

## A Divulgação das Informações dos Fatores de Risco e o *Value Relevance* no Novo Mercado da B3

**WENNER GLAUCIO LOPES LUCENA**

*Universidade Federal da Paraíba*

**DIEGO DANTAS SIQUEIRA**

*Universidade Federal da Paraíba*

### Resumo

A presente pesquisa analisou a influência do *disclosure* de informações dos fatores de risco no preço das ações das empresas brasileiras, investigando se este tipo de informação é *value relevant*. Para tanto, utilizou-se dados anuais de empresas não financeiras participantes do segmento do novo mercado da B3, no período de 2016-2018, totalizando 299 observações. O *disclosure* dos fatores de riscos foi mensurado utilizando um *Score* de divulgação que leva em consideração a forma como a informação é divulgada. Assim, por meio da análise de conteúdo nos formulários de referência, verificou-se a divulgação dos fatores de risco tomando por base um *checklist* elaborado a partir das exigências da Instrução Normativa CVM nº 552/2014. Buscando analisar o *value relevance* dessa divulgação para o mercado brasileiro, utilizou-se o modelo adaptado de Ohlson (1995). Os resultados encontrados com as estimações do modelo *pooled* demonstraram que no contexto analisado, as divulgações dos fatores de riscos possuem *value relevant*, apresentando uma associação positiva e estatisticamente significativa com o preço das ações. Verificou-se ainda ganho informacional no modelo utilizado ao inserir as divulgações de riscos. Essas evidências demonstram que os investidores reagem positivamente a este tipo de informação sendo considerada na tomada de decisão. Os resultados são relevantes pois demonstram que as exigências legais por aumento na evidenciação dos riscos assim como a atualização recente na norma trouxeram ganho informacional para os usuários da informação. Desse modo, com base nos resultados encontrados foi possível validar a hipótese formulada que o *disclosure* dos fatores de riscos possui *value relevance* para o novo mercado da B3.

**Palavras-chave:** *Disclosure*, Fatores de Riscos, *Value Relevance*.

## 1 INTRODUÇÃO

O ambiente dos negócios é dinâmico e desafiador, exigindo que as empresas estejam sempre buscando trazer melhorias para suas partes interessadas. Nesse cenário, é imprescindível que o conjunto de demonstrações contábeis e relatórios divulgados pelas organizações apresentem informações que auxiliem na tomada de decisões (Ferreira; Carvalho; Farias & Rover, 2016).

A complexidade no âmbito empresarial levou os *stakeholders* a necessitarem de informações mais sofisticadas, exigindo das empresas um maior volume informacional; essas mudanças fizeram com que os reguladores repensassem o conjunto de requisitos exigidos nos demonstrativos financeiros. Dentre esses requisitos, estão as informações sobre incertezas e riscos relacionadas à empresa (Moumen, Othman & Hussainey, 2015). Isto é, situações que podem impactar adversamente a empresa. Envolvendo a possibilidade projetos não sair como esperado, assim como a possibilidade de ocorrência de prejuízos; sejam eles econômicos, financeiros, ambientais, sociais, assim como outros riscos (Gasparetto, Lopes, Santos & Schnorrenberger, 2018).

Sabe-se que para ser útil, a informação que é reportada aos usuários deve ser relevante (Machado, Macedo & Machado, 2015). Assim, o que pode justificar a relevância do *disclosure* de riscos é a existência de assimetria informacional no mercado (Santos & Coelho, 2018). Nesse contexto, o *disclosure* de riscos exerce papel de destaque na proteção dos interesses dos *stakeholders* (Madrigal, Guzmán & Guzmán, 2015). Visto que, de posse de informações que sinalizam a probabilidade de eventos futuros virem a ocorrer, há a redução de incertezas associadas a tomada de decisão dos investidores, os permitindo realizar estimativas mais aprimoradas (Bart, 2018; Santos & Coelho, 2018). Portanto, essas informações são úteis para a tomada de decisão (Elzahar & Hussainey, 2012).

Além disso, a literatura sugere que divulgações de risco podem resultar em aumento na eficiência do mercado (Dietrich, Kachelmeier, Kleinmuntz, & Linsmeier, 2001), pois contribui para redução da assimetria informacional que existe entre a administração e as partes interessadas, no tocante as incertezas (Miihkinen, 2013; Passos, Almendra, De Luca, & Vasconcelos, 2017), e oportunidades do negócio, devendo resultar em uma melhor avaliação do desempenho futuro da empresa (Moumen et al., 2015).

Desse modo, empresas com maior nível de *disclosure* passam uma imagem positiva aos *stakeholders*, e em decorrência dessa maior transparência, o mercado tende a avaliá-las positivamente (Bushman & Smith, 2001). Diminui-se assim o risco de seleção adversa pela falta de informação, pois fornece sinais aos investidores que permitem diferenciar os bons dos maus investimentos (Akerlof, 1970). Portanto, observa-se que a evidenciação dos riscos constitui uma atividade necessária, visto que a organização que se preocupa em identificar e mitigar seus riscos e evidenciá-los aos *stakeholders*, sinaliza uma maior preocupação, gerando credibilidade a sua imagem institucional (Andrade, Niyama & Santana, 2009).

Assim, acredita-se que o *disclosure* de informações sobre riscos possui o potencial de influenciar expectativas dos investidores, acarretando alterações nos preços das ações.

Diante do exposto, surge o seguinte questionamento de pesquisa: **Qual a influência do *disclosure* dos fatores de risco no *value relevance* das empresas brasileiras participantes do segmento do novo mercado?**

Desse modo, buscando responder à questão formulada, a presente pesquisa tem por objetivo analisar a influência do *disclosure* dos fatores de risco no *value relevance* das empresas brasileiras participantes do novo mercado.

