange 100* (FTSE 100). A escolha destes mercados regulamentados é explicada por questões relativas a práticas de Governo das Sociedades em vigor em ambos os países. Ora, se o mercado

regulamentado do Reino Unido (a LSE) é um mercado de origem anglo-saxónica cujo modelo de Governo das Sociedades tem como finalidade a proteção do acionista (Ball *et al.*, 2000; Meek e Thomas, 2004), o mercado regulamentado português (a EL), por sua vez, identifica o *stakeholder* como elemento central do seu modelo de Governo das Sociedades. A combinação destes dois mercados regulamentados deverá, deste modo, possibilitar uma maior homogeneidade, consistência e coerência dos dados a analisar.

A tabela 8 apresenta a distribuição da amostra por setores de atividade. Verifica-se pela análise da tabela que o setor “indústria transformadora” é aquele que reúne um maior número de empresas com 25 das 52 empresas totais. Já o setor “energia e combustíveis” é o ramo de atividade que menor número de empresa apresenta na medida em que, da totalidade das empresas analisadas, apenas 3 desenvolvem este tipo de atividade.

No que se refere às empresas não financeiras portuguesas e inglesas em termos individuais, a composição dos setores de atividade demonstra a mesma tendência da amostra global. Ou seja, o setor que congrega mais empresas é o relativo à “indústria transformadora” enquanto o setor “energia e combustíveis” é o que menos empresas reúne.

Além disso, verifica-se que as amostras portuguesa e inglesa são relativamente idênticas neste âmbito sendo a única diferença mais significativa a salientar a composição do setor “tecnologia e telecomunicações” que em Portugal compõe-se por 4 empresas ao contrário do Reino Unido onde é composto por apenas 1 empresa.

Tabela 8: Distribuição por Setores de Atividade

Setores de atividade	Amostra Global		Portugal		Reino Unido	
	N	Percentagem	N	Percentagem	N	Percentagem
Bens consumíveis	4	7,69%	2	7,69%	2	7,69%
Energia e Combustíveis	3	5,77%	1	3,85%	2	7,69%
Serviços aos Consumidor	15	28,85%	6	23,08%	9	34,62%
Tecnologia e Telecomunicações	5	9,62%	4	15,38%	1	3,85%
Indústria Transformadora	25	48,08%	13	50,00%	12	46,15%
	52		26		26	

2.2. RECOLHA E TRATAMENTO DOS DADOS

No que concerne aos dados relativos a cada uma das empresas não financeiras pertencentes à amostra, estes foram recolhidos tendo por base os relatórios anuais publicados entre 2006 e 2016. A recolha dos relatórios anuais das empresas pertencentes à amostra foi realizada através do sítio na internet das próprias empresas tendo-se recorrido, por vezes, ao sítio da internet da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e da LSE sempre que essa informação não estivesse disponível.

A escolha do horizonte temporal objeto de análise é fundamentada pela tendência de aproximação entre a auditoria interna e o ERM evidenciada pela literatura (Gramling e Myers, 2006; Manab *et al.*, 2007; Castanheira *et al.*, 2010). Além disso, autores como Maingot *et al.* (2012) referem ainda que o ERM é, pois, uma componente do governo das sociedades em que a criação de valor para o acionista é um dos principais motivos de adoção e implementação do ERM por parte das organizações (Bowling e Rieger, 2005 citados por Maingot *et al.*, 2012).

Mais ainda, ao longo do período de análise, diversas foram as medidas implementadas quer em Portugal (pela CMVM e pelo IPCG), quer no Reino Unido (pelo FRC), com a finalidade de incrementar a qualidade, a fiabilidade e a resiliência do relato financeiro das organizações. Neste contexto, o ano de 2006 será utilizado como ano de controlo, enquanto os restantes servirão quer de termo de comparação, quer de períodos de consolidação das recomendações emanadas pela CMVM, pelo IPCG e, por último, pelo FRC.

2.3. MODELO E VARIÁVEIS

O objetivo deste estudo empírico é o de evidenciar até que ponto uma determinada característica de uma dada entidade poderá influenciar o grau de divulgação de informação sobre práticas de ERM praticado por cada uma das empresas não financeiras em análise. Ora, para atingir esse objetivo foi definido um conjunto de variáveis que suportam as hipóteses atrás enunciadas.

2.3.1. VARIÁVEL DEPENDENTE

Os pressupostos que serviram de base à análise do nível de divulgação de informação sobre práticas de ERM tiveram a sua origem no quadro conceptual “*Enterprise Risk Management – Integrated Framework*” publicado pelo COSO em 2004. Este *framework* apresenta o ERM como um conjunto integrado de oito componentes (COMP1 – ambiente interno; COMP2 – definição de objetivos; COMP3 – identificação de acontecimentos; COMP4 – avaliação de risco; COMP5 – resposta ao risco; COMP6 – atividades de controlo; COMP7 – informação e comunicação; e, por último, COMP8 – monitorização) que se interrelacionam entre si e que são parte integrante do processo de gestão de uma organização (COSO, 2004). Contudo, o ERM do COSO (2004) não se constitui como um instrumento de definição de processos e procedimentos de controlo interno. Antes pelo contrário, este tem como objeto responder às necessidades do próprio controlo interno direcionando-o para um processo mais completo de gestão de risco (COSO, 2004). O ERM proporcionaria, portanto, uma melhoria significativa ao nível de governo das sociedades (COSO, 2004) sendo uma mais-valia em termos de gestão empresarial (COSO, 2013).

Assim, tal como Abraham e Cox (2007), Ntim *et al.* (2013) e Oliveira *et al.* (2018), foi adotada a metodologia de análise de conteúdo. Atendendo aos pressupostos definidos pelo COSO (2004) em matéria de ERM, foi construído um índice de divulgação de informação sobre práticas de ERM. O índice construído procede à conjugação das oito componentes do ERM atrás enunciadas, desdobradas em 103 itens de recolha de elementos ao longo de cada um dos onze períodos analisados (2006 a 2016), e que, possibilitaram quantificar o grau de divulgação de informação realizado pelas empresas portuguesas e inglesas analisadas. Em relação à ponderação atribuída a cada uma destas componentes, salienta-se que não houve qualquer atribuição de diferentes pesos que conduzissem a uma sobrevalorização de fatores. Ora, decorrente do índice de divulgação construído e aplicado sobre a amostra objeto de análise foi possível identificar a seguinte variável dependente:

- “%DIV_ERM” que traduz a percentagem total de informação divulgada sobre práticas de ERM pelas empresas não financeiras admitidas à negociação em mercado regulamentado e pertencentes à amostra.

Salienta-se ainda que, para a determinação do valor da variável dependente foram realizados os procedimentos que a seguir se enumeram:

- a) Análise e interpretação da informação sobre práticas de ERM divulgada nos relatórios anuais, relatórios de governo das sociedades e relatórios de sustentabilidade de cinquenta e duas empresas de natureza não financeira admitidas à negociação em mercado regulamentado entre o período de 2006 e 2016;
- b) Codificação de cada uma das oito componentes de informação a divulgar em 0, caso o item não seja objeto de divulgação, e em 1, caso o item seja objeto de divulgação;
- c) Determinação da percentagem de divulgação de informação sobre práticas de ERM atendendo à seguinte fórmula:

$$\%DIV_ERM_{i,j,t} = \frac{\sum_{i=0}^{N_{jt}} ERM_{i,j}}{N_{j,t}}$$

Onde:

ERM ij – representa o a categoria de *i* de ERM divulgada pela empresa *j*.

Njt – representa o número de itens divulgados pela empresa *j* no ano *t*.

2.3.2. VARIÁVEIS INDEPENDENTES

A tabela 9 apresenta as variáveis independentes objeto de teste neste estudo empírico e que se encontram traduzidas nas hipóteses anteriormente formuladas. São evidenciados, também, os sinais esperados à luz da teoria da agência, da teoria da legitimidade e da teoria institucional para cada uma das variáveis independentes.

Deste modo, como variáveis independentes são apresentados os seguintes dados:

- Independência do Conselho de Administração (BOARDIND) – representa a percentagem dos administradores independentes no Conselho de Administração (Oliveira *et al.*, 2011a; Golshan e Rasid, 2012; Ntim *et al.*, 2013; Elshandidy e Neri, 2015; Seamer *et al.*, 2015; Zéghal e Aoun, 2016; Dias *et al.*, 2017; Hassan *et al.*, 2017; Oliveira *et al.*, 2018);
- Dualidade CEO / *Chairman* do Conselho de Administração (CEO/CHAIR) – variável *dummy* que assume o dígito 1 no caso o CEO e o *Chairman* serem a

- mesma pessoa e o dígito 0 caso sejam pessoas diferentes (Ntim *et al.*, 2013; Elshandidy e Neri, 2015; Seamer *et al.*, 2015; Zéghal e Aoun, 2016; Dias *et al.*, 2017; Hassan *et al.*, 2017);
- Diversidade de Género do Conselho de Administração (WOM) – traduz o número de mulheres pertencentes ao Conselho de Administração (Ntim *et al.*, 2012b; Ntim e Soobaroyen, 2012; Ntim *et al.*, 2013; Ahmad *et al.*, 2015);
 - Reuniões do Conselho de Administração (BOARDMEET) – referem-se ao número de reuniões realizadas pelo Conselho de Administração (Callahan e Soileau, 2017; Liu e Zhang, 2017);
 - Remunerações do Conselho de Administração (MANAGCOMP) – representam o valor total de remunerações pagas ao Conselho de Administração (Martikainen *et al.*, 2015; Oliveira *et al.*, 2018);
 - Comissão de Risco (RISKCOM) – variável *dummy* que assume o dígito 1 se existir uma Comissão de Risco no seio da organização e o dígito 0 caso contrário (Liebenberg e Hoyt, 2003; Beasley *et al.*, 2005; Önder e Ergin, 2012; Yazid *et al.*, 2012; Florio e Leoni, 2017; Mohd-Sanusi *et al.*, 2017);
 - Independência da Comissão de Auditoria (AUDCIND) – revela a percentagem dos membros independentes da Comissão de Auditoria (Oliveira *et al.*, 2011a; Buckby *et al.*, 2015; Seamer *et al.*, 2015; Oliveira *et al.*, 2018);
 - Reuniões da Comissão de Auditoria (AUDCMEET) – referem-se ao número de reuniões realizadas pela Comissão de Auditoria (Oliveira *et al.*, 2018);
 - Auditor Externo (BIG4) – variável *dummy* que assume o dígito 1 no caso do auditor externo se tratar de uma BIG4 e o dígito 0 caso contrário (Beasley *et al.*, 2005; Oliveira *et al.*, 2011a; Paape e Speklé, 2012; Golshan e Rasid, 2012; Elshandidy e Neri, 2015; Ahmad *et al.*, 2015; Ji *et al.*, 2015; Lechner e Gatzert, 2017);
 - Concentração Acionista (%SHARE) – representa a percentagem de ações detidas pelo principal acionista (Oliveira *et al.*, 2011a, 2011b; Paape e Speklé,

2012; Yazid *et al.*, 2012; Ntim *et al.*, 2013; Ji *et al.*, 2015; Dias *et al.*, 2017; Hassan *et al.*, 2017; Ji *et al.*, 2017).

Tabela 9: Variáveis Independentes

Variável		Definição	Sinal Esperado
Independência do Conselho de Administração	(BOARDIND)	Percentagem Membros Independentes	+
Dualidade CEO / <i>Chairman</i> do Conselho de Administração	(CEO/CHAIR)	<i>Dummy</i> ; CEO = <i>Chairman</i> : Sim = 1; Não = 0	+
Diversidade de Género do Conselho de Administração	(WOM)	Número de Mulheres presentes no Conselho de Administração	+
Reuniões do Conselho de Administração	(BOARDMEET)	Número de Reuniões realizadas pelo Conselho de Administração	+
Remunerações do Conselho de Administração	(MANAGCOMP)	Total de Remunerações Pagas ao Conselho de Administração	?
Comissão de Risco	(RISKCOM)	<i>Dummy</i> ; Existência de Comissão de Risco: Sim = 1; Não = 0	+
Independência da Comissão de Auditoria	(AUDIND)	Percentagem Membros Independentes	?
Reuniões da Comissão de Auditoria	(AUDMEET)	Número de Reuniões realizadas pela Comissão de Auditoria	+
Auditor Externo (Big4)	(BIG4)	<i>Dummy</i> ; BIG 4: Sim = 1; Não = 0	+
Concentração Acionista	(%SHARE)	Percentagem de Ações detidas pelo maior Acionista	?

Fonte: Elaboração Própria

2.3.3. VARIÁVEIS DE CONTROLO

As variáveis utilizadas a título de controlo neste trabalho de investigação (tabela 10) foram seleccionadas tendo em consideração a revisão de literatura efetuada. Vários são os estudos empíricos que, na procura de justificação para um sistema de ERM enquanto modelo de gestão de risco e do impacto que este pode possuir sobre o valor da empresa, identificam a dimensão, rendibilidade, alavancagem financeira, idade, nível de internacionalização, setor de atividade e país ou como variáveis independentes, ou, então, por sua vez, como variáveis de controlo (Beasley *et al.*, 2005; Abraham e Cox, 2007; Hoyt e Liebenberg, 2008; Amran *et al.*, 2009; Golshan e Rasid, 2012; Önder e Ergin, 2012; Paape e Speklé, 2012; Yazid *et al.*, 2012; Bertinetti *et al.*, 2013; Ping e Muthueloo, 2015; Seamer *et al.*, 2015; Zéghal e Aoun, 2016; Hassan *et al.*, 2017; Lechner e Gatzert, 2017; entre outros).

A literatura é praticamente consensual. No que se refere às variáveis “dimensão” (determinada na maioria das vezes pelo total do ativo), “alavancagem financeira” (quantificada seja pelo rácio *debt to equity* ou pelo rácio total passivo sobre total ativo), “nível de internacionalização” (avaliada pela percentagem do volume de negócios externo) e “setor de atividade” a literatura apresenta uma associação positiva destas variáveis com o ERM (Beasley *et al.*, 2005; Abraham e Cox, 2007; Hoyt e Liebenberg, 2008; Amran *et al.*, 2009; Önder e Ergin, 2012; Paape e Speklé, 2012; Yazid *et al.*, 2012; Bertinetti *et al.*, 2013; Seamer *et al.*, 2015; Zéghal e Aoun, 2016; Hassan *et al.*, 2017; Lechner e Gatzert, 2017).