Dada a relevância do tema em questão, órgãos normatizadores, vem exigindo cada vez mais, que as companhias divulguem os riscos a que estão expostas (Moumen et al., 2015). No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por meio da instrução nº 480/2009, em seu anexo 24 que trata do Formulário de Referência, institui a obrigatoriedade por parte das companhias listadas em divulgar informações referentes aos fatores de risco que possam influenciar a decisão de investimento. Em 2014, a CVM emitiu a instrução nº. 552/14 atualizando alguns dispositivos contidos no formulário de referência, incluindo os fatores de riscos. Tais alterações passaram a ser exigidas a partir de 1º de janeiro de 2016.

A evidenciação dos riscos tem recebido bastante atenção da literatura nos últimos anos. Essa atenção fica evidente ao se observar a quantidade de trabalhos que vêm sendo desenvolvidos a nível nacional (Alves & Cherobim, 2009; Fernandes, Souza & Faria, 2010; Beuren, Dallabona & Dani, 2011; Costa, Leal & Ponte, 2017; Passos et al., 2017 Almendra, Vasconcelos, Silva & De Luca, 2018; Gasparetto et al., 2018; Santos & Coelho, 2018; Umbelino, Viana Júnior, Domingos & Ponte, 2018). E internacional (Dobler, 2008; Kravit & Muslu, 2013; Abraham & Shrives, 2014; Campbell, Chen, Dhaliwal, Lu & Steele, 2014; Moumen et al., 2015). Esses estudos normalmente têm avaliado o conteúdo do *disclosure* de riscos. Pouco se sabe sobre a relevância da divulgação de risco (Moumen et al., 2015).

Ressalta-se ainda que, das pesquisas mencionadas, apenas Moumen et al. (2015) examinaram a relevância do *disclosure* voluntário qualitativo dos riscos para auxiliar os investidores na previsão dos lucros futuros, e Santos & Coelho (2018), analisaram o *value relevance* dos fatores de riscos. Contudo, a presente pesquisa se diferencia em relação a primeira, ao analisar a evidenciação obrigatória dos fatores de riscos diferentes dos analisados na pesquisa anterior. E diferencia-se em relação a segunda, ao analisar um período posterior a atualização da instrução nº 480/2009, que incluiu dentre outras coisas, um item de riscos relacionado a questões socioambientais. Que como observado nos casos recentes envolvendo a Vale, podem trazer consequências negativas para a imagem e desempenho da empresa.

Diferencia-se ainda em relação a segunda pesquisa pois considera, além dos itens analisados pelo estudo citado, os riscos de mercado (riscos cambiais e taxa de juros). Não abordados na pesquisa anterior, mas que possuem o potencial de impactar adversamente os resultados organizacionais (Alves & Graça, 2013). Considerando a incerteza econômica e política observada no Brasil (Santos & Coelho, 2018).

Desse modo, o desenvolvimento do estudo justifica-se por fornecer evidências empíricas a respeito da relevância atribuída pelo mercado às informações de riscos. Avançando com as discussões ao verificar se essas exigências legais trouxeram ganho informacional para os investidores. Por fim, a atualidade desta instrução normativa, e a importância que ela representa para uma maior transparência e uniformidade do mercado de ações brasileiro (Romano & Almeida, 2012), parece um argumento válido para um maior interesse no assunto.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Teoria do *disclosure*

A evidenciação ou *disclosure* pode ser considerada uma atividade complexa, contudo, a teoria é capaz de fornecer explicações parciais sobre as motivações para realizá-la (Hope, 2003). Verrechia (2001), sugere que ainda não existe uma teoria abrangente da divulgação. Ele explica que na literatura de divulgação não há um paradigma único, nem um consenso que possa nortear as pesquisas futuras. Já que as pesquisas existentes, utilizam diversas teorias

contábeis, econômicas e financeiras. Desse modo, Verrechia (2001) propõe uma classificação das pesquisas que tratam a respeito do assunto apresentando-os em três categorias.

A primeira delas é denominada divulgação baseada em associações (*association-based disclosure*), essa classificação analisa o impacto da divulgação de determinada informação no preço das ações e volume de negociações. A segunda categoria é denominada pesquisa sobre divulgação baseada em julgamento (*discretionary-based disclosure*). As pesquisas incluídas nessa categoria, analisam a discricionariedade dos gestores ao decidirem quais informações serão divulgadas (ou não) considerando os incentivos para a divulgação. Por fim, a terceira categoria é denominada divulgação baseada em eficiência (*efficiency-based disclosure*), e analisa quais arranjos de divulgação são preferíveis, quando não existe conhecimento prévio sobre a informação (Salotti & Yamoto, 2005 p. 55).

Desse modo, para Verrechia (2001), para ser considerada realmente uma teoria abrangente da divulgação, os pesquisadores devem se esforçar para encontrar meios que permitam a integração simultânea de todas as categorias propostas. Em contraste a essa visão, Dye (2001) defende a existência de uma teoria da divulgação voluntária, sugerindo que essa teoria é um caso especial da teoria dos jogos, que tem como pressuposto básico a ideia de que a entidade divulgará de forma voluntária informações favoráveis, em detrimento de informações desfavoráveis. Tendo em vista que a última pode passar uma má impressão da empresa aos *stakeholders*.

Os estudos sobre *disclosure* analisam a tensão entre as vantagens da transparência e vantagens do sigilo no ambiente empresarial (Santos, Calixto & Bispo, 2019). Na qual a informação é divulgada de maneira voluntária somente quando esta for útil para atingir os objetivos da empresa ou do gestor, que normalmente envolve a divulgação de boas notícias que maximizem o valor da empresa (Verrechia, 2001). Mas podem ocorrer casos em que não é do interesse do gestor divulgar informações que reflitam positivamente no valor da organização, devido a conflitos de interesses que podem existir entre estes e os proprietários da empresa (Dye, 2001).