Em relação à variável “rendibilidade” (medida através do rácio *return on equity*), na maioria dos casos as associações são positivas. No entanto, Zéghal e Aoun (2016) evidenciaram a existência de uma relação negativa e significativa entre a rendibilidade e a divulgação de informação sobre ERM pelos maiores bancos dos Estados Unidos da América (EUA). No que concerne à variável “idade” (medida pelo número de anos de cotação em bolsa) Oliveira *et al.* (2011b) enunciam uma associação positiva com divulgação voluntária de informação sobre risco praticada pelos bancos portugueses.

Por último, foram introduzidas variáveis de país e ano, para controlar potenciais efeitos fixos.

Tabela 10: Variáveis de Controlo

Variável	Definição
* Dimensão (SIZE)	Total do Ativo
* Rendibilidade (ROE)	Resultado Líquido Período / Total Capital Próprio
* Alavancagem Financeira (DEBT)	Total do Passivo / Total do Capital Próprio
* Idade (AGE)	Número de anos de cotação em bolsa
* Nível de Internacionalização (%INT)	Percentagem Volume de Negócios Externo
* Setor de Atividade	
<i>Bens Consumíveis</i> (CONGOODS)	Sim = 1; Não = 0
<i>Energia e Combustíveis</i> (ENERG)	Sim = 1; Não = 0
<i>Serviços ao Consumidor</i> (CONSERV)	Sim = 1; Não = 0
<i>Tecnologia e Telecomunicações</i> (TECNOL)	Sim = 1; Não = 0
<i>Indústria Transformadora</i> (MANUF)	Sim = 1; Não = 0
* País (COUNTR)	Portugal = 1; Reino Unido = 0
* Ano	
2006 (YEAR06)	Sim = 1; Não = 0
2007 (YEAR07)	Sim = 1; Não = 0
2008 (YEAR08)	Sim = 1; Não = 0
2009 (YEAR09)	Sim = 1; Não = 0
2010 (YEAR10)	Sim = 1; Não = 0
2011 (YEAR11)	Sim = 1; Não = 0
2012 (YEAR12)	Sim = 1; Não = 0
2013 (YEAR13)	Sim = 1; Não = 0
2014 (YEAR14)	Sim = 1; Não = 0
2015 (YEAR15)	Sim = 1; Não = 0
2016 (YEAR16)	Sim = 1; Não = 0

Fonte: Elaboração Própria

2.3.4. MODELO

De modo a aferir o poder explicativo de cada uma das variáveis independentes associadas aos mecanismos de governo das sociedades sobre a variável dependente foi desenvolvido o seguinte modelo de regressão linear múltipla (*ordinal least squares - OLS*):

$$\%DIV_ERM_{it} = \beta_0 + \sum_{i=1}^{10} \beta_i GOVERNO DAS SOCIEDADES_{it} + \sum_{i=11}^{15} \beta_i CONTROLO_{it} + \sum_{i=16}^{20} \beta_i EFEITOS INDÚSTRIA_{it} + \beta_{21} EFEITOS PAÍS_{it} + \sum_{i=22}^{31} \beta_i EFEITOS ANO_{it} + \varepsilon_{it}$$

Espera-se que o modelo de regressão linear consiga evidenciar qual ou quais as variáveis independentes que possuem influência significativa no que concerne ao grau de divulgação sobre práticas de ERM efetuado pela amostra. Assim, pretende-se depreender a significância do modelo e das variáveis utilizadas em matéria de divulgação de práticas de ERM, estimar a importância de cada variável explicativa na variabilidade da resposta, e identificar possíveis variáveis que possam causar percepções incorretas.

2.4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

Vários procedimentos foram conduzidos sobre os dados recolhidos e objeto de teste. Entre eles destacam-se, em primeiro lugar, os testes de normalidade, os procedimentos de análise descritiva e os testes de correlação às variáveis dependentes, independentes e de controlo. Posteriormente foram conduzidos procedimentos de análise multivariada.

2.4.1. TESTES DE NORMALIDADE E ANÁLISE DESCRITIVA

De modo a avaliar a normalidade dos dados foram realizados os testes de *Kolmogorov-Smirnov* e de *Shapiro-Wilk*. Estes testes de normalidade têm como finalidade averiguar se os dados recolhidos seguem ou não uma distribuição normal. Os

resultados provenientes dos testes à amostra global e às amostras parciais encontram-se expostos na tabela 11.

Tabela 11: Testes de Normalidade

Variáveis	Amostra global (N=572 observações)						Portugal (N=286 observações)						Reino Unido (N=286 observações)					
	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk			Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk			Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	ca	df	p-value	ca	df	value	ca	df	p-value	ca	df	value	ca	df	p-value	ca	df	value
%DIV_ERM	0,058	572	0,000	0,979	572	0,000	0,176	286	0,000	0,877	286	0,000	0,084	286	0,000	0,967	286	0,000
%DIV_COMP1	0,130	572	0,000	0,971	572	0,000	0,133	286	0,000	0,967	286	0,000	0,186	286	0,000	0,951	286	0,000
%DIV_COMP2	0,260	572	0,000	0,817	572	0,000	0,244	286	0,000	0,833	286	0,000	0,280	286	0,000	0,790	286	0,000
%DIV_COMP3	0,327	572	0,000	0,735	572	0,000	0,302	286	0,000	0,746	286	0,000	0,359	286	0,000	0,719	286	0,000
%DIV_COMP4	0,087	572	0,000	0,971	572	0,000	0,109	286	0,000	0,966	286	0,000	0,092	286	0,000	0,978	286	0,000
%DIV_COMP5	0,378	572	0,000	0,692	572	0,000	0,383	286	0,000	0,678	286	0,000	0,375	286	0,000	0,701	286	0,000
%DIV_COMP6	0,494	572	0,000	0,336	572	0,000	0,484	286	0,000	0,381	286	0,000	0,515	286	0,000	0,319	286	0,000
%DIV_COMP7	0,176	572	0,000	0,886	572	0,000	0,183	286	0,000	0,885	286	0,000	0,214	286	0,000	0,870	286	0,000
%DIV_COMP8	0,523	572	0,000	0,272	572	0,000	0,514	286	0,000	0,337	286	0,000	0,531	286	0,000	0,199	286	0,000
BOARDIND	0,111	572	0,000	0,755	572	0,000	0,222	286	0,000	0,893	286	0,000	0,220	286	0,000	0,447	286	0,000
WOM	0,172	572	0,000	0,813	572	0,000	0,302	286	0,000	0,780	286	0,000	0,098	286	0,000	0,784	286	0,000
BOARDMEET	0,154	572	0,000	0,870	572	0,000	0,139	286	0,000	0,904	286	0,000	0,178	286	0,000	0,834	286	0,000
MANAGCOMP	0,171	572	0,000	0,559	572	0,000	0,063	286	0,008	0,989	286	0,027	0,381	286	0,000	0,355	286	0,000
AUDIND	0,353	572	0,000	0,674	572	0,000	0,374	286	0,000	0,709	286	0,000	0,541	286	0,000	0,211	286	0,000
AUDMEET	0,177	572	0,000	0,867	572	0,000	0,341	286	0,000	0,734	286	0,000	0,213	286	0,000	0,852	286	0,000
%SHARE	0,172	572	0,000	0,862	572	0,000	0,129	286	0,000	0,953	286	0,000	0,314	286	0,000	0,603	286	0,000
%INT	0,136	572	0,000	0,905	572	0,000	0,156	286	0,000	0,876	286	0,000	0,190	286	0,000	0,782	286	0,000
SIZE	0,502	572	0,000	0,034	572	0,000	0,246	286	0,000	0,709	286	0,000	0,514	286	0,000	0,058	286	0,000
ROE	0,343	572	0,000	0,212	572	0,000	0,377	286	0,000	0,202	286	0,000	0,256	286	0,000	0,476	286	0,000
DEBT	0,408	572	0,000	0,136	572	0,000	0,379	286	0,000	0,197	286	0,000	0,062	286	0,010	0,910	286	0,000
AGE	0,267	572	0,000	0,724	572	0,000	0,241	286	0,000	0,694	286	0,000	0,233	286	0,000	0,796	286	0,000

a. Lilliefors Significance Correction

De acordo com os dados da tabela 11, conclui-se que as variáveis dependentes, independentes e de controlo associadas à amostra global e às amostras parciais não seguem uma distribuição normal (*p-value* = 0,000).

De seguida, foram realizados procedimentos de análise descritiva. Mais uma vez, salienta-se o facto de que este procedimento foi realizado quer sobre a amostra global das cinquenta de duas empresas não financeiras como sobre cada uma das amostras parciais de vinte e seis empresas (Portugal e Reino Unido). A tabela 12 mostra os resultados obtidos.

Em termos médios, a variável dependente **%DIV_ERM**, representativa do grau global de divulgação de informação sobre práticas de ERM, evidencia uma percentagem de 26,4% enquanto grau de divulgação de informação realizado pelas empresas na sua totalidade. Além disso, o grau de divulgação de informação evidenciado apresentou um intervalo de variação entre um mínimo de 2,9% e um máximo de 72,8%. Por outro lado, o desvio padrão de 13,3% evidenciado pela variável **%DIV_ERM** poderá justificar algum nível de ausência de informação sobre práticas de ERM. Em relação às componentes do ERM, a componente “avaliação de risco” assume-se como a componente com um grau médio de divulgação de informação mais elevado (12,8%). Por contrapartida, a

componente com menor grau médio de divulgação de informação é a componente referente à “monitorização” com uma percentagem de 0,1%.

Por sua vez, as empresas portuguesas demonstram um grau de divulgação de informação sobre ERM na ordem dos 21,8% sendo que esta varia entre um mínimo de 2,9% e um máximo de 72,8%. Já nas empresas do Reino Unido, a percentagem média de divulgação de informação sobre ERM ronda os 30,9% e o intervalo de variação apresenta-se entre os 4,9% (mínimo) e os 54,4% (máximo). Relativamente ao desvio padrão, a amostra portuguesa traduz um desvio padrão de 14,9% contrapondo com os 9,4% evidenciados pela amostra inglesa. Esta situação poderá indicar uma maior ausência de informação sobre práticas de ERM em Portugal. Quanto às componentes do ERM, quer a amostra portuguesa, quer a amostra inglesa apresentam a componente “avaliação de risco” com maior grau médio de divulgação de informação (13,6% em Portugal; 11,9% no Reino Unido).

Mais uma vez, a componente “monitorização” é a que evidencia menor nível médio de divulgação de informação, atingindo apenas os 0,2% em Portugal e os 0,1% no Reino Unido.

No que se refere às variáveis independentes, a análise descritiva da tabela 12 evidenciou que as empresas não financeiras objeto de estudo apresentam um CA com um grau médio de independência de 42,9% e uma diversidade de género de 12,8% por empresa. No que concerne à dualidade CEO/*Chairman* do CA, em 33,2% das empresas não financeiras da amostra o *Chairman* do CA adotou a posição de CEO.

Em termos de remunerações, as remunerações médias pagas aos CA atingiram os 6,4. Enquanto comissões criadas pelas empresas na sua estrutura interna de organização, verificou-se que, das cinquenta e duas empresas, cerca de 18,4% detinham uma comissão de risco e cerca uma comissão de auditoria com um nível médio de independência de 63,6%. Já 92,3% das empresas possuíam como auditor externo uma das empresas de auditoria pertencentes ao grupo das BIG 4.

Relativamente ao funcionamento dos CA e das comissões de auditoria, os CA reuniram, em média, cerca de 9,2 vezes por ano enquanto que as comissões de auditoria reuniram apenas 4,2 vezes. Por último, em termos de concentração acionista, o acionista principal das empresas da amostra detinha uma participação média de 29,8%.

No que concerne às variáveis de controlo, a tabela 12 mostra que as empresas analisadas apresentam, em média, um total de ativos na ordem dos 267, 1 milhões, um ROE de 23,1%, um grau de alavancagem financeira de 96,3%, uma média de 16,9 anos de presença no mercado regulamentado onde se encontram admitidas à negociação e um nível de internacionalização de 54,0%.

Tabela 12: Análise Descritiva

Variáveis	Amostra global (N=572 observações)				Portugal (N= 286 observações)				Reino Unido (N=286 observações)				Test t	Teste MWU (Z)
	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Média	Diferenças na média	Diferenças na mediana
%DIV_ERM	0,029	0,728	0,133	0,264	0,029	0,728	0,149	0,218	0,049	0,544	0,094	0,309	-9,747 ***	-10,672 ***
%DIV_COMP1	0,000	0,146	0,033	0,076	0,000	0,146	0,036	0,076	0,000	0,136	0,029	0,077	0,555	-0,205
%DIV_COMP2	0,000	0,049	0,014	0,013	0,000	0,049	0,015	0,014	0,000	0,049	0,013	0,011	2,944 ***	-2,434 **
%DIV_COMP3	0,000	0,049	0,011	0,008	0,000	0,049	0,012	0,009	0,000	0,029	0,009	0,006	2,442 **	-1,914 *
%DIV_COMP4	0,000	0,359	0,065	0,128	0,000	0,359	0,073	0,136	0,000	0,272	0,055	0,119	2,640 ***	-2,290 **
%DIV_COMP5	0,000	0,039	0,010	0,007	0,000	0,039	0,011	0,007	0,000	0,029	0,009	0,006	0,619	-0,017
%DIV_COMP6	0,000	0,039	0,007	0,002	0,000	0,039	0,009	0,003	0,000	0,029	0,004	0,001	2,374 **	-1,946 *
%DIV_COMP7	0,010	0,068	0,016	0,029	0,010	0,068	0,018	0,030	0,010	0,058	0,015	0,028	1,518	-1,175
%DIV_COMP8	0,000	0,029	0,005	0,001	0,000	0,029	0,005	0,002	0,000	0,029	0,005	0,001	2,271 **	-2,460 **
BOARDIND	0,000	4,500	0,313	0,429	0,000	1,000	0,217	0,243	0,000	4,500	0,282	0,614	-21,527 ***	-16,952 ***
WOM	0,000	1,500	0,129	0,128	0,000	0,444	0,109	0,085	0,000	1,500	0,133	0,172	-9,303 ***	-9,149 ***
BOARDMEET	0,000	38,000	4,141	9,180	0,000	38,000	4,880	10,472	0,000	25,000	2,681	7,888	7,232 ***	-7,222 ***
MANAGCOMP	0,000	7,662	1,027	6,383	4,950	7,422	0,459	6,169	0,000	7,662	1,346	6,596	-16,320 ***	-14,926 ***
AUDIND	0,000	1,000	0,454	0,636	0,000	1,000	0,407	0,318	0,000	1,000	0,209	0,955	-26,511 ***	-17,937 ***
AUDMEET	0,000	18,000	3,827	4,213	0,000	18,000	4,602	3,259	0,000	15,000	2,519	5,168	-7,390 ***	-8,242 ***
%SHARE	0,013	0,980	0,253	0,298	0,095	0,953	0,232	0,453	0,013	0,980	0,160	0,144	20,400 ***	-16,464 ***
%INT	0,000	1,572	0,360	0,540	0,000	1,572	0,324	0,328	0,000	1,000	0,254	0,752	-14,467 ***	-13,852 ***
SIZE	0,018	80 412,300	4 313,565	267,102	0,023	75,916	15,227	10,486	0,018	80 412,300	6 094,799	523,718	-0,915	-0,943 ***
ROE	-14,501	27,932	1,461	0,231	-14,501	27,932	1,982	0,168	-1,360	6,732	0,582	0,295	-7,650 ***	-7,968 ***
DEBT	-19,090	129,846	5,850	0,963	-19,090	129,846	8,246	1,459	0,001	2,021	0,267	0,467	8,084 ***	-8,361 ***
AGE	1,000	77,000	16,868	16,923	1,000	68,000	10,055	11,839	1,000	77,000	20,422	22,007	-5,916 ***	-5,481 ***
		N	Percentagem		N	Percentagem		Percentagem		N	Percentagem			
CEO/CHAIR	Sim	190	33,2%		174	60,8%		5,6%		16	5,6%			
	Não	382	66,8%		112	39,2%		94,4%		270	94,4%			
RISKCOM	Sim	105	18,4%		26	9,1%		27,6%		79	27,6%			
	Não	467	81,6%		260	90,9%		72,4%		207	72,4%			
BIG4	Sim	44	7,7%		243	85,0%		100,0%		286	100,0%			
	Não	528	92,3%		43	15,0%		0,0%		0	0,0%			

Diferenças estatisticamente significativas a um nível de: ***0,01; **0,05; *0,1 (bilateral)
 Variáveis originais sem qualquer tipo de transformação.

Em relação aos valores médios obtidos pelas variáveis independentes e de controlo nas amostras parciais, é de salientar que, por um lado, as empresas inglesas, quando comparadas com as empresas portuguesas, apresentam valores médios mais elevados relativamente à diversidade de género presente no CA (17,2 para empresas inglesas e apenas 8,5 para as empresas portuguesas) e seu grau de independência (61,4% no Reino Unido e 24,3% em Portugal), às remunerações pagas ao CA (6,6 pelas empresas inglesas e 6,2 pelas empresas nacionais), à existência de comissão de risco (27,6% para empresas inglesas contra 9,1% das empresas portuguesas), ao grau médio de independência da comissão de auditoria existente (95,5% e 31,8% para empresas inglesas e portuguesas respetivamente) e ao número de reuniões realizadas pela mesma (5,2 vezes contra unicamente 3,3 vezes em Portugal). Por contrapartida, as empresas portuguesas evidenciam um número médio de reuniões do CA mais elevado (10,5 vezes contra as 7,9 vezes das empresas inglesas) e uma maior concentração acionista (45,3% contra 14,4%). Relativamente à dualidade CEO/*Chairman* do CA, em 60,8% das empresas portuguesas o *Chairman* do CA ocupa a posição de CEO. Já nas empresas inglesas, apenas em 5,6% das empresas o *Chairman* do CA e o CEO são a mesma pessoa. Por sua vez, 85,0% das empresas portuguesas e a totalidade das empresas inglesas possuem uma BIG 4 como auditor externo.

Além disso, destaca-se ainda, enquanto características genéricas, que as empresas inglesas apresentam um maior volume de ativos que as empresas portuguesas (523,7 e 10,5 milhões respetivamente), um maior rácio de rendibilidade do capital próprio (29,5% contra 16,8%), um número de anos de presença no mercado regulamentado mais elevado (22,0 anos contra 11,8 das empresas portuguesas) e um nível de internacionalização mais evidente (cerca de 75,2% no Reino Unido e 32,8% em Portugal). Quanto ao grau de alavancagem financeira, a situação inverte-se uma vez que os rácios mais elevados são evidenciados pelas empresas portuguesas (145,9% para 46,7% das empresas inglesas).

Por último, para além do procedimento de análise descritiva, a tabela 12 demonstra ainda os valores de teste às médias (teste T) da variável dependente e de cada uma das variáveis independentes e de controlo.

Na realização do teste T teve-se em consideração o facto de as amostras utilizadas para a concretização do teste serem independentes. Os valores de prova (*p-value*) obtidos são, na sua generalidade, estatisticamente significativos, evidenciando que as duas subamostras são diferentes.

Além disso, por forma a validar os resultados obtidos na análise descrita e aferir eventuais diferenças ao nível das amostras parciais foram realizados testes não paramétricos às variáveis contínuas, nomeadamente, o teste U de *Mann-Whitney*

(tabela 12). O teste U de *Mann-Whitney* tem como finalidade testar a igualdade das distribuições. Os resultados obtidos permitem rejeitar a hipótese nula validando-se, deste modo, a hipótese alternativa de que as variáveis contínuas apresentam diferenças estatisticamente ao nível das medianas.

A tabela 13 mostra a evolução da divulgação de informação sobre práticas de ERM ao longo do período de análise, permitindo evidenciar um comportamento crescente do grau de divulgação tanto na amostra global (painel A), como nas amostras parciais (painéis B e C). Em matéria de componentes de ERM, o grau médio de divulgação de informação praticado diverge consoante a componente do ERM e consoante o ano de análise. Neste sentido, analisando a tabela 6 é possível concluir que:

- as componentes “ambiente interno” (%DIV_COMP1) e “objetivos” (%DIV_COMP2) apresentam como anos de maior grau médio de divulgação de informação os anos de 2012 (painel A – 10,0% para %DIV_COMP1 e 2,6% para %DIV_COMP2), 2014 (painel C – 10,3% para %DIV_COMP1; painel B – 2,8% e painel C – 2,9% para %DIV_COMP2) e 2015 (painel B – 10,2% para %DIV_COMP1);

- a componente “identificação de acontecimentos/eventos” (%DIV_COMP3), por sua vez, atingiu maior divulgação média de informação em 2006 (painel A – 1,6% e painel B – 2,3%), em 2011 e 2012 (painel C – 1,6%);

- a componente “avaliação de risco” (%DIV_COMP4), em comparação com todas as outras componentes, evidencia ao longo de todo ao período de análise valores médios de divulgação de informação mais elevados. No entanto, 2006 (painel B – 17,7%) e 2016 (painel A – 17,1% e painel C – 17,3%) destacam-se de todos os outros períodos;

- a componente “resposta ao risco” (%DIV_COMP5) expressa os anos de 2006 (painel A 1,3% e painel B – 1,8%) e 2011 (painel C – 1,5%) como sendo os anos em que esta componente reuniu ao longo do período analisado maior volume médio de divulgação de informação;

- a componente “atividades de controlo” (%DIV_COMP6) alcançou, por sua vez, maior divulgação de informação nos anos de 2006 (painel A – 0,7%), 2007 (painel B – 1,1%) e 2011 (painel C – 0,6%);

- por último, as componentes “informação e comunicação” (%DIV_COMP7) e “monitorização” (%DIV_COMP8) demonstraram uma divulgação média mais elevada em 2006 (painel A e B – 0,1% e painel C – 0,8% para %DIV_COMP8), 2014 (painel A – 4,3% e painel C – 4,6% para %DIV_COMP7), 2015 (painel B – 4,9% para %DIV_COMP7).

Tabela 13: Evolução Divulgação da Informação sobre Práticas de ERM

Anos	Média									
	%DIV_ERM	%DIV_COMP1	%DIV_COMP2	%DIV_COMP3	%DIV_COMP4	%DIV_COMP5	%DIV_COMP6	%DIV_COMP7	%DIV_COMP8	
<i>Painel A: Amostra global (572 observações)</i>										
2006	0,183	0,068	0,012	0,016	0,118	0,013	0,007	0,027	0,010	
2007	0,206	0,048	0,006	0,005	0,105	0,005	0,007	0,016	0,000	
2008	0,221	0,064	0,009	0,007	0,113	0,004	0,000	0,020	0,000	
2009	0,244	0,065	0,010	0,003	0,126	0,005	0,003	0,023	0,000	
2010	0,271	0,073	0,000	0,001	0,106	0,006	0,000	0,018	0,001	
2011	0,285	0,071	0,007	0,008	0,120	0,010	0,003	0,029	0,001	
2012	0,289	0,100	0,026	0,015	0,161	0,004	0,001	0,038	0,000	
2013	0,294	0,071	0,007	0,004	0,107	0,002	0,000	0,029	0,000	
2014	0,299	0,096	0,028	0,009	0,143	0,007	0,001	0,043	0,002	
2015	0,306	0,090	0,012	0,007	0,136	0,007	0,002	0,039	0,000	
2016	0,307	0,095	0,021	0,010	0,171	0,012	0,000	0,040	0,002	
Teste t	-5,449 ***	-4,427 ***	-3,493 ***	1,718 *	-4,722 ***	,562	4,628 ***	-4,052 ***	3,659 ***	
<i>Painel B: Portugal (286 observações)</i>										
2006	0,115	0,086	0,015	0,023	0,177	0,018	0,011	0,038	0,011	
2007	0,142	0,066	0,011	0,010	0,158	0,011	0,014	0,022	0,000	
2008	0,158	0,077	0,019	0,015	0,140	0,004	0,000	0,024	0,000	
2009	0,195	0,065	0,015	0,003	0,101	0,006	0,002	0,026	0,000	
2010	0,231	0,057	0,000	0,000	0,103	0,000	0,000	0,013	0,000	
2011	0,248	0,053	0,000	0,000	0,089	0,004	0,000	0,016	0,001	
2012	0,251	0,100	0,024	0,013	0,157	0,003	0,003	0,043	0,000	
2013	0,257	0,048	0,003	0,003	0,087	0,001	0,000	0,024	0,000	
2014	0,262	0,089	0,028	0,007	0,159	0,009	0,000	0,039	0,003	
2015	0,271	0,102	0,020	0,010	0,157	0,009	0,003	0,049	0,000	
2016	0,273	0,097	0,024	0,013	0,168	0,012	0,000	0,041	0,002	
Teste t	-5,045 ***	-1,252	-2,247 **	2,584 **	-0,039	1,726 *	3,614 ***	-0,125	3,736 ***	
<i>Painel C: Reino Unido (286 observações)</i>										
2006	0,252	0,050	0,009	0,009	0,059	0,008	0,003	0,015	0,008	
2007	0,269	0,031	0,000	0,000	0,052	0,000	0,000	0,010	0,000	
2008	0,285	0,052	0,000	0,000	0,085	0,004	0,000	0,017	0,000	
2009	0,293	0,065	0,005	0,003	0,150	0,003	0,003	0,020	0,000	
2010	0,310	0,090	0,000	0,001	0,109	0,013	0,000	0,022	0,001	
2011	0,321	0,089	0,015	0,016	0,150	0,015	0,006	0,043	0,000	
2012	0,326	0,100	0,028	0,016	0,164	0,005	0,000	0,033	0,000	
2013	0,332	0,094	0,011	0,004	0,126	0,002	0,000	0,035	0,000	
2014	0,335	0,103	0,029	0,010	0,127	0,004	0,001	0,046	0,000	
2015	0,340	0,078	0,005	0,005	0,116	0,004	0,000	0,029	0,000	
2016	0,341	0,093	0,018	0,007	0,173	0,012	0,000	0,040	0,001	
Teste t	-3,652 ***	-6,765 ***	-2,804 ***	,102	-14,910 ***	-1,333	3,035 ***	-11,922 ***	1,552	

Diferenças estatisticamente significativas a um nível de: ***0,01; **0,05; *0,1 (bilateral)

Por outro lado, conclui-se ainda, que o teste *t* realizado a estas variáveis e cujo resultado se encontra disponibilizado na tabela 13, confirma que a maioria das variáveis analisadas nos painéis A, B e C não seguem uma distribuição normal (*p-value* < 0,01; < 0,05 e < 0,10). Contudo, é de referir que esta situação não é aplicável no painel A à variável %DIV_COMP5, no painel B às variáveis %DIV_COMP1, %DIV_COMP4 e %DIV_COMP7 e, finalmente, no painel C às variáveis %DIV_COMP3 e %DIV_COMP5.

2.4.2. MATRIZ DE CORRELAÇÕES

A matriz de correlações indica até que ponto os valores de uma variável estão relacionados com os de outra. Na análise de correlação procura-se, pois, uma medida que seja capaz de sintetizar o grau de relacionamento entre as variáveis a avaliar. Deste modo, foram realizados os procedimentos de correlação de *Pearson* (para as variáveis contínuas) e de *Spearman* (para as variáveis categóricas) de modo a aferir a relação existente entre a variável dependente, as variáveis independentes e as variáveis de controlo.

Os resultados obtidos expõem-se na tabela 14. Em relação às variáveis contínuas, o coeficiente de correlação de *Pearson* permite concluir a existência de correlações positivas e significantes ($p\text{-value} < 0,01$) entre o nível de divulgação de informação sobre práticas de ERM e as variáveis grau de independência do CA, diversidade de género do CA, remunerações pagas ao CA, grau de independência da comissão de auditoria e reuniões da comissão de auditoria enquanto variáveis independentes. Por sua vez, ao nível das variáveis de controlo, os resultados confirmaram correlações positivas e estatisticamente significantes ($p\text{-value} < 0,01$) com a dimensão da empresa, a rendibilidade, a idade da empresa e o nível de internacionalização. Já as variáveis concentração acionista ($p\text{-value} < 0,01$) e alavancagem financeira ($p\text{-value} < 0,05$).