O investidor demanda o *disclosure*, seja este de boas ou más notícias relacionadas a empresa, como fator de segurança, proteção ao risco e credibilidade (Healy & Palepu, 2001). Contudo, se gestor teme que a informação divulgada possa ser utilizada contra ele, e essa divulgação não é obrigatória, ele tende a não divulgar a informação (Dye, 2001; Lambert, 2001; Verrechia, 2001). Desse modo, em certos casos, para que haja uma maior eficiência dos mercados, torna-se imprescindível o *disclosure* obrigatório (Healy & Palepu, 2001). Tendo em vista que certas informações jamais seriam disponibilizadas caso não houvesse exigência legal.

Entretanto, podem ocorrer casos em que as empresas evidenciem informações negativas de maneira voluntária; isso acontece quando os gestores percebem que serão mais penalizados pelos investidores se não divulgar tais informações (Murcia & Santos, 2009), pois com um menor *disclosure* surge o problema de seleção adversa, na qual na ausência da informação, os usuários não conseguem diferenciar empresas boas de empresas ruins (Akerlof, 1970).

Sendo assim, as empresas têm incentivos em evidenciar informações para diferenciar seus ativos, de ativos de menor valor vendidos por outras empresas, evitando que os investidores revisem para baixo o valor desses ativos, em decorrência da seleção adversa (Dye, 2001). Portanto, por mais que o *disclosure* seja de más notícias sobre a empresa, essa divulgação pode representar "bons sinais ao mercado", pois demonstra transparência, e a

capacidade em identificar eventos negativos capazes de prejudicar o bom funcionamento da organização (Santos & Coelho, 2018; Forte, Prudêncio, Ponte & Guimarães, 2019).

## 2.2 Relevância da informação

Informação relevante é aquela capaz de fazer a diferença na decisão dos usuários, possibilitando prever eventos futuros ou confirmar estimativas que foram feitas (CPC, 00). Dessa forma, pesquisas que analisam o impacto da informação sobre o preço da ação são chamadas de *value relevance* (Pacheco, Rover & Vicente, 2019). Portanto, a informação é considerada relevante se estiver associada ao preço das ações (Barth, Beaver & Landsman, 2001). Assim, equações de preço e retorno são úteis para avaliar o valor da empresa em função do lucro e do patrimônio líquido (Ohlson, 1995).

Holthausen & Watts (2001) classificam os estudos de *value relevance* em três categorias: (i) associação relativa a qual é comparada a associação entre o preço da ação e medidas contábeis alternativas com base no coeficiente de determinação da regressão ( $R^2$  ajustado) assim, a medida contábil com maior  $R^2$  ajustado é considerada mais relevante; (ii) associação incremental que analisam se o item contábil é relevante para explicar o preço da ação ao longo do tempo, esses estudos consideram que a informação é relevante se o coeficiente de regressão for significativamente diferente de zero; (iii) conteúdo de informação marginal que analisa se determinada informação contábil divulgada incrementa as informações que já estão disponíveis aos investidores. Normalmente essas pesquisas fazem uso de estudos de evento para avaliar se a divulgação está associada a variação nos preços das ações.

Portanto, verifica-se que o uso dos modelos de *value relevance* são bastante úteis para verificar se as informações contábeis são utilizadas para a tomada de decisão dos investidores (Santos, Lemes & Barboza, 2019). Assim, a presente pesquisa se inclui na categoria de associação relativa proposta por Holthausen & Watts (2001), a qual será adicionada ao modelo base de Ohlson (1995), informações sobre o *disclosure* de riscos e analisar com base no ( $R^2$  ajustado) se esta informação é relevante para os investidores no contexto analisado.

## 2.3 Relevância do *disclosure* dos fatores de risco

Para a tomada de decisão, normalmente o investidor faz uso de várias fontes de informações para suas estimativas acerca do futuro da organização (Pereira & Tavares, 2018) tendo em vista que a consideração de um maior volume informacional, reduz as incertezas associadas a decisão de investimento (Murcia, Souza, Dill, Costa Jr., 2010).

Dentre as informações consideradas importantes pelos *stakeholders*, estão as informações sobre riscos (Fernandes, Souza & Faria, 2010). O risco faz parte da rotina organizacional, e está presente em todas as empresas independentemente do tamanho ou setor de atuação (Klann, Kreuzberg & Beck, 2014). Sua divulgação torna-se necessária pois reduz a assimetria informacional existente, sobre as incertezas e oportunidades associadas a empresa, assim como pode reduzir seu risco percebido, pois fornece base para uma melhor avaliação do desempenho futuro da organização (Moumen et al., 2015).

O *disclosure* de riscos consiste em informações que elencam os riscos que as empresas estão expostas assim como o impacto esperado no desempenho futuro, caso venham a se concretizar, incluindo informações de longo prazo que auxiliam os investidores em suas estimativas sobre os fluxos de caixa futuros (Miihkinen, 2012). Fornece-se, portanto, melhor

base de avaliação, visto que os investidores identificam os impactos da incerteza no valor da organização (Elshandidy, Fraser & Hussainey, 2013).

Miihkinen (2013) comenta que a divulgação sobre o risco, constitui um dos componentes informacionais mais atrativos para os investidores, por dois motivos. Primeiro, esse tipo de informação fornece um panorama sobre o perfil de risco da organização, o que impacta na taxa de desconto aplicada nos modelos de avaliação. Segundo, a maior transparência oferecida pelo *disclosure* de qualidade, auxilia na decisão dos investidores, diminuindo o risco de seleção adversa, com isso, tem-se uma redução na taxa de desconto aplicada, impactando positivamente o valor da empresa.

Desse modo, informações divulgadas pelas empresas que relatam os riscos a que estão suscetíveis, possuem o potencial de impactar positivamente a tomada de decisão do investidor, reduzindo o custo de capital, diminuindo a assimetria informacional, e evitando o problema de seleção adversa decorrente da falta de informação (Santos & Coelho, 2018).