No que concerne às variáveis categóricas, os resultados obtidos a título de coeficiente de correlação de *Spearman*, é possível identificar correlações positivas e significantes ($p\text{-value} < 0,01$) entre o nível de divulgação de informação sobre práticas de ERM e as variáveis comissão de risco e auditor externo BIG 4. Por seu turno, em relação às variáveis dualidade do CEO/*Chairman* do CA e setor de atividade as correlações identificadas são negativas e estatisticamente significantes ($p\text{-value} < 0,01$). Saliencia-se ainda e dado que as variáveis apresentam entre si algum nível de correlação, que foi testada a possibilidade de multicolinearidade entre as variáveis. Para tal, e como Lechner e Gatzert (2017) e Dias *et al.* (2017), entre outros, foi calculado o valor de VIF (*Value Inflated Factors*) das variáveis.

A matriz de correlações evidencia, ao longo das variáveis independentes e de controlo, alguns coeficientes de correlação elevados e estatisticamente significativos. Tais resultados podem indiciar potenciais problemas de multicolinearidade. Contudo, após análise dos *Value Inflated Factors* (VIF) verificou-se que este problema é reduzido, pois o máximo VIF encontrado é inferior a 2,7.

Tabela 14: Matriz de Correlações

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Painel A: Correlações de Pearson para as variáveis contínuas																						
1 %DIV_ERM	1																					
2 BOARDIND	,452**	1																				
3 WOM	,184**	,294**	1																			
4 BOARDME	-,023	-,157**	-,126**	1																		
5 MANAGCO	,551**	,582**	,273**	-,090*	1																	
6 AUDIND	,542**	,730**	,215**	-,168**	,694**	1																
7 AUDMEET	,421**	,508**	,060	-,006	,504**	,683**	1															
8 %SHARE	-,294**	-,461**	-,326**	,179**	-,487**	-,565**	-,315**	1														
9 %INT	,359**	,505**	,149**	-,176**	,444**	,442**	,335**	-,284**	1													
10 SIZE	,136**	,068	,136**	-,054	,084*	,058	,060	,064	,055	1												
11 ROE	,235**	,233**	,162**	-,050	,242**	,252**	,067	-,311**	,090*	-,095*	1											
12 DEBT	-,096*	-,146**	,050	,221**	-,141**	-,218**	-,052	,047	-,189**	-,055	-,028	1										
13 AGE	,194**	,149**	,251**	-,114**	,161**	,174**	,083*	-,090*	,150**	,514**	,041	-,073	1									
Painel B: Correlações de Spearman para as variáveis categóricas																						
14 CEO/CHAIR	-,547**	-,555**	-,149**	,230**	-,629**	-,686**	-,584**	,552**	-,443**	-,009	-,147**	,124**	-,136**	1								
15 RISKCOM	,194**	,245**	,150**	-,086*	,153**	,282**	,232**	-,242**	,183**	,046	,148**	-,025	,075	-,239**	1							
16 BIG4	,269**	,169**	,214**	-,136**	,267**	,264**	,200**	-,091*	,299**	,031	,111**	-,275**	,086*	-,235**	,067	1						
17 CONSGOODS	-,112**	-,067	,169**	,064	-,079	-,069	-,122**	,137**	,093*	-,010	-,029	-,112**	-,007	,089*	-,137**	,082*	1					
18 ENERG	,191**	,145**	,071	,111**	,204**	,210**	,254**	-,136**	-,060	-,016	-,031	-,025	,031	-,175**	,096*	,071	-,071	1				
19 CONSERV	,007	,069	,094*	-,174**	-,025	,108**	,038	-,023	-,067	,023	,197**	,059	,040	,010	-,093*	,182**	-,184**	-,158**	1			
20 TECNOL	-,118**	-,079	-,250**	,297**	-,084*	-,033	,014	-,004	-,149**	,009	-,028	,048	-,051	,060	-,093*	-,582**	-,094*	-,081	-,208**	1		
21 MANUF	,033	-,048	-,061	-,103*	,019	-,140**	-,096*	,013	,127**	-,013	-,132**	-,011	-,017	-,010	,167**	,102*	-,278**	-,238**	-,613**	-,314**	1	
22 COUNTR	-,447**	-,709**	-,383**	,302**	-,625**	-,751**	-,345**	,689**	-,580**	-,039	-,333**	,350**	-,229**	,586**	-,239**	-,285**	0,000	-,082*	-,127**	,196**	,038	1

Correlação é significativa a: **0,01; *0,05 (bilateral).

2.4.3. REGRESSÃO LINEAR

De modo a testar a relação existente entre as diversas variáveis independentes, variáveis de controlo e o nível de divulgação sobre práticas de ERM foram realizados procedimentos de análise multivariada, nomeadamente de regressão linear.

Como as variáveis dependentes, independentes e de controlo não seguem uma distribuição normal, previamente ao modelo de regressão, procedeu-se à sua normalização através da transformação de Blom (Cooke, 1998). Todos os demais pressupostos do modelo de regressão foram verificados. Para evitar questões de heterocedasticidade os “*standard errors*” foram corrigidos pela matriz de *White*.

Salienta-se que foi salvaguardada a possibilidade de autocorrelação de resíduos considerando-se no modelo de regressão linear o teste de *Durbin-Watson* (Balgati, 2008). Este teste de *Durbin-Watson* testa a hipótese nula de que os resíduos de uma regressão linear não estão autocorrelacionados contra a alternativa de que os resíduos seguem um processo de AR1. A inclusão deste teste para ajustamento dos resíduos aquando da realização do modelo de regressão múltipla permite, pois, que o *output* produzido seja de maior fiabilidade.

Relativamente ao teste de regressão linear objeto de análise, este apresenta uma combinação de dez variáveis independentes e cinco variáveis de controlo numa base de análise composta por 572 observações sendo que foram controlados os efeitos fixos de indústria (setor de atividade), de país e de ano, correspondendo a um modelo *Least Square Dummy Variable* (LSDV).

Como as variáveis independentes “AUDMEET” e “AUDIND” eram fortemente correlacionadas, para evitar problemas de multicolinearidade, optou-se por correr dois modelos, um para cada uma das variáveis. A tabela 15 evidencia os resultados obtidos decorrentes da aplicação do modelo de regressão linear.

Tabela 15: Modelo Regressão Linear (LSD)

Variáveis	Sinal Esperado	Model 1 (N=572)			Model 2 (N=572)		
		Coefficientes	t	p-value	Coefficientes	t	p-value
Constante		-0,942	-4,663	0,000	-0,869	-4,397	0,000
BOARDIND	+	0,148	2,867	0,004	0,071	1,472	0,142
WOM	+	-0,041	-1,030	0,304	-0,015	-0,380	0,704
BOARDMEET	+	0,083	2,303	0,022	0,086	2,424	0,016
MANAGCO	?	0,234	5,271	0,000	0,169	3,911	0,000
AUDMEET	+	-0,001	-0,008	0,993	---	---	---
AUDIND	?	---	---	---	0,353	3,543	0,000
%SHARE	?	0,055	1,311	0,190	0,063	1,519	0,129
CEO/CHAIR	+	-0,566	-5,108	0,000	-0,473	-4,416	0,000
RISKCOM	+	0,093	1,023	0,307	0,022	0,252	0,801
BIG4	+	0,452	2,732	0,007	0,343	2,093	0,037
%INT		0,071	1,917	0,056	0,086	2,311	0,021
SIZE		-0,058	-1,481	0,139	-0,061	-1,592	0,112
ROE		0,180	4,512	0,000	0,187	4,804	0,000
DEBT		0,008	0,217	0,828	0,010	0,267	0,790
AGE		-0,045	-1,045	0,296	-0,050	-1,174	0,241
Efeitos fixos de indústria		Incluído			Incluído		
Efeitos fixos de país		Incluído			Incluído		
Efeitos fixos de anos		Incluído			Incluído		
Ajustamento do modelo:							
R ²		0,521			0,536		
R ² ajustado		0,496			0,511		
Estatística F		20,363		0,000	21,554		0,000
<i>Durbin-Watson</i> Estatística		1,988			1,916		
Max. VIF		2,555			2,700		

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Em primeiro lugar, é de salientar que, para a combinação de fatores utilizada, os modelos 1 e 2 apresentam o ajustamento de *Durbin-Watson* de modo a salvaguardar o nível de autocorrelação entre resíduos. Neste sentido, a tabela 15 demonstra, para a variável dependente **%DIV_ERM**, uma estatística de *Durbin-Watson* aceitável pelo que é possível concluir da não existência significativa de autocorrelação entre resíduos ($DW = 1,988$ – modelo 1 e $= 1,916$ – modelo 2).

Depois, relativamente aos valores obtidos a título de R^2 , é possível verificar que as variáveis independentes e de controlo possuem poder explicativo sobre a variável dependente **%DIV_ERM** em ambos os modelos ($R^2 = 0,521$ e $= 0,536$ para os modelos 1 e 2 respetivamente). Isto significa que as variáveis objeto de teste explicam cerca de 52,1% e 53,6% da divulgação de informação sobre práticas de ERM efetuada pelas empresas não financeiras portuguesas e inglesas. Por sua vez, quando avaliado o R^2 ajustado, verifica-se que o peso explicativo das variáveis independentes e de controlo sobre a divulgação de informação sobre práticas de ERM desce para 49,6% no modelo 1 e para 51,1% no modelo 2.

De seguida, a estatística **F** apresentada na tabela 8 tem como finalidade evidenciar o nível de significância do modelo. Assim, é possível concluir que ambos os modelos de regressão aplicados sobre a variável dependente %DIV_ERM apresentam-se como estatisticamente significativos validando-se, portanto, a hipótese alternativa de significância conjunta dos estimadores ($F = 20,363$ no modelo 1 e $= 21,554$ no modelo 2; $p\text{-value} = 0,000$).

No que se refere às variáveis explicativas da variável dependente %DIV_ERM, através da leitura do modelo 1, conclui-se que as variáveis independentes MANAGCOMP, CEO/CHAIR, BOARDIND, BIG4 ($p\text{-value} < 0,01$) e BOARDMEET ($p\text{-value} < 0,05$) demonstram significância estatística na explicação da variável independente, apresentando uma associação positiva.

Deste modo, é possível afirmar que as variáveis independência do CA, dualidade CEO/*Chairman* do CA, remunerações pagas ao CA, reuniões do CA e auditor externo tipo BIG 4 têm influência sobre o nível de divulgação de informação sobre práticas de ERM praticado pelas empresas não financeiras portuguesas e inglesas. No entanto, tendo em consideração os resultados atingidos, apenas é possível proceder à validação das hipóteses **H₁**, **H₄**, **H₅** e **H₉**.

Em relação às restantes hipóteses, o modelo 1 de regressão linear múltipla realizado não proporcionou dados que conduzissem à sua validação. A tabela 16 apresenta, a título de resumo, os resultados dos testes de hipóteses.

Posteriormente, procedeu-se à realização do modelo 2 de regressão linear fazendo-se a inclusão da variável “independência da comissão de auditoria” (AUDIND) e retirando-se a variável “reuniões de auditoria” (AUDMEET) de modo a evitar a colinearidade. Os resultados obtidos são idênticos, ou seja, confirma-se a validade estatística das variáveis BOARDMEET, MANAGCOMP, CEO/CHAIR e BIG 4 na explicação da variável dependente %DIV_ERM. Contudo, com a introdução da variável AUDIND, a variável BOARDIND deixa de ter significância estatística ao nível da variável dependente, sendo esta transferida para a variável AUDIND. Deste modo, os membros independentes do CA quando membros independentes da comissão de auditoria possuem influência significativa na explicação da divulgação de informação sobre práticas de ERM. Neste contexto, validam-se, portanto, as hipóteses **H₄**, **H₅**, **H₇**, e **H₉**.

Por sua vez, os resultados obtidos pelas variáveis de controlo no modelo 2 também eles são idênticos aos resultados alcançados no modelo 1.

Tabela 16: Resultados Testes de Hipóteses

Hipótese	Variável Independente	Sinal Esperado	Divulgação de Informação sobre Práticas de ERM	Modelo
H ₁	Independência do CA (BOARDIND)	+	Hipótese validada	1
H ₂	Dualidade CEO / Chairman do CA (CEO/CHAIR)	+	Hipótese não validada	1 e 2
H ₃	Diversidade de Género do CA (WOM)	+	Hipótese não validada	1 e 2
H ₄	Reuniões do CA (BOARDMEET)	+	Hipótese validada	1 e 2
H ₅	Remunerações do CA (MANAGCOMP)	?	Hipótese validada	1 e 2
H ₆	Comissão de Risco (RISKCOM)	+	Hipótese não validada	1 e 2
H ₇	Independência da Comissão de Auditoria (AUDIND)	?	Hipótese validada	2
H ₈	Reuniões da Comissão de Auditoria (AUDMEET)	+	Hipótese não validada	1 e 2
H ₉	Auditor Externo (Big4) (BIG4)	+	Hipótese validada	1 e 2
H ₁₀	Concentração Acionista (%SHARE)	?	Hipótese não validada	1 e 2

Fonte: Elaboração Própria

Em relação às variáveis de controlo, apenas as variáveis ROE (Modelo 1 e 2: $p\text{-value} < 0,01$) e %INT (Modelo 1: $p\text{-value} < 0,10$; Modelo 2: $p\text{-value} < 0,05$) demonstraram significância estatística com a variável dependente. Se, por um lado, as variáveis %INT e ROE revelaram uma associação positiva e significativa com a variável dependente, por outro, as variáveis SIZE e AGE demonstraram uma associação negativa, mas sem significância estatística. Já a variável DEBT demonstrou uma associação positiva, mas sem qualquer significância estatística ao nível da variável dependente.

2.4.4. TESTES DE ROBUSTEZ: ENDOGENEIDADE ASSOCIADA A VARIÁVEIS OMITIDAS

Os resultados da tabela 15 foram analisados em termos de endogeneidade associada a questões de variáveis omitidas e/ou simultaneidade. O problema de enviesamento por variáveis omitidas é provocado por heterogeneidade não observada quer ao nível de empresa, quer ao nível de efeitos temporais. As variáveis omitidas podem levar a uma incorreta atribuição das motivações da divulgação de ERM a questões ambientais e/ou a questões de incentivos propriamente ditos.