Pesquisas recentes apresentaram evidências empíricas de que o *disclosure* do risco possui *value relevance* (Moumen et al., 2015; Santos & Coelho, 2018), sendo incorporado na tomada de decisão (Kravet & Muslu, 2013), acarretando em redução da assimetria informacional, aumento na liquidez, assim como alterações nos preços das ações demonstrando, portanto, que é útil aos investidores (Miihkinen, 2013; Campbell *et al.*, 2014).

Contudo, mesmo com a representatividade que a investigação sobre *disclosure* de riscos vem ganhando na literatura, esse campo de estudo ainda é alvo intensas discussões entre os pesquisadores, de modo que nosso conhecimento acerca da relevância dos fatores de risco ainda é limitado (Moumen et al., 2015). Com isso, a presente pesquisa busca fornecer informações adicionais a esta discussão.

Tem havido questionamentos por parte de alguns pesquisadores se tal evidenciação realmente fornece suporte para a tomada de decisão dos *stakeholders* (Campbell & Slack 2008; Davies, Moxey, e Welch, 2010; Gasparetto et al., 2018). Como a norma não exige que seja evidenciado a probabilidade de o risco divulgado vir a ocorrer, ou a quantificação do possível impacto do risco nos resultados presentes ou futuros, os gerentes podem divulgar todos os riscos e incertezas possíveis sobre a empresa de maneira vaga e imprecisa (Campbell et al., 2014).

Além disso, a literatura aponta que os gestores resistem ao *disclosure* de determinadas informações para proteger sigilos proprietários diante de concorrentes, investidores hostis (Ke, Huddart & Petroni, 2003), reivindicações de colaboradores, litígios (Dye, 2001; Verrecchia, 2001). Desse modo, é provável que a divulgação de informações desfavoráveis sejam tendenciosas (Kothari, Li & Short, 2009). Isso pode se aplicar a divulgações de fatores de riscos, pois como são informações desfavoráveis sobre a empresa, os gerentes podem resistir a evidenciar informações específicas, realizando evidenciações superficiais e padronizadas apenas para preencher a lacuna da divulgação (Spindler, 2006).

Desse modo, observa-se que ainda há muito a ser investigado nesse campo de estudo para uma melhor compreensão da utilidade deste tipo de evidenciação. Tendo em vista a discricionariedade permitida ao gestor, a qualidade da divulgação pode depender de seus incentivos para elaborar o relatório (Dobler, 2008). Contudo, poucas pesquisas exploraram a relevância da divulgação de riscos que é fornecida pelas empresas (as únicas evidências encontradas que estudaram especificamente o *value relevance* dos fatores de risco foram Moumen et al., 2015 e Santos & Coelho, 2018). Justificando-se o interesse em novas investigações.

## 2.4 Estudos anteriores e formulação da hipótese

O risco a que as empresas estão expostas, tem ganhado bastante atenção da literatura nos últimos anos (Moumen et al., 2015). As pesquisas conduzidas neste sentido, apresentam diferentes perspectivas. A seguir, é apresentada uma síntese de algumas pesquisas que abordaram a temática de riscos.

No contexto internacional, a pesquisa de Dobler (2008), conclui que não se deve superestimar a informatividade das divulgações de riscos, mesmo ambientes regulados. Tendo em vista a inexistência de incentivos suficientes para que os gestores divulguem informações completas sobre os riscos.

Kravet e Muslu (2013), ao examinar a associação entre alterações na divulgação de riscos pelas empresas e alterações no mercado e atividade dos analistas sobre os registros. Descobriram que as divulgações não são estáticas, sofrendo alterações em seu conteúdo ao longo do período analisado. Aumentando a percepção de risco dos usuários. Além disso, foi constatado que o aumento no número sentenças sobre o risco, está associado a maior volatilidade no retorno das ações, revisão dos analistas e maior volume de negociação.

Abraham e Shrives (2014), desenvolveram um modelo para avaliar a qualidade das divulgações de riscos e o aplicaram em quatro empresas do setor de produção e processamento de alimentos. Os resultados indicaram que os gerentes das empresas analisadas preferem fornecer divulgações simbólicas e não específicas, de modo a não afetar negativamente a imagem da empresa. Os autores explicam que fatores institucionais e custos proprietários contribuem para explicar o comportamento encontrado.

Campbell et al. (2014), examinaram o conteúdo informacional acerca da divulgação dos fatores de risco contidos no formulário 10-K exigidos pela SEC. Onde foi constatado que as informações fornecidas não são padronizadas, e refletem significativamente os riscos que a empresa está exposta. Além disso, foi constatado que a divulgação sobre riscos é incorporada pelos investidores em suas avaliações de riscos. Alterando suas estimativas sobre os fluxos de caixa futuros, reduzindo a assimetria informacional e é refletida no preço das ações.

Moumen et al. (2015), examinaram se o *disclosure* voluntário de riscos possui *value relevance*, para auxiliar os investidores na previsão dos lucros futuros. Os resultados apontaram que este tipo de informação é relevante para a antecipação de alterações nos ganhos futuros. Os autores apontam seu estudo como sendo a primeira evidência empírica da relevância da divulgação de riscos em relatórios anuais.

No contexto nacional, Fernandes et al. (2010) tiveram como objetivo investigar se as empresas brasileiras com ações negociadas na BOVESPA evidenciam de maneira satisfatória riscos importantes para a decisão dos investidores, quando lançam ofertas de títulos no mercado de capitais brasileiro. Foi constatado que os prospectos não apresentam informações suficientes para que os investidores analisem a gravidade dos riscos existentes.

A luz da teoria do *disclosure*, Passos et al. (2017), analisaram a relação entre o nível de evidenciação dos fatores de risco de mercado e o custo de capital próprio e de terceiros das empresas que fazem parte do segmento do Novo Mercado e dos níveis 1 e 2 de governança corporativa da B3. Sendo constatado uma relação positiva apenas com o custo de capital de terceiros.