Este problema pode ser eliminado através do modelo de efeitos fixos (Brown *et al.*, 2011). Ora, tratando-se de um estudo empírico com uma série temporal composta por onze períodos de análise (2006 a 2016) e cinquenta e duas unidades de secção-cruzada, efetuou-se um diagnóstico de dados em painel. Os resultados evidenciados na tabela 17 mostram que o modelo *Pooled* ($p\text{-value} < 0,01$) e o modelo de efeitos aleatórios ($p\text{-value} < 0,01$) não são apropriados, sendo que a estatística de Breusch-Pagan LM ($p\text{-value} > 0,01$) valida a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos.

Tabela 17: Testes Diagnóstico de Painel

Modelos	Diagnóstico de Dados Painel		
	Estatísticas	Modelo 1	Modelo 2
<i>Pooled</i>	F	1,570	1,669
	<i>p-value</i>	0,009	0,004
Efeitos Fixos	<i>Breusch-Pagan LM</i>	0,498	0,136
	<i>p-value</i>	0,481	0,712
Efeitos Aleatórios	<i>Hausman</i>	77,615	88,655
	<i>p-value</i>	0,000	0,000

Deste modo, foi utilizado o seguinte modelo de regressão de efeitos fixos para dados painel, tanto para o modelo 1, como para o modelo 2:

$$\%DIV_ERM_{it} = \beta_0 + \sum_{i=1}^{10} \beta_i GOVERNO\ DAS\ SOCIEDADES_{it} + \sum_{i=11}^{15} \beta_i CONTROLO_{it} + \sum_{i=16}^{20} \beta_i EFEITOS\ INDÚSTRIA_{it} + \beta_{21} EFEITOS\ PAÍS_{it} + \sum_{i=22}^{31} \beta_{it} EFEITOS\ ANO_{it} + \gamma_i + \varepsilon_{it}$$

Os resultados são evidenciados na tabela 18.

A título de conclusões, o modelo de painel de efeitos fixos corrobora os resultados dos modelos de regressão presentes na anterior tabela 15. Mais ainda, o modelo de dados em painel de efeitos fixos atribui ainda validade estatística na explicação da variável dependente %DIV_ERM à variável independente RISKCOM (*p-value* = 0,036 no modelo 1 para um nível de significância de 0,05) e à variável de controlo AGE (*p-value* = 0,072 no modelo 1; e *p-value* = 0,046 no modelo 2 para um nível de significância de 0,10 e 0,05 respetivamente).

Por outro lado, os valores obtidos a título de R^2 demonstram um poder explicativo das variáveis independentes e de controlo sobre a variável dependente %DIV_ERM de 58,6% e 60,0% para cada um dos modelos.

Tabela 18: Painel de Efeitos Fixos

Variáveis	Sinal Esperado	Modelo Painel de Efeitos Fixos					
		Model 1 (N=572)			Model 2 (N=572)		
		Coefficientes	t	p-value	Coefficientes	t	p-value
Constante		-6,699	-8,011	<0,0001	-6,597	-7,856	<0,0001
BOARDIND	+	0,128	2,470	0,014	0,065	1,449	0,148
WOM	+	-0,024	-0,603	0,547	-0,001	-0,030	0,976
BOARDMEET	+	0,048	1,154	0,249	0,049	1,273	0,204
MANAGCOMP	?	0,292	6,174	<0,0001	0,232	4,834	<0,0001
AUDMEET	+	0,045	0,729	0,466			
AUDIND	?				0,373	4,118	<0,0001
%SHARE	?	0,003	0,076	0,940	0,018	0,530	0,596
CEO/CHAIR	+	-0,566	-4,099	<0,0001	-0,499	-3,955	<0,0001
RISKCOM	+	0,149	2,102	0,036	0,082	1,232	0,218
BIG4	+	0,426	2,257	0,024	0,348	1,927	0,055
SIZE		-0,024	-0,175	0,861	0,027	0,206	0,837
ROE		0,153	3,633	0,000	0,153	3,792	0,000
DEBT		-0,006	-0,180	0,857	-0,002	-0,068	0,946
AGE		-0,113	-1,803	0,072	-0,123	-2,005	0,046
Efeitos fixos de indústria		Incluído			Incluído		
Efeitos fixos de país		Incluído			Incluído		
Efeitos fixos de ano		Incluído			Incluído		
Ajustamento do modelo:							
R ²		0,586			0,600		
R ² ajustado		0,448			0,467		
Estatística F		8,811		0,000	9,334		0,000
Durbin-Watson Estatística		1,932			1,866		

Estimativa de erros robustos, pela metodologia de Arellano

2.4.5. TESTES DE ROBUSTEZ: ENDOGENEIDADE ASSOCIADA A SIMULTANEIDADE

A endogeneidade associada a problemas de simultaneidade ou “causalidade reversa” deriva de associações significativas entre as variáveis explicativas e a variável dependente. Para eliminar a possibilidade de que a divulgação de ERM e as variáveis de governo das sociedades estarem simultaneamente associadas, ao contrário do que tanto o quadro teórico, como as proposições empíricas implicitamente sugerem de que as variáveis de governo das sociedades influenciam a divulgação de ERM, utilizou-se variáveis *lagged* no seguinte modelo de regressão:

$$\%DIV_ERM_{it} = \beta_0 + \sum_{i=1}^{10} \beta_i GOVERNO\ DAS\ SOCIEDADES_{it-1} + \sum_{i=11}^{15} \beta_i CONTROLO_{it-1} + \sum_{i=16}^{20} \beta_i EFEITOS\ INDÚSTRIA_{it-1} + \beta_{21} EFEITOS\ PAÍS_{it-1} + \sum_{i=22}^{31} \beta_i EFEITOS\ ANO_{it-1} + \varepsilon_{it-1}$$

Os resultados encontram disponibilizados na tabela 19. À semelhança dos resultados anteriores, os modelos LAGGED consolidam as variáveis independentes MANAGCOMP, CEO/CHAIR e RISKCOM como variáveis explicativas da variável dependente %DIV_ERM. Além disso, os resultados demonstram também influência significativa da variável independente AUDMEET e da variável de controlo SIZE sobre a divulgação de informação sobre práticas de ERM. É ainda de salientar que o poder explicativo das variáveis independentes e de controlo sobre a variável independente é reforçado através da realização deste teste ($R^2 = 0,631$ e $e = 0,620$; Estatística F = 24,099 e $e = 23,216$).

Tabela 19: Modelo Variáveis Independentes e Controlo LAGGED

Variáveis	Sinal Esperado	Modelo com variáveis independentes e de controlo LAGGED					
		Modelo 1 (N=424)			Modelo 2 (N=427)		
		B	t	p-value	B	t	p-value
Constante		0,302	2,214	0,027	0,335	2,407	0,017
BOARDIND	+	0,009	0,238	0,812	0,020	0,455	0,649
WOM	+	-0,032	-1,008	0,314	-0,036	-1,113	0,267
BOARDMEET	+	-0,041	-1,537	0,125	-0,044	-1,626	0,105
MANAGCOMP	?	0,114	3,052	0,002	0,115	2,976	0,003
AUDMEET	+	0,067	1,736	0,083			
AUDIND	?				0,009	0,135	0,892
%SHARE	?	-0,043	-1,145	0,253	-0,037	-0,952	0,342
CEO/CHAIR	+	0,270	3,498	0,001	0,203	2,566	0,011
RISKCOM	+	-0,334	-4,938	0,000	-0,304	-4,442	0,000
BIG4	+	-0,091	-0,895	0,371	-0,093	-0,896	0,371
PINT		0,112	3,592	0,000	0,113	3,584	0,000
SIZE		0,066	2,003	0,046	0,067	1,975	0,049
ROE		-0,095	-3,540	0,000	-0,085	-3,114	0,002
DEBT		0,008	0,281	0,779	0,017	0,636	0,525
AGE		0,040	1,253	0,211	0,042	1,290	0,198
Efeitos fixos de indústria		Incluído			Incluído		
Efeitos fixos de país		Incluído			Incluído		
Efeitos fixos de ano		Incluído			Incluído		
Ajustamento do modelo:							
R ²		0,631			0,620		
R ² ajustado		0,605			0,594		
Estatística F		24,099		0,000	23,216		0,000
Durbin-Watson Estatística		1,971			1,930		
Max. VIF		2,488			4,066		

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

2.4.6. TESTES DE ROBUSTEZ: ENDOGENEIDADE ASSOCIADA A CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS E OS ERROS

Os resultados da tabela 17 mostram a estatística de teste de *Hausman* (p -value < 0,01). Se por um lado, estes resultados evidenciam que o modelo de efeitos aleatórios não é apropriado, por outro rejeita a hipótese nula de inexistência de endogeneidade derivada de correlação entre as variáveis explicativas e os erros. Para solucionar este problema de endogeneidade, de acordo com Ntim *et al.* (2013) utilizou-se um modelo de variáveis instrumentais (*two-stage least square regression*). Assumiu-se que na primeira etapa as variáveis de governo das sociedades seriam determinadas pelas variáveis de controlo. Na segunda etapa, re-estimámos as variáveis associadas às hipóteses com os valores estimados previamente, considerando-as variáveis instrumentais. A tabela 20 evidencia os resultados.

Tabela 20: Modelo Variáveis Instrumentais (2SLS)

Variáveis	Modelo de variáveis instrumentais (2SLS)					
	Modelo 1 (N=572)			Modelo 2 (N=572)		
	Coefficientes	t	p-value	Coefficientes	t	p-value
Constante	-0,298	-2,226	0,026	-0,261	-1,949	0,052
BOARDIND	0,124	2,636	0,009	0,075	1,456	0,146
WOM	0,033	0,827	0,409	0,039	0,991	0,322
BOARDMEET	0,082	2,394	0,017	0,089	2,633	0,009
MANAGCOMP	0,293	6,271	0,000	0,264	5,461	0,000
AUDMEET	0,057	1,207	0,228			
AUDIND				0,213	2,519	0,012
%SHARE	0,083	1,975	0,049	0,107	2,510	0,012
CEO/CHAIR	-0,545	-5,355	0,000	-0,508	-5,026	0,000
RISKCOM	0,220	2,506	0,012	0,199	2,274	0,023
BIG4	0,469	3,589	0,000	0,430	3,271	0,001
Ajustamento do modelo:						
R ²	0,406			0,411		
R ² ajustado	0,396			0,401		
Estatística F	42,614		0,000	43,525		0,000

Mais uma vez, os resultados são consistentes com os resultados dos testes anteriores, apresentando as variáveis BOARDIND, BOARDMEET, MANAGCOMP, AUDIND, CEO/CHAIR e BIG4 como variáveis explicativas do nível de divulgação de informação sobre práticas de ERM.

2.5. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

O objetivo do estudo empírico realizado era o de proporcionar informação sobre o grau de divulgação de informação sobre práticas de ERM praticado por cinquenta e duas empresas não financeiras admitidas à negociação na EL e na LSE, e relacioná-lo com as características individuais das empresas analisadas, de modo a aferir algum tipo de relação entre o grau de divulgação apresentado e aquelas características. Verificou-se que as empresas não financeiras pertencentes à amostra praticam um baixo nível de divulgação de informação (26,4% em termos médios) onde a componente de maior divulgação foi a relativa a “avaliação de risco”. Este facto vai ao encontro aos argumentos usados por Levich *et al.* (1999), Fatemi e Glaum (2000) e Aureli e Salvatori (2012) que indicam a sobrevivência da organização como sendo o objetivo fundamental da gestão de risco e que a informação divulgada neste âmbito se referia, essencialmente, aos tipos de risco e às ações conducentes à sua gestão.

De modo a aferir conclusões sobre o tipo de relação entre as características individuais e o nível de divulgação praticado foram realizados procedimentos de análise bivariada (matriz de correlações de *Pearson* e de *Spearman*) e análise multivariada (regressão linear OLS). A matriz de correlações tinha como finalidade aferir a existência de relações entre a variável dependente, as variáveis independentes e as variáveis de controlo. Os resultados obtidos permitiram concluir a existência de associações significativas entre a variável dependente e cerca de metade das variáveis objeto de teste. Contudo, verificou-se que o sentido de orientação entre as variáveis era diferente consoante a variável independente ou de controlo.

Por sua vez, o modelo de regressão linear múltipla tinha como finalidade demonstrar o poder explicativo das variáveis independentes e de controlo sobre a variável dependente. Os resultados possibilitaram concluir que, das dez variáveis independentes, seis apresentaram significância estatística na explicação da variável dependente. No entanto, os resultados apenas permitiram a validação das hipóteses enunciadas em relação à independência do CA (BOARDIND), ao número de reuniões do CA (BOARDMEET), às remunerações pagas ao CA (MANAGCOMP), à independência da comissão de auditoria (AUDCIND) e ao auditor externo (BIG4).