Almendra et al. (2018) conduziram uma investigação tendo como objetivo analisar a influência do grau de internacionalização no risco sistemático no âmbito das empresas listadas na BM&FBovespa. Com relação ao *disclosure* dos fatores de risco, os resultados apontam para a necessidade de maior detalhamento, visando redução da incerteza associada a decisão

de investimento. Além disso, constatou-se que o grau de internacionalização influencia negativamente o risco sistemático nas empresas.

Gasparetto et al. (2018), tiveram como objetivo analisar o conteúdo de evidenciação relacionado aos fatores de riscos de 44 empresas do setor elétrico no período de 2013 a 2015. Os resultados evidenciaram que a divulgação é realizada predominantemente de forma narrativa, e as empresas praticamente não alteram suas políticas de evidenciação de um período para o outro. Existindo certa padronização das informações divulgadas, independente do cenário político, econômico e social.

Santos & Coelho (2018) usando uma amostra aleatória de 100 empresas, durante o período de 2012-2014 investigaram a existência de *value-relevance* do *disclosure* de informações relativas a fatores de risco e a estruturas de gestão de riscos. Os resultados confirmam que a divulgação dessas informações é relevante para a avaliação das empresas. Sendo capazes de afetar a percepção dos investidores ao realizarem estimativas sobre retornos futuros. A qual foi verificada uma relação negativa entre as divulgações de risco e o valor de mercado. Contudo, as informações sobre gestão de riscos não se mostraram relevantes.

Umbelino et al. (2018) investigaram o nível de *compliance* dos requisitos de divulgação de fatores de risco das empresas brasileiras do segmento do novo mercado listadas na B3, conforme exigido pela Instrução Normativa nº 552/2014 da CVM. Concluindo que o nível de evidenciação se mostrou satisfatório sendo atingido um nível médio de divulgação superior a 80%, demonstrando que as empresas analisadas estão empenhadas em fornecer informações necessárias para a mitigação de riscos aos *stakeholders*.

Dessa forma, com base no que foi discutido e nas evidências apresentadas sinalizando que os investidores incorporam as informações sobre risco na decisão de investimento, acredita-se que as empresas brasileiras, tenham incentivos para divulgar informações relevantes sobre os fatores de riscos.

Pois, como já discutido, um maior volume de evidenciação tem o potencial reduzir o custo de capital, aumentar a liquidez das ações, diminuir a assimetria informacional, e consequentemente minimizar o risco seleção adversa. Além disso, fornece base para melhores estimativas sobre resultados futuros. Com isso, é coerente sugerir que a evidenciação de riscos mesmo representando informações negativas sobre a empresa, é vista de maneira positiva pelos investidores, possuindo a capacidade de alterar suas expectativas sobre a empresa. Dessa forma, foi formulada a seguinte hipótese a ser testada empiricamente:

H1: O *disclosure* dos fatores de riscos possui *value relevance* para o novo mercado da B3.

Assim, espera-se que o *disclosure* dos fatores de riscos, no contexto analisado possua conteúdo informacional relevante, e que maiores níveis de *disclosure* sejam refletidos positivamente no valor das ações negociadas.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 Universo e Amostra

Para o alcance do objetivo da proposta, o universo da pesquisa foi composto pelas empresas que faziam parte do segmento de Novo Mercado da B3, no dia 10/10/2019. Composto um total de 128 companhias. Cabe ressaltar que dessas, foram excluídas as companhias financeiras, por apresentarem características diferenciadas das demais, dificultando a comparabilidade. Desse modo, a amostra foi composta por 111 companhias



abertas. Além disso, foram retiradas da amostra em cada ano analisado, as empresas que não possuíam dados suficientes para a análise. Totalizando um número de 299 observações.

A escolha deste segmento para compor a amostra, justifica-se pelo fato de que as companhias que o compõe apresentam boas práticas de governança corporativa e tendem a se comprometer com um maior nível de *disclosure* tornando-se mais transparentes (Passos et al., 2017; Almendra et al., 2018). Como delimitação temporal, foi analisado o período de 2016 a 2018, devido ao fato de que as alterações trazidas pela instrução CVM nº. 552/14 passaram a ser exigidas a partir de 1º de janeiro de 2016.

### 3.2 Variáveis e Modelo

O *disclosure* dos fatores de riscos, foi mensurado por meio de análise de conteúdo, utilizando um *checklist* elaborado a partir dos itens exigidos pela instrução CVM nº. 552/14. Especificamente os subitens 4.1 e 4.2 do anexo 24 do formulário de referência. Estes itens são apresentados no Tabela 1.

Tabela 1 - Fatores de Riscos

<b>Item 4.1</b>	<b>Fatores de risco que podem influenciar a decisão de investimento</b>
a.	ao emissor
b.	a seu controlador, direto ou indireto, ou grupo de controle
c.	a seus acionistas
d.	a suas controladas e coligadas
e.	a seus fornecedores
f.	a seus clientes
g.	aos setores da economia nos quais o emissor atue
h.	à regulação dos setores nos quais o emissor atue
i.	aos países estrangeiros onde o emissor atue
j.	a questões socioambientais
<b>Item 4.2</b>	<b>Principais Riscos de Mercado (quantitativa e qualitativamente)</b>
a.	riscos cambiais
b.	taxas de juros

Fonte: Elaborado com base no anexo 24 da instrução CVM nº. 552/14.

Acredita-se que a análise destes dois subitens dos fatores de riscos seja suficiente para o alcance do objetivo proposto. Visto que os demais subitens, referem-se a riscos de litígios. Sendo grande parte desses riscos bastante explorados em pesquisas sobre provisões. Além disso, pesquisas nacionais recentes sobre *disclosure* dos fatores de riscos, analisaram o subitem 4.1 (Almendra et al., 2018; Gasparetto et al., 2018; Santos & Coelho, 2018) e 4.2 (Passos et al., 2017).

Para mensurar o *disclosure* dos fatores de risco, foi utilizada uma escala adaptada do trabalho de Félix Júnior et al. (2017), que varia de 0 a 3. Onde 0 indica a ausência da informação no relatório, e 3 representa a divulgação completa. Além disso, ressalta-se que foi utilizado o termo "não se aplica" quando a empresa deixava claro essa situação. A escala é descrita em maior detalhe na Tabela 2.

Tabela 2 - Atributos das informações evidenciadas

Atributo	Tipo da informação	Explicação
0	Para ausência de informação.	Quando não houver nenhum relato de tal item.
1	Para informações genéricas.	Quando o item é relatado, mas de forma superficial.
2	Para informações expressas de forma não monetária.	Quando a informação for realizada de forma qualitativa, ou seja, de forma descritiva.
3	Para informações expressas de forma monetária e não monetária.	Quando a informação estiver expressa tanto por números como por meio de texto.

Fonte: Adaptado de Félix Júnior et al. (2017).

Após analisados os formulários, e atribuídas as ponderações de 0 a 3, foi formado um *score* pela soma de todos os itens divulgados no período. Conforme expresso na Equação 1:

$$Sirh - V = \sum_{j=1}^n Pont_{ij} \quad (1)$$

Onde:  $Sirv - V = Score$  das informações sobre os fatores de riscos;  $Pont =$  é a pontuação dos componentes para uma empresa;  $i =$  empresa;  $j =$  itens de divulgação.

Além disso, faz-se importante destacar que quando da realização do *Score*, para não penalizar as empresas nas quais os riscos não se aplicavam. Considerou-se esses riscos não aplicáveis como uma divulgação descritiva (valor 2), visto que as empresas descrevem a razão pela qual o risco não se aplica. Tal procedimento fez-se necessário, pois caso contrário, no cálculo do *Score* esses riscos seriam considerados como não divulgados (valor 0).

Félix Júnior et al. (2017) comentam que este método de análise permite ir além do simples fato de divulgar ou não determinada informação; podendo ser verificada a forma como a informação é divulgada. Ainda de acordo com os autores, esta forma de análise se apresenta mais robusta quanto às informações alcançadas, contudo, não fornece um quantitativo máximo de divulgação, ou seja, essa forma não permite a criação de um índice de divulgação, e sim, um *score* formado pela soma dos itens divulgados.

Para analisar a relevância do *disclosure* dos fatores de risco foi utilizado o modelo de *Value Relevance* desenvolvido por Ohlson (1995), por se tratar de um dos modelos mais utilizados pela literatura (Dani, Santos, Filho & Klann, 2017). Portanto, foi utilizado o modelo de Ohlson (1995), com os refinamentos trazidos por Collins, Maydew e Weiss (1997) em conformidade com pesquisas anteriores (Machado et al., 2015; Ferreira et al., 2018). Conforme apresentado na equação 2:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 PLPA_{it} + \beta_2 LLPA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde  $P_{it}$  representa o preço da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $PLPA_{it}$  representa o patrimônio líquido por ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $LLPA_{it}$  representa o lucro líquido por ação da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $\varepsilon_{it}$  representa os resíduos da regressão da empresa  $i$  no período  $t$ .

Em seguida foi utilizado outro modelo de regressão múltipla para dados em painel desbalanceado para verificar se no contexto das empresas analisadas, o *disclosure* dos fatores de risco possui *value relevance*. Ou seja, o objetivo é analisar se ao inserir essa variável,

existe ganho informacional no modelo (Machado et al., 2015). Conforme apresentado na equação 3:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 PLPA_{it} + \beta_2 LLPA_{it} + \beta_3 DSC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Onde DSC consiste no *disclosure* dos fatores de risco representado pelo *score* de divulgação da empresa *i* no período *t*.

Os dados referentes as variáveis do modelo foram coletados no banco de dados da Economática®. Com relação a variável preço da ação, foram consideradas os preços disponíveis em 30 de abril do ano subsequente ao da publicação das demonstrações contábeis. Este procedimento foi adotado em outras pesquisas (Machado et al., 2015; Ferreira et al., 2018).

Com relação aos modelos utilizados na pesquisa, adotou-se o mesmo procedimento utilizado na pesquisa de Machado et al. (2015 p.62) na qual cada empresa em cada ano foi considerada como uma unidade de análise; adotando, portanto, regressões *pooling* para análise de *value relevance*.

#### 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Inicialmente, optou-se por fazer o levantamento do *disclosure* dos fatores de risco (Tabela 1) das empresas analisadas, com base na forma de evidenciação (Tabela 2). A Tabela 3 apresenta os resultados encontrados por meio da estatística descritiva.

Assim, é possível verificar na Tabela 3 que a grande maioria dos riscos são evidenciados de maneira qualitativa, ou seja, as empresas, optam por narrar o risco, informando possíveis riscos que podem vir a ocorrer, impactando a empresa de maneira adversa. Nesses casos, não são informados valores monetários envolvidos caso os riscos venham a ocorrer, a probabilidade de o risco vir a ocorrer, ou o quanto a empresa está exposta a este tipo de risco. Constatação semelhante, foi verificada na pesquisa de Gasparetto et al., (2018), na qual foi verificado que os riscos evidenciados pelas empresas do setor de energia elétrica são apresentados predominantemente de maneira descritiva.

As exceções, foram os riscos relacionados ao emissor (F1), riscos cambiais e taxas de juros (F12 e F13), nos quais, na maior parte dos casos, são apresentados valores referentes aos riscos divulgados, assim como o nível de exposição a alguns riscos. Em relação aos riscos de taxa de câmbio e juros, grande parte das companhias analisadas apresentam ainda análises de sensibilidade a exposição. Contudo, tal procedimento é justificável tendo em vista o maior rigor exigido pela legislação para esses riscos. Sendo exigido sua divulgação de maneira quantitativa e qualitativa. Mesmo assim, algumas empresas, deixaram de evidenciar, apresentaram de forma superficial, ou descritiva. Conforme pode ser observado pela análise dos valores mínimos na tabela 3.