Concretizando, os resultados obtidos:

- em relação à variável “independência do CA”, evidenciou-se que a independência do CA detém influência sobre a divulgação de informação sobre práticas de ERM num dos modelos desenvolvidos (modelo 1). Deste modo, confirmam-se os argumentos associados às teorias da agência, da legitimidade e institucional. Por

contrapartida, os resultados obtidos pelo modelo 2 de regressão são consistentes com os resultados enunciados por Golshan e Rasid (2012) e Dias *et al.* (2017) que concluíram a não significância desta variável sobre a adoção de um sistema ERM pelas empresas cotadas malaias e sobre a divulgação de informação sobre responsabilidade social de empresas cotadas portuguesas;

- por sua vez, relativamente às variáveis “dualidade entre CEO e *Chairman* do CA” e “diversidade de género (traduzida pelo número de mulheres que compõem o CA), o estudo empírico confirmou a existência de uma relação negativa. Contudo, apenas a variável “dualidade entre CEO e *Chairman* do CA” possui influência na divulgação de informação sobre práticas de ERM. Rejeitaram-se, pois, os pressupostos teóricos (agência, legitimidade e institucional) associados a estas variáveis sendo os resultados obtidos consistentes com os resultados de Hassan *et al.* (2017) que enumeram a existência do mesmo tipo de associação entre a dualidade CEO/*Chairman* e a eficácia das comissões de auditoria, e contrariando os estudos de Ntim *et al.* (2012b), Ntim e Soobaroyen (2012), Ntim *et al.* (2013) e Ahmad *et al.* (2015);

- quanto à variável “reuniões do CA”, o estudo empírico demonstrou poder explicativo desta variável sobre a divulgação de informação sobre práticas de ERM. Neste sentido, validam-se os argumentos das teorias utilizadas e é possível corroborar os resultados de Liu e Zhang (2017) e Callahan e Soileau (2017) que aferiram a existência de uma relação positiva com as características de governo das sociedades e o ERM;

- relativamente à variável “remunerações do CA”, os resultados possibilitaram concluir que as remunerações pagas aos membros do CA detêm influência positiva sobre o grau de divulgação de informação sobre práticas de ERM. Deste modo, confirma-se a perspetiva defendida por Martikainen *et al.* (2015) e Oliveira *et al.* (2018) de que remunerações elevadas do CA possam estar associadas a incrementos na divulgação de informação. Esta perspetiva comprova os pressupostos associados às teorias da agência, legitimidade e institucional;

- no que concerne à existência de “comissão de risco”, o estudo empírico demonstrou que a existência desta comissão não possui poder explicativo sobre a divulgação de práticas de ERM. Os resultados contrariam, pois, os resultados obtidos por Liebenberg e Hoyt (2003), Beasley *et al.* (2005), Önder e Ergin (2012), Yazid *et al.* (2012), Seamer *et al.* (2015), Dias *et al.* (2017), Florio e Leoni (2017) e Mohd-Sanusi *et al.* (2017) aquando da avaliação da relação destas variáveis com o ERM. Os pressupostos teóricos utilizados para introdução desta variável foram, também eles, descartados;

- por contrapartida, no que diz respeito às variáveis “independência da comissão de auditoria”, “reuniões da comissão de auditoria”, e “auditor externo BIG4”, o estudo empírico evidenciou resultados opostos. Se, por um lado, a independência da comissão de auditoria e o auditor externo BIG4 evidenciaram uma associação positiva entre estas e a divulgação de informação sobre práticas de ERM [coerente com os resultados alcançados por Beasley *et al.* (2005), Oliveira *et al.* (2011a), Paape e Speklé (2012), Golshan e Rasid (2012), Ahmad *et al.* (2015), Ji *et al.* (2015), Seamer *et al.* (2015), Lechner e Gatzert (2017)], por outro lado, as reuniões da comissão de auditoria demonstraram uma associação negativa em relação à divulgação de informação sobre práticas de ERM [coerente com os pressupostos teóricos utilizados e com os resultados de Oliveira *et al.* (2018)]. No entanto, apenas as variáveis “independência da comissão de auditoria” e “BIG 4” demonstraram influência significativa sobre o nível de divulgação de informação sobre práticas de ERM;

- por último, para a variável “concentração acionista”, foi possível aferir que a percentagem de ações detidas pelo principal acionista não possui poder explicativo sobre o grau de divulgação de informação sobre práticas de ERM. Este resultado é semelhante aos resultados obtidos por Oliveira *et al.* (2011a, 2011b) e Paape e Speklé (2012).

No que diz respeito às variáveis de controlo, os resultados apresentados pelo estudo empírico enumeram as variáveis “nível de internacionalização” e “rendibilidade” como variáveis que detém influência positiva na divulgação de informação sobre práticas de ERM. Estes resultados vão ao encontro dos resultados alcançados por Beasley *et al.* (2005), Abraham e Cox, (2007), Hoyt e Liebenberg (2008), Amran *et al.* (2009), Önder e Ergin (2012), Paape e Speklé (2012), Yazid *et al.* (2012), Bertinetti *et al.* (2013), Seamer *et al.* (2015), Zéghal e Aoun (2016), Hassan *et al.* (2017) e Lechner e Gatzert (2017).

Por contrapartida, as variáveis “dimensão” e “idade” demonstraram, por sua vez, uma influência negativa no que diz respeito à divulgação de informação sobre práticas de ERM. Os resultados evidenciados pelo estudo empírico contrariam os resultados de Hoyt e Liebenberg (2008), Oliveira *et al.* (2011b), Golshan e Rasid (2012) e Hassan *et al.* (2017) que enunciaram a existência de uma associação positiva com a divulgação de informação. Por fim, a variável “alavancagem financeira”, ao contrário de Lechner e Gatzert (2017), não demonstrou qualquer influência sobre a divulgação de informação sobre práticas de ERM.

Finalmente, os testes de robustez e de endogeneidade realizados a título complementar permitiram confirmar os resultados obtidos através do modelo de regressão linear.

CONCLUSÃO

Ao longo das últimas décadas assistiu-se a uma tendência crescente de interesse sobre questões de gestão de risco (Paape e Speklé, 2012) e de Governo das Sociedades (Hassan *et al.*, 2017). Além disso, os *stakeholders* das organizações têm demonstrado um maior envolvimento exigindo, por um lado, um aumento do nível da transparência e *accountability* por forma a reduzir o grau de exposição ao risco e, por outro lado, uma gestão de risco que eficaz que permita usufruir das oportunidades criadas (Paape e Speklé, 2012; COSO, 2017).

Deste modo e para responder a este conjunto de expectativas, surgiu o *framework* Enterprise Risk Management (ERM) do COSO que adquiriu ênfase e especial relevância como uma perspectiva holística e integrada da gestão de risco (Liebenberg e Hoyt, 2003; COSO, 2004; Beasley *et al.*, 2005; Hoyt e Liebenberg, 2011; Pagach e Warr, 2011; Razali e Tahir, 2011; Golshan e Rasid, 2012; Paape e Speklé, 2012; Bertinetti *et al.*, 2013; Bromiley *et al.*, 2015; Niralia, 2015; COSO, 2017; Lechner e Gatzert, 2017).

Neste sentido, o estudo empírico teve como finalidade evidenciar quais os fatores determinantes do nível de divulgação de informação sobre práticas de ERM realizado por cinquenta e duas empresas de cariz não financeiro, admitidas à negociação na EL e na LSE, tendo como série temporal o período entre 2006 e 2016.

Os resultados evidenciados pelo estudo empírico possibilitaram a retirada de várias conclusões.

Em primeiro lugar, verificou-se que, em termos de divulgação de informação sobre práticas de ERM, as empresas não financeiras pertencentes à amostra global praticaram um nível baixo de divulgação de informação (26,4% de divulgação média no período analisado). Este resultado pode ser justificado pela complexidade de implementação de um sistema ERM (COSO, 2004, 2017). Além disso, verificou-se, ainda, que no que se refere a componentes de informação sobre práticas de ERM aquela que adquiriu maior destaque foi a componente designada “avaliação de risco” (divulgação média de 12,8%) o que valida o argumento usado por Levich *et al.* (1999), Fatemi e Glaum (2000) e Aureli e Salvatori (2012) quanto ao objetivo da gestão de risco. Em segundo lugar, concluiu-se que a amostra parcial inglesa divulga, em média, mais informação sobre práticas de ERM (30,9%) do que a amostra parcial portuguesa (21,8%). A justificação poderá estar associada à maior tradição em matéria de governo das sociedades experimentada pelas empresas não financeiras inglesas. Depois, constatou-se também que, apesar do baixo grau de divulgação de informação

apresentado pelas empresas não financeiras analisadas, a divulgação de informação segue, desde 2006 até 2016, uma tendência crescente ao longo dos anos.

Relativamente aos fatores determinantes da divulgação de informação sobre práticas de ERM, o estudo empírico permitiu aferir que as variáveis independência do CA, dualidade CEO/*Chairman* do CA, reuniões do CA, remunerações pagas ao CA, independência da comissão de auditoria e auditor externo tipo BIG 4 têm influência significativa sobre o nível de divulgação de informação sobre práticas de ERM praticado pelas empresas não financeiras avaliadas. Contudo, e considerando os resultados alcançados apenas foi possível validar as hipóteses enunciadas relativamente às variáveis independência do CA (**H₁**), reuniões do CA (**H₄**), remunerações pagas ao CA (**H₅**), independência da comissão de auditoria (**H₇**) e auditor externo (**H₉**). Estes resultados são consistentes com os resultados evidenciados pela literatura. Os testes de robustez e de endogeneidade realizados validam os fatores determinantes identificados.

Salienta-se ainda que as variáveis nível de internacionalização e rendibilidade utilizadas a título de variáveis de controlo apresentaram associações positivas e com significância estatística com a divulgação de informação sobre práticas de ERM, o que é coerente com a literatura utilizada.

No entanto, o estudo empírico desenvolvido evidencia algumas limitações, nomeadamente, ao nível da dimensão da amostra, do quadro conceptual utilizado (ERM do COSO de 2004) que, à data de conclusão deste trabalho de investigação já foi objeto de revisão (junho de 2017).

Por último, destacam-se a título de contribuições do estudo empírico, a compreensão percebida ao nível de divulgação de informação sobre práticas de ERM, de acordo com o quadro conceptual *Enterprise Risk Management – Integrated Framework* do COSO, assim como a identificação das características individuais das instituições que são potencialmente explicativas do nível de divulgação.

Enquanto sugestões de investigação futura indica-se a realização de um estudo complementar de *value relevance* que permita medir a sensibilidade da divulgação de informação sobre práticas de ERM no processo de tomada de decisão dos investidores.

CONCLUSÕES

O trabalho de investigação realizado teve como objetivos proporcionar informação relativamente ao grau de divulgação de informação sobre práticas de ERM realizado por empresas portuguesas e inglesas de cariz não financeiro. Por outro lado, procurou-se ainda aferir quais os fatores determinantes do nível de divulgação de informação praticado.

Deste modo, para prossecução dos objetivos definidos, este trabalho de investigação foi estruturado em duas partes distintas, mas complementares entre si. A primeira parte destinou-se, pois, à realização de uma extensa revisão de literatura subordinada à problemática do ERM nas suas vertentes de governo das sociedades e de divulgação de informação. Por sua vez, a segunda parte reuniu os ensaios destinados ao estudo exploratório de aferição do grau de divulgação de informação sobre práticas de ERM conduzido pelas empresas não financeiras pertencentes à amostra; e, ainda, o ensaio de avaliação das determinantes do nível de divulgação de informação evidenciado.

O ensaio de revisão de literatura evidenciou que a nova abordagem que é o ERM decorre da crescente complexidade que os mercados atuais evidenciam, exigindo às organizações que neles operam uma maior capacidade de liderança estratégica e supervisão ao nível de práticas de governo das sociedades (Beasley et al., 2011).

Assim, verificou-se que a literatura analisada dá um especial destaque à importância que o ERM tem vindo a adquirir ao longo da última década, uma vez que, a tradicional gestão de risco tem-se apresentado como manifestamente insuficiente (Cohen et al., 2016), e, portanto, tem vindo a evoluir para uma abordagem holística e integrada (Liebenberg e Hoyt, 2003; COSO, 2004, 2017; Beasley et al., 2005; Gordon et al., 2009; Pagach e Warr, 2010; Quon et al., 2012; Ahmad et al., 2014; Bromiley et al., 2015) que fornece uma linguagem comum e linhas de orientação gerais (COSO, 2004, 2017; Huang et al., 2011). Além disso, para além das vantagens identificadas ao nível da gestão integrada de riscos, a literatura demonstra que o ERM propicia às organizações um melhor desempenho a vários níveis, ajudando a sustentar a sua vantagem competitiva (Gordon et al., 2009; Eckles et al., 2010; Hoyt e Liebenberg, 2011). Deste modo, e dado o crescente interesse que o ERM tem suscitado junto dos diferentes *stakeholders* das organizações, foi possível concluir, pois, que o ERM constitui-se como mecanismo de governo das sociedades por excelência (Liebenberg e Hoyt, 2003; Beasley et al., 2005; Hoyt e Liebenberg, 2008; Razali et al., 2011; Golshan

e Rasid, 2012; Maingot et al., 2012; Liu e Zhang, 2017; Callahan e Soileau, 2017; etc.). Esta importância decorre, sem dúvida, do argumento de O'Donnell (2005), Hoy e Liebenberg (2011) e Callahan e Soileau (2017) que salientam que o ERM é benéfico para as organizações na medida em que proporciona uma redução da volatilidade dos preços das ações e dos resultados, do custo do capital externo, por um lado, e, por outro lado, aumenta a eficiência do capital e cria sinergias entre as diferentes atividades de gestão de risco.

Além disso, o primeiro ensaio possibilitou ainda concluir que, no que se refere a quadros teóricos que suportam o ERM, estes são de variada ordem, sendo que aquele que mais destaque adquiriu foi a teoria da agência. Contudo, a literatura mais recente tem vindo a evidenciar não apenas a utilização de um único quadro teórico, mas sim a conjugação de vários pressupostos de cada um deles num género de “multi-theoretical framework”. Por outro lado, a literatura evidenciou a existência de vários estudos sobre diversos aspetos do ERM (adoção, grau de implementação, determinantes, influência ao nível do desempenho e performance, etc.). Contudo, ao nível da ligação entre o ERM e o relato financeiro, através da divulgação de informação, foi identificada uma lacuna de investigação. Por último, a prevalência de estudos de natureza anglo-saxónica fez salientar a necessidade de realização de estudos comparativos que permitissem aferir divergências nas práticas de ERM.

Relativamente ao segundo ensaio realizado, os resultados obtidos, através da utilização de um índice de divulgação composto por oito componentes de informação a divulgar de acordo com o framework ERM do COSO de 2004, permitiram concluir que o nível de informação divulgada sobre práticas de ERM conduzidas pelas empresas portuguesas e inglesas pode ser amplamente objeto de melhoria. No entanto, verificou-se que, ao longo do período analisado, o nível de divulgação de informação apresentou uma evolução crescente ao longo dos anos. A evolução favorável ao longo do período pode ser justificada quer pelo facto do período analisado incluir períodos de crise económica e financeira, quer pela tendência e preocupação crescente a nível europeu e internacional, de incorporação nas organizações de um conjunto consistente de boas práticas de governo das sociedades. No que concerne à crise económica e financeira, as organizações têm tendencialmente maior predisposição para divulgação voluntária de informação por forma a garantir a sua credibilidade junto dos diversos stakeholders (Ntim et al., 2013; Abraham e Shrivies, 2014 citados por Zéghal e Aoun, 2016). Por contrapartida, a própria crise económica e financeira e os escândalos dela decorrentes impulsionaram os organismos reguladores dos mercados regulamentados a implementar e/ou aperfeiçoar regras, processos e procedimentos de boas práticas de gestão, dentro das organizações, de modo a que estas fossem capazes de demonstrar

sistemas de controlo interno mais eficazes e processos de gestão de risco mais abrangentes e consistentes, devidamente alinhados com a estratégia organizacional.

Além disso, concluiu-se também que as empresas inglesas apresentaram um maior grau de informação divulgada sobre práticas de ERM o que pode ser eventualmente justificado pela maior tradição em matérias de governo das sociedades do Reino Unido (Abraham e Cox, 2007; Albuquerque et al., 2015; Fraser e Simkins, 2016). Por fim, os resultados evidenciaram ainda que a componente do ERM sobre “avaliação de risco” foi a componente mais divulgada, quer pelas empresas portuguesas, quer pelas empresas inglesas, o que poderá demonstrar a aceitação e adoção quer do ERM do COSO (O’Donnell, 2005; Paape e Speklé, 2012), como das recomendações emitidas pela CMVM e IPCG, em Portugal, e pelo FRC e pela LSE no Reino Unido.

No que se concerne ao terceiro ensaio, o estudo empírico permitiu aferir que as variáveis independência do CA, dualidade CEO/*Chairman* do CA, reuniões do CA, remunerações pagas ao CA, independência da comissão de auditoria e auditor externo tipo BIG 4 têm influência significativa sobre o nível de divulgação de informação sobre práticas de ERM praticado pelas empresas não financeiras avaliadas. Contudo, e considerando os resultados alcançados, apenas foi possível validar as hipóteses enunciadas relativamente às variáveis independência do CA (H_1), reuniões do CA (H_4), remunerações pagas ao CA (H_5), independência da comissão de auditoria (H_7) e auditor externo (H_9). Os resultados alcançados neste terceiro ensaio são consistentes com os resultados evidenciados pela literatura. Os testes de robustez e de endogeneidade realizados validam os fatores determinantes identificados. Salienta-se ainda que o nível de internacionalização e a rendibilidade utilizadas a título de variáveis de controlo apresentaram associações positivas e com significância estatística com a divulgação de informação sobre práticas de ERM, o que é coerente com a literatura utilizada.

Em relação às contribuições deste trabalho de investigação realizado, salienta-se a compreensão percebida ao nível do grau de divulgação de informação sobre práticas de ERM realizado pelas empresas portuguesas e inglesas de natureza não financeira admitidas à negociação na EL e na LSE, de acordo com o quadro conceptual Enterprise Risk Management – Integrated Framework do COSO (2004). Além disso, foi ainda possível perceber quais as semelhanças e diferenças encontradas ao nível de divulgação de práticas de ERM em Portugal e no Reino Unido.

Por outro lado, foi possível proceder à identificação das características individuais das organizações que são potencialmente explicativas do nível de divulgação de informação sobre práticas de ERM. Deste modo, é de referir ainda que a

realização de estudos que tenham como finalidade realizar uma comparação das práticas de ERM entre países de realidades diferentes ao nível de governo das sociedades (o caso de Portugal e do Reino Unido) poderá ser considerada uma mais-valia em termos de contribuições para a literatura existente.

No entanto, o trabalho de investigação desenvolvido evidencia algumas limitações, nomeadamente, ao nível da dimensão da amostra utilizada, do quadro conceptual usado como referência (ERM do COSO de 2004) que, à data de conclusão deste trabalho de investigação já foi objeto de revisão (junho de 2017). Por fim, enquanto sugestões de investigação futura indica-se a realização de um trabalho de investigação complementar de *value relevance* que permita medir a sensibilidade da divulgação de informação sobre práticas de ERM no processo de tomada de decisão dos investidores.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abdullah, M.H.S.B., Hamid, M.A., & Yatim, P. (2017). The Effect of Enterprise Risk Management on Firm Value: Evidence from Malaysian Technology Firms. *Journal Pengurusan*, 49, 3-11. doi: 10.17576/pengurusan-2017-49-01.
- Abraham, S., & Cox, P. (2007). Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. *The British Accounting Review*, 39, 227-248.
- Abrams, C., von Känel, J., Pfitzmann, B., & Ruschka-Taylor, S. (2006). Optimized Enterprise Risk Management. *Research Report*. IBM Research GmbH.
- Achmad, T., Faisal, F., & Oktarina, M. (2017). Factors Influencing Voluntary Corporate Risk Disclosure Practices by Indonesian Companies. *Corporate Ownership & Control*, 14(3). 286-292.
- Aebi, V., Sabato, G., & Schmid, M. (2012). Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3213–3226. doi:10.1016/j.jbankfin.2011.10.020
- Ahmad, S., Ng, C. & McManus, L.A. (2014). Enterprise Risk Management (ERM) Implementation: Some empirical evidence from large Australian companies. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 164, 541-547.
- AIRMIC & ALARM & IRM (2010). *A structured approach to Enterprise risk Management (ERM) and the requirements of ISO 31000*.
- Albuquerque F., Marcelino M., & Lima, M. (2015). O risco: definições e um breve enquadramento histórico. *Revista Revisores e Auditores*, Janeiro_Março, 14-27.
- Amran, A., Bin, A.M.R., & Hassan, B.C.H.M. (2009). Risk Reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. *Managerial Auditing Journal*, 24(1), 39-57. doi: 10.1108/02686900910919893.
- Aureli, S., & Salvatori, F. (2012). Perceptions of risk management practices through the reading of public corporate financial documents. *III Financial Reporting Workshop – Naples* (June).
- Aven, T. (2012). The risk concept—historical and recent development trends. *Reliability Engineering & System Safety*, 99(0951), 33–44. doi:10.1016/j.ress.2011.11.006.
- Aven, T., & Renn, O. (2009). On risk defined as an event where the outcome is uncertain. *Journal of Risk Research*, 12(1), 1–11. doi:10.1080/13669870802488883.
- Balgati, B.H. (2008). *Econometric Analysis of Panel Data*, 4th edition, John Wiley & Sons, West Sussex.

- Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29, 1-51.
- Banker, R.D., Huang, R., & Natarajan, R. (2009). Incentive Contracting and Value Relevance of Earnings and Cash Flows. *Journal of Accounting Research*, 47(3), 647-678.
- 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. doi:10.1016/j.jaccpubpol.2005.10.001.
- Beasley, M., Branson, B., & Hancock, B. (2011). Report on the current state of enterprise risk oversight: 3rd Edition. *Research Conducted by the ERM Initiative at North Carolina State*.
- Beasley, M.S. (2016). What is Enterprise Risk Management?: <http://www.erm.ncsu.edu>
- Beja, R. (2004). *Risk Management - Gestão, Relato e Auditoria dos Riscos do Negócio*. Portugal: Áreas Editora.
- Bertinetti, G.S., Cavezzali, E., & Gardenal, G. (2013). The Effect of Enterprise Risk Management Implementation on the Firm Value of European Companies. *Working paper*, Department of Management, Università Ca'Foscari Venezia.
- Bromiley, P., Mcshane, M., Nair, A., & Rustambekov, E. (2015). Enterprise Risk Management: Review, Critique and Research Directions. *Long Range Planning*, 48, 265-276. doi: 10.1016/j.lrp.2014.07.005.
- Brown, P., Beekes, W. & Verhoeven, P. (2011). Corporate governance, accounting and finance: a review, *Accounting and Finance*, 51, 96-172.
- Buckby, S., Gallery, G., & Ma, J. (2015). An analysis of risk management disclosures: Australian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 30(8/9), 812-869. doi: 10.1108/MAJ-09-2013-0934.
- Callahan, C., & Soileau, J. (2017). Does Enterprise risk management enhance operating performance?. *Advances in Accounting*, 37, 122-139.
- Castanheira, N., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2010). Factors associated with the adoption of risk-based internal auditing. *Managerial Auditing Journal*, 25(1), 79–98. doi:10.1108/02686901011007315.
- Código de Governo das Sociedades. (2018). Instituto Português de Corporate Governance. https://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/codigo_de_governo_das_sociedades_ipcg_vf.pdf.

- Cohen, J., Krishnamoorthy, G., & Wright, A. (2016). Enterprise Risk Management and the Financial Reporting Process: The Experiences of Audit Committee Members, CFO's, and External Auditors. *Contemporary Accounting Research*, "Accepted Article". doi:10.1111/1911-3846.12294.
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO). (2004). *Enterprise Risk Management - Integrated Framework*. EUA: COSO.
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO). (2012). *Enterprise Risk Management: Understanding and Communicating Risk Appetite*. EUA: COSO.
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO). (2013). *Demystifying Sustainability Risk: Integrating the Triple Bottom Line Into an Enterprise Risk Management Program*. EUA. COSO.
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO). (2017a). *Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance*. EUA: COSO.
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO). (2017b). News Release: COSO Issues Important Update to ERM Framework. EUA: COSO.
- Cooke, T.E. (1998). Regression analysis in accounting disclosures studies. *Accounting & Business Research*, 28 (3), 209-24.
- Courteau, L., Di Pietra, R., Giudici, P., & Melis, A. (2017). The role and effect of controlling shareholders in corporate governance. *Journal of Management and Governance*, 21, 561-572. doi:10.1007/s10997-016-9365-1.
- D'Arcy, S.P. (2001). Enterprise Risk Management. *Journal of Risk Management of Korea*, 12(1), 207-228.
- Daud, W.N.W., Yazid, A. S., & Hussin, R. (2010). The Effect Of Chief Risk Officer (CRO) On Enterprise Risk Management (ERM) Practices: Evidence From Malaysia. *International Business & Economics Research Journal*, 9(11), 55–64.
- Decreto-Lei n.º 89/2017, de 28 de julho e Retificação n.º 21/2017, de 25 de agosto. (2017). Código das Sociedades Comerciais.
- Deegan, C. (2002). The legitimising effect of social and environmental disclosures - A theoretical foundation. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15, 282-311.
- Dia, M., & Zéghal, D. (2008). Fuzzy evaluation of risk management profiles disclosed in corporate annual reports. *Canadian Journal of Administrative Sciences / Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 25(3), 237–254. doi:10.1002/cjas.66.

- Dias, A., Rodrigues, L.L., & Craig, R. (2017). Corporate Governance effects on social Responsibility Disclosures. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 11(2), 3-22. doi:10.14453/aabfj.v11i2.2.
- DiMaggio, P., Powell, W. (1983). The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48 (2), 147-160.
- Dubofsky, D.A., & Miller, T.W. (2003). *Derivatives: Valuation and Risk Management*. Oxford University Press.
- Eckles, D., Hoyt, R., & Miller, S. (2011). The impact of enterprise risk management on the marginal cost of reducing risk: Evidence from the insurance industry, (July). Retrieved from http://www90.homepage.villanova.edu/michael.pagano/SMERM_riskreduction_eckles_hoyt_miller.pdf.
- Eckles, D., Hoyt, R., & Miller, S. (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, 409-423.
- Elbannan, M.A. (2009). Quality of internal control over financial reporting, corporate governance and credit ratings. *International Journal of Disclosure and Governance*, 6(2), 127–149. doi:10.1057/jdg.2008.32
- Elshandidy, T., & Neri, L. (2015). Corporate governance, risk disclosure practices, and market liquidity: comparative evidence from the UK and Italy. *Corporate Governance: An International Review*, 23(4), 331-356.
- Fatemi, A., & Glaum, M. (2000). Risk management practices of German firms. *Managerial Finance*, 26(3), 1–17. doi:10.1108/03074350010766549.
- Federation of European Risk Management Associations. (2002). Norma de Gestão de Riscos.
- Financial Reporting Council (2018) - <https://www.frc.org.uk/>.
- Financial Reporting Council. (2012). What constitutes an explanation under 'comply or explain'?. *Report of discussions between companies and investors*.
- Florio, C., & Leoni, G. (2017). Enterprise Risk Management and Firm Performance: The Italian Case. *The British Accounting Review*, 49, 46-74. doi:10.1016/j.bar.2016.08.003.
- Fraser, J. R. S., & Simkins, B. (2016). The challenges of and solutions for implementing enterprise risk management. *Business Horizons*, 59, 689-698.
- Golshan, N.M., & Rasid, S.Z.A. (2012). Determinants of Enterprise Risk Management Adoption: An Empirical Analysis of Malaysian Public listed Firms. *International Journal of Social and Human Sciences*, 6, 119-126.