Tabela 3 - Descrição dos fatores de risco por tipo de evidenciação. 2016-2018

Estatística													
Descritiva	Período	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	F8	F9	F10	F11	F12
Média	2018	2,62	2,02	1,74	1,70	2,09	2,22	2,13	2,09	2,01	1,72	2,29	2,64
	2017	2,63	2,02	1,70	1,57	2,05	2,18	2,12	2,09	1,89	1,71	2,34	2,58
	2016	2,60	1,97	1,75	1,62	1,97	2,23	2,10	2,07	1,91	1,69	2,29	2,53
Desvio Padrão	2018	0,51	0,31	0,69	0,65	0,42	0,55	0,37	0,37	0,63	0,58	1,06	0,80
	2017	0,51	0,38	0,69	0,71	0,46	0,59	0,56	0,45	0,68	0,64	0,97	0,90
	2016	0,51	0,41	0,78	0,73	0,59	0,62	0,41	0,38	0,72	0,69	0,96	0,99
Mínimo	2018	1	1	0	0	1	0	1	1	0	0	0	0
	2017	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2016	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Máximo	2018	3	3	3	3	3	3	3	3	3	2	3	3
	2017	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
	2016	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Moda	2018	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3
	2017	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3
	2016	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3

Fonte: Dados da pesquisa.

Além disso, é possível verificar um elevado *disclosure* de riscos por parte das empresas analisadas, ao realizarem tal divulgação de maneira acentuada, o que demonstra que as empresas analisadas estão cumprindo as determinações da legislação.

Contudo, ao analisar as médias e o desvio padrão ao longo dos anos, é possível constatar que a forma de *disclosure* dos fatores de riscos apresentou pouca variação. O que pode sinalizar que as organizações analisadas não estão se empenhando em melhorar suas práticas de evidenciação. Ao analisar os relatórios, observou-se que as companhias normalmente repetem o *disclosure* das fontes de riscos, refletindo certa padronização, podendo dificultar a avaliação adequada dos ativos pelos investidores. Novamente, essas constatações se alinham as pesquisas de Gasparetto et al., (2018) e Santos e Coelho (2018).

A Tabela 4 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas no modelo de *value relevance*. Ressalta-se que devido à grande dispersão apresentada nos dados, medidas por meio do desvio padrão, realizou-se o tratamento dos *outliers*. Especificamente, optou-se pelo procedimento de “winsorização” dos dados (5% e 95%). Tal procedimento foi utilizado em pesquisas anteriores que apresentaram “problemas” semelhantes (Cappellesso, Rocha & Dantas, 2019). Assim, os resultados apresentados na Tabela 4 já receberam o tratamento.

Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis utilizadas no modelo de *value relevance*. 2016-2018

Variável	Média	Desvio Padrão	Variância	Mediana	Mínimo	Máximo
PA	17,22	12,6	158,705	14,47	2,57	49
LLPA	0,4	1,86	3,48	0,54	-5,48	3,69
PLPA	9,52	7,2	51,81	7,85	1,18	28,6
Score	24,91	2,99	8,92	25	6	31

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base nos resultados apresentados na Tabela 4 verifica-se que preço da ação apresenta valor médio de R\$17,22 seguido por lucro líquido por ação de R\$ 0,40 e patrimônio líquido por ação de R\$9,52. Além disso, verifica-se que o valor médio e a mediana do *Score* de evidenciação foram cerca de 25, o que demonstra um nível elevado de evidenciação. As empresas que menos evidenciaram fatores de risco, apresentaram um *Score* de 6, e as que mais evidenciaram apresentaram um *Score* de 31. Com desvio padrão de 3 para mais ou para menos em relação à média.

A Tabela 5 apresenta os resultados da regressão *pooled* com o preço da ação (PA) como variável dependente e o lucro líquido por ação (LLPA) e patrimônio líquido por ação (PLPA) como variáveis explicativas.

De acordo com a Tabela 5, painel B, é possível verificar que o modelo como um todo é adequado, tendo em vista que o *p-valor* da estatística F foi inferior a 5%. Demonstrando que o modelo apresenta pelo menos um coeficiente da variável diferente de zero. Além disso, ao analisar o R<sup>2</sup> ajustado, verificou-se que o LLPA e o PLPA explicam em 31,6% a variação no preço das ações.

Tabela 5 – Resultados da Regressão com LLPA e PLPA. 2016-2018

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro Padrão*	Estatística t	p-valor
Constante	9,923	0,897	11,06	0,000
LLPA	2,656	0,414	6,41	0,000
PLPA	0,656	0,078	8,36	0,000

  

Painel B			
Descrição	Valor	Descrição	Valor
R <sup>2</sup>	0,321	Breusch-Pagan (Estatística)	4,42
R <sup>2</sup> ajustado	0,316	Breusch-Pagan ( <i>p-value</i> )	0,03
Teste F (Estatística)	60,63	Wooldridge (Estatística)	64,37
Teste F ( <i>p-value</i> )	0,000	Wooldridge ( <i>p-value</i> )	0,00
Número de observações	299	Multicolinearidade - VIF	1,01

Fonte: Dados da pesquisa. Nota: Erro-padrão estimado com correção para erros robustos.

Ao analisar a significância estatística das variáveis para explicar o preço das ações, observa-se que ambas apresentaram uma relação positiva e estatisticamente significativas ao nível de 1%. Demonstrando que em média, o aumento em R\$ 1 real no LLPA, e PLPA é responsável por um aumento de cerca R\$ 2,66 e R\$ 0,66 no preço da ação respectivamente, para o período analisado.

Com relação aos pressupostos referentes aos resíduos da regressão, o teste de *Breusch-Pagan* e *Wooldridge* evidenciaram a presença de heterocedasticidade e autocorrelação pois apresentaram valores inferiores a 5%. Com isso, realizou-se a estimação da regressão com correção para erros robustos. O Teste Vif (*Variance Inflation Factor*) aponta para a ausência de multicolinearidade entre as variáveis.