- Gomes, E. (2014). A importância do Controlo Interno no planeamento da auditoria. *Revista Revisores e Auditores*, Janeiro_Março, 09-31.
- 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. doi:10.1016/j.jaccpubpol.2009.06.006.
- Gramling, A.A., & Myers, P.M. (2006). Internal auditing's role in ERM. *Internal Auditor*, 52-58.
- Gramling, A.A., O'Donnell, E.F., & Vandervelde, S.D. (2013). An experimental examination of factors that influence auditor assessments of a deficiency in internal control over financial reporting. *Accounting Horizons*, 27(2), 249-269.
- Haimes, Y. Y. (2009). On the complex definition of risk: a systems-based approach. *Risk analysis: an official publication of the Society for Risk Analysis*, 29(12), 1647–54. doi:10.1111/j.1539-6924.2009.01310.x.
- Haron, H., Ibrahim, D. D. N., Jeyaraman, K., & Chye, O. H. (2010). Determinants of internal control characteristics influencing voluntary and mandatory disclosures: A Malaysian perspective. *Managerial Auditing Journal*, 25(2), 140–159. doi:10.1108/02686901011008954.
- Hassan, Y., Hijazi, R., & Naser, K. (2017). Does audit committee substitute or complement other corporate governance mechanisms: Evidence from an emerging economy. *Managerial Auditing Journal*. <https://doi.org/10.1108/MAJ-08-2016-1423>.
- Hayne, C. & Free, C. (2014). Hybridized professional groups and institutional work: COSO and the rise of enterprise risk management. *Accounting Organizations and Society*, 39 (5), 309-330.
- Hoyt, R. E., & Liebenberg, A. P. (2008). *The Value of Enterprise Risk Management: Evidence from the U.S. Insurance Industry*.
- Hoyt, R.E. & Liebenberg, A.P., (2011). The value of Enterprise Risk Management. *Journal of Risk and Insurance*, 78(4), 795-822. doi:10.1111/j.1539-6975.2011.01413.x.
- Huang, S.-M., Hung, W.-H., Yen, D. C., Chang, I.-C., & Jiang, D. (2011). Building the evaluation model of the IT general control for CPAs under enterprise risk management. *Decision Support Systems*, 50(4), 692–701. doi:10.1016/j.dss.2010.08.015.
- Hudin, N.S., & Hamid, A.B.A. (2014). Drivers to the implementation of risk management practices: A conceptual framework. *Journal of Advanced Management Science*, 2(3), 163-169.
- Instituto Português de Corporate Governance. (2018). http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=1192&Itemid=6

- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Ji., X., Lu, W., Qu, W. (2015). Determinants and economic consequences of voluntary disclosure of internal control weaknesses in China. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11, 1-17. doi: 10.1016/j.jcae.2014.12.001.
- Ji., X., Lu, W., Qu, W. (2017). Voluntary Disclosure of Internal Control Weaknesses and Earnings Quality: Evidence from China. *The International Journal of Accounting*, 52, 27-44. doi: 10.1016/j.intacc.2017.01.007.
- Jorge, M.J.S, & Augusto, M.A.G. (2011). Financial risk exposures and risk management: evidence from european nonfinancial firms. *Rev. Adm. Mackenzie*, 12(5), 68-97.
- Kurniawanto, H., Suhardjanto, D., Bandi, & Agustiniingsih, W. (2017). Corporate Governance and Corporate Risk Disclosure: Empirical Evidence of Non-Financial Companies Listed in Indonesia Stock Exchange. *Review of Integrative Business and economics Research*, 6(4).
- Lechner, P., & Gatzert, N. (2017). Determinants and Value of Enterprise Risk Management: Empirical Evidence from Germany. *Working paper*, Department of Insurance Economics and Risk Management, Friedrich-Alexander University Erlangen-Nurnberg (FAU).
- Levich, R. M., Hayt, G. S., & Markets, C. W. (1999). 1998 Survey of Derivatives and Risk Management Practices by U. S. Institutional Investors. *KPMG Investment Consulting Group*, (October).
- 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.
- Lim, C. Y., & Tan, P. M.-S. (2007). Value relevance of value-at-risk disclosure. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 29(4), 353–370. doi:10.1007/s11156-007-0038-7.
- Lin, Y., Wen, M., & Yu, J. (2012). Enterprise Risk Management: Strategic Antecedents, Risk Integration and Performance. *North American Actuarial Journal*, 16(1), 1-28, DOI: 10.1080/10920277.2012.10590630.
- Linsley, P., & Shriver, P.J. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 36, 387-404.
- Liu, X., & Zhang, C. (2017). Corporate Governance, social responsibility information disclosure, and enterprise value in China. *Journal of Cleaner Production*, 142, 1075-1084.

- Maingot, M., Quon, T.K., & Zéghal, D. (2012). The effect of the financial crisis on enterprise risk management disclosures. *International Journal of Risk Assessment and Management*, 4(16), 227-247. doi:10.1504/IJRAM.2012.051261.
- Major, M. J., & Vieira, R. (2009). *Contabilidade e Controlo de Gestão*. Portugal: Escolar Editora.
- Manab, N.A., Hussin, M.R. & Kassim, I. (2007). Empirical study on theory and practice of enterprise-wide risk management (EWRM) on internal auditing and risk management functions of public listed companies in Malaysia. *Asia-Pacific Risk and Insurance Association*.
- Martikainen, M., Kinnunen, J., Miihkinen, A., & Pontus, T. (2015). Board's financial incentives, competence, and firm risk disclosure. *Journal of Applied Accounting Research*, 16(3), 333-358. <https://dx.doi.org/10.1108/JAAR-10-2014-0117>.
- Mcshane, M.K., Nair, A., & Rustambekov, E. (2010). Does Enterprise Risk management Increase Firm Value?. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26(4), 641-658.
- Meek, G.K., & Thomas, W.B. (2004). A review of market-based international accounting research. *Journal of International Accounting Research*, 3(1), 21-41.
- Mikes, A., & Kaplan, R.S. (2014). Towards a Contingency Theory of Enterprise Risk Management. *Working Paper*, Harvard Business School.
- Mohd-Sanusi, Z., Motjaba-Nia, S., Roosle, N.A., Sari, R.N., & Harjitok, A. (2017). Effects of Corporate Governance Structures on Enterprise Risk Management Practices in Malaysia. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(1), 6-13.
- Morris, R.D. (1987). Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice. *Accounting and Business Research*, 18(69), 47-56.
- Niralia, R. (2015). Literature Review: On Enterprise Risk Management. *Elk Asia Pacific Journal of Finance and Risk Management*, 6(4). doi: 10.16962/EAPJFRM/issn.2349-2325/2015.
- Nocco, Brian W. & Stulz, René M. (2006). Enterprise Risk Management: Theory and Practice. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(4).
- Ntim, C. G., & Soobaroyen, J. (2012). Black economic empowerment disclosures: the influence of ownership and board characteristics. *Journal of Business Ethics*. doi: 10.1007/s10551-012-1446-8.
- Ntim, C. G., Opong, K. K., & Danbolt, J. (2012a). The Relative Value Relevance of Shareholder versus Stakeholder Corporate Governance Disclosure Policy Reforms in South Africa. *Corporate Governance: An International Review*, 20(1), 84–105. doi:10.1111/j.1467-8683.2011.00891.x.

- Ntim, C. G., Opong, K. K., Danbolt, J., & Thomas D.A. (2012b). Voluntary corporate governance disclosures by post-Apartheid South African corporations. *Journal of Applied Accounting Research*, 13(2), 122–144. doi: 10.1108/09675421211254830.
- Ntim, C.G., Lindop. S., & Thomas, D.A. (2013). Corporate Governance and Risk Reporting in South Africa: A Study of Corporate Risk Disclosures in the Pre- and Post-2007/2008 Global Financial Crisis Period. *International Review of Financial Analysis*, 30, 363-383.
- O'Donnell, E. (2005). Enterprise risk management: A systems-thinking framework for the event identification phase. *International Journal of Accounting Information Systems*, 6(3), 177–195. doi:10.1016/j.accinf.2005.05.002.
- Oliveira, J., Rodrigues, L.L. & Craig, R. (2011a). Risk-Related Disclosures by Non-Finance Companies: Portuguese Practices and Disclosure Characteristics. *Managerial Auditing Journal*, 26(9), 817-839.
- Oliveira, J., Rodrigues, L.L. & Craig, R. (2011b). Voluntary risk reporting to enhance institutional and organizational legitimacy: evidence from Portuguese banks. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 19(3), 271-289.
- Oliveira, J., Serrasqueiro, R., & Mota, S.N. (2018). Determinants of Risk Reporting by Portuguese and Spanish non-finance companies. *European Business Review*. <https://doi.org/10.1108/EBR-04-2017-0076>.
- Önder, S. & Ergin, H. (2012). Determiners of enterprise risk management applications in Turkey: An empirical study with logistic regression model on the companies included in ISE (Istanbul Stock Exchange). *Business and Economic Horizons*, 7(1), 19-26.
- Paape, L., & Speklé, R.F. (2012). The Adoption and Design of Enterprise Risk Management Practices: An Empirical Study. *European Accounting Review*, 21(3), 533-564.
- Pagach, D., & Warr, R. (2010). The Effects of Enterprise Risk Management on Firm Performance. *Working Paper*, North Carolina State University, Raleigh.
- Pagach, D., & Warr, R. (2011). The Characteristics of Firms that hire Chief Risk officers. *Journal of Risk and Insurance*, 78(1), 185-211.
- Ping, T.A., & Muthuveloo, R. (2015). The Impact of Enterprise Risk Management on Firm Performance. *Asian Social Science*, 22(11), 149-159.
- Pinheiro, P.M.B. (2009). *A relação entre o Governo das Sociedades e a rentabilidade das empresas cotadas na Euronext Lisboa no período entre 2003 e 2007*. Mestrado em Gestão de Empresas. Évora: Universidade de Évora. Dissertação de Mestrado.
- Pires, A. M. (2008). *Impacto da Lei Sarbanes Oxley no sistema de control interno das empresas cotadas nos EUA: O caso português*. Mestrado em Contabilidade e

- Auditoria. Lisboa: Universidade Aberta, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa. Dissertação Mestrado.
- Quon, T. K., Zéghal, D., & Maingot, M. (2012). Enterprise Risk Management and Firm Performance. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 62, 263–267. doi:10.1016/j.sbspro.2012.09.042.
- Rao, R. K. S., & Gutierrez, G. J. (2010). Shareholders' Wealth-Maximizing Operating Decisions and Risk Management Practices in a Mixed Contracts Economy. *Production and Operations Management*, 19(4), 418–433. doi:10.1111/j.1937-5956.2010.01115.x.
- Rasid, S.Z.A., Golshan, N., Mokhber, M., Tan, G., & Mohd-Zamil, N.A. (2017). Enterprise Risk Management, Performance Measurement Systems and Organizational Performance in Malaysian Public Listed Firms. *International Journal of Business and Society*, 2(18), 311-328.
- Razali, A.R., & Tahir, I.M. (2011). Review of the Literature on Enterprise Risk Management. *Business Management Dynamics*, 1(5), 08-16.
- Razali, A.R., Yasid, A.S., & Tahir, I.M. (2011). The Determinants of Enterprise Risk Management (ERM) Practices in Malaysian Public Listed Companies. *Journal of Social and Development Sciences*, 1(5), 202-207.
- Rochette, M. (2009). From Risk Management to ERM. *Journal of Risk Management in Financial Institutions*, 2(4), 394-408.
- Sarens, G., & D'Onza, G. (2017). Perceptions of financial analysts on risk, risk management and internal control disclosure: evidence from Belgium and Italy. *Louvain School of Management Working Paper Series*, 6.
- Sartini, B.A., Garbugio, G., Botolossi, H.J., Santos, P.A., & Barreto, L.S. (2004). Uma Introdução à Teoria dos Jogos. *II Bienal da SBM*, Universidade Federal da Bahia, 25 a 29 Outubro.
- Schneider, A., Gramling, A., Hermanson, D., & Ye, Z. (2009). A review of academic literature on internal control reporting under SOX. *Journal of Accounting Literature*, (28), 1-46.
- Seamer, M., Choi, B.B., & Lee, D. (2015). Determinants of the Rigour of Enterprise Risk Management Strategies: Evidence from Australia. https://web.actuaries.ie/sites/default/files/erm-resources/91_determinants_rigour_ERM.pdf.pdf.
- Serrasqueiro, R.M., & Mineiro, T.S. (2018). Corporate risk reporting: Analysis of risk disclosures in the interim reports of public Portuguese non-financial companies. *Contaduría y Administración*, 63(3), 1-23.

- Soliman, A., & Adam, M. (2017). Enterprise Risk Management and firm performance: an integrated model for the banking sector. *Banks and Bank Systems*, 12(2), 116-123.
- Surroca, J., Tribó, J.A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: the role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31, 463-490.
- Tavares, C. (2006). Corporate Governance e Responsabilidade Social das Empresas Evolução e Alterações no Governo das Sociedades.
- Tekathen, M., & Dechow, N. (2013). Enterprise risk management and continuous re-alignment in the pursuit of accountability: A German case. *Management Accounting Research*, 1–22. doi:10.1016/j.mar.2013.04.005.
- Thomson, J. C. (2007). SOX 404 and ERM : Perfect Partners . . . Or Not?. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 29–36. doi:10.1002/jcaf.20289.
- Tillinghast – Towers Perrin. (2000). Enterprise Risk Management: An Analytic Approach.EUA.
- Togok, S.H., Isa, C.R., & Zainuddin, S. (2016). Enterprise Risk Management Adoption in Malaysia: A Disclosure Approach. *Asian Journal of Business and Accounting*, 9(1), 83-104.
- Tonello, M. (2007). Emerging Governance Practices in Enterprise Risk Management. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.963221.
- Unerman, J., & Deegan, C. (2011). *Financial Accounting Theory*. (2 ed.) Maidenhead: McGraw-Hill, Inc.
- Valente, R. M. A. C. (2000). *O porquê da cobertura de Risco*.
- Wild, A. F. D. (2007). *Explaining Risk Appetite Setting and Risk Evaluation using Decision Theory*, (June).
- Wilson, T. C. (2013). Risk management lessons learned from the financial crisis : One CRO's view. *Journal of Risk Management in Financial Institutions*, 6(2), 167–178.
- Woods, M., & Humphrey, C. (2008). *Monitoring of the Risk Management System and the Role of Internal and External Audit*. In Woods, M., Kajuter, P., & Linsley, P. International Risk Management - Systems, Internal Control and Corporate Governance. (123-141). EUA: CIMA.
- Woods, M., (2008). *A Commentary on the COSO Internal Control Framework and its links with the Sarbanes-Oxley*. In Woods, M., Kajuter, P., & Linsley, P. International Risk Management - Systems, Internal Control and Corporate Governance. (31-48). EUA: CIMA.
- World Economic Forum. (2016). *The Global Risks Report 2016: 11th Edition*. Suíça: World Economic Forum.

- Yazid, A.S., Daud, W.N.W, & Hussin, M.R. (2008). *Enterprise Risk Management (ERM) Practices Among Government-Linked Companies (GLCs) in Malaysia*. <https://www.jkr.gov.my/prokom/images/stories/pdf/RM/enterprise.pdf>.
- Yazid, A.S., Hussin, M.R., & Daud, W.N.W. (2011). An examination of enterprise risk management (ERM) practices among the government-linked companies (GLC's) in Malaysia. *International Business Research*, 4(4).
- Yazid, A.S., Razali, A.R., & Hussin, M.R. (2012). Determinants of Enterprise Risk Management (ERM): A Proposed Framework for Malaysian Public Listed Companies. *International Business Research*, 5(1), 80-86.
- Zéghal, D., & Aoun, M. E. (2016). The effect of 2007/2008 Financial Crisis on Enterprise Risk Management Disclosure of Top US Banks. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 12(1), 28-51. doi: 10.17265/1548-6583/2016.01.003.
- Zwaan, L. De, Stewart, J., & Subramaniam, N. (2011). Internal audit involvement in enterprise risk management. *Managerial Auditing Journal*, 26(7), 586–604. doi:10.1108/02686901111151323.