Para analisar a existência de *value relevance* do *disclosure* de riscos foi adicionado ao modelo anterior o *Score* de divulgação dos fatores de riscos. Os resultados da estimação são apresentados na Tabela 6.

Tabela 6 – Resultados da regressão com o Score de divulgação e variáveis de controle. 2016-2018

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro Padrão*	Estatística t	p-valor
Constante	-4,995	3,217	-1,55	0,122
LLPA	2,653	0,410	6,46	0,000
PLPA	0,660	0,077	8,55	0,000
Score	0,597	0,129	4,64	0,000

  

Painel B			
Descrição	Valor	Descrição	Valor
R <sup>2</sup>	0,341	Breusch-Pagan (Estatística)	4,09
R <sup>2</sup> ajustado	0,334	Breusch-Pagan ( <i>p-value</i> )	0,043
Teste F (Estatística)	50,56	Wooldridge (Estatística)	64,37
Teste F ( <i>p-value</i> )	0,000	Wooldridge ( <i>p-value</i> )	0,000
Número de observações	299	Multicolinearidade - VIF	1,01

Fonte: Dados da pesquisa. Nota: Erro-padrão estimado com correção para erros robustos.

Com base nos resultados apresentados na Tabela 6, painel B, verifica-se que o teste F mostra que o conjunto de variáveis utilizadas no modelo são relevantes para explicar o preço das ações. Assim, como foi constatado violação nos pressupostos do modelo de regressão (autocorrelação e heterocedasticidade). Justificando a estimação da regressão com correção para erros robustos.

Além disso, com base na Tabela 6, Painel B, é possível verificar que ao incluir o *disclosure* de riscos na regressão, há um ganho informacional no modelo. O poder explicativo do modelo passa de 0,316 (Tabela 5) para 0,334 (Tabela 6) demonstrando que o *disclosure* de riscos, em conjunto com as variáveis de controle explicam, em média, 33,4% da variação no preço das ações.

Do mesmo modo, ao analisar o Painel A da Tabela 6, é possível verificar que o *disclosure* de informações de riscos, apresentou uma relação positiva e estatisticamente significativa a 1% com o preço da ação. O que demonstra que quanto mais informações acerca dos riscos forem evidenciadas, maior tende a ser o valor dos ativos negociados. Tendo em vista que de posse dessas informações os investidores podem realizar estimativas mais aprimoradas. Verificou-se ainda que as variáveis LLPA e PLPA, continuam apresentando relação positiva e estatisticamente significativa com o preço das ações negociadas a um nível de 1%.

Assim, com base nos resultados apresentados, constatou-se que para as empresas e período analisado, a informação sobre riscos é refletida no preço dos ativos, demonstrando que a evidenciação dessas informações tem o potencial de alterar as expectativas dos investidores. Essas constatações se alinham aos resultados relatados por Kravet e Muslu (2013) e Campbell *et al.* (2014), a qual encontraram que a informação sobre o risco é incorporada pelos investidores, e é capaz de alterar suas estimativas sobre os fluxos de caixa futuros, sendo refletida no preço das ações.

Além disso, tendo em vista o ganho informacional no modelo, e a relação positiva com o preço das ações. É possível afirmar que o *disclosure* de riscos é *value relevant*. Demonstrando que essa informação é relevante e, até certo ponto, os investidores necessitam

e utilizam essas informações para o processo decisório e precificação dos ativos. Confirmando as sugestões de que os investidores fazem uso de diversas fontes de informação para a tomada de decisão (Pereira & Tavares, 2018).

Portanto, os resultados permitiram validar a hipótese formulada que sugere que o *disclosure* dos fatores de riscos possui *value relevance* para o novo mercado da B3. Assim, estes resultados se alinham aos achados das pesquisas de Moumen et al. (2015) e Santos e Coelho (2018) que também constataram que o *disclosure* dos fatores de riscos possui *value relevant*. Contudo, a última verificou uma relação negativa, porém estatisticamente significativa do *disclosure* de riscos com o valor de mercado.

Além disso, esses resultados vão ao encontro do que é preconizado pela Teoria do *Disclosure*. Pois na ausência da divulgação os investidores poderiam considerar que a empresa é mais arriscada do que realmente é, logo, o mercado poderia exigir um maior prêmio por esses ativos, reduzindo seu valor até que informação fosse divulgada (Dye, 2001).

Dessa forma, no contexto analisado, a divulgação de riscos representou um “bom sinal” ao mercado (Santos & Coelho, 2018). Além disso, essa maior disponibilidade de informações, tende a reduzir a assimetria informacional e, conseqüentemente, evitar que a ausência da informação, fosse vista negativamente pelo mercado, levando a um desconto no valor das ações, decorrente da seleção adversa.

Por fim, os resultados encontrados contrastam as afirmações de pesquisas que questionam a relevância informacional do *disclosure* de riscos, sugerindo que o mesmo apresenta informações insatisfatórias e baixa qualidade (Dobler, 2008; Fernandes et al, 2010; Abraham & Shrivies, 2014; Gasparetto et al., 2018).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os riscos são inerentes a atividade empresarial e podem impactar adversamente os resultados presentes e futuros de uma organização caso venham a se concretizar. Assim, parece coerente supor que esse tipo de informação é um importante item a ser analisado pelo investidor ao realizar estimativas sobre fluxos de caixa futuros, dentre outras decisões.

Nesse contexto, o objetivo da presente pesquisa consistiu em analisar a influência do *disclosure* dos fatores de risco no *value relevance* das empresas participantes do novo mercado. Pode-se afirmar que o objetivo da pesquisa foi alcançado. As evidências encontradas no estudo sugerem que para as empresas e período analisado, o *disclosure* dos fatores de risco possui *value relevant* sendo capaz de explicar variações nos preços das ações. Portanto, é possível inferir que o *disclosure* de riscos é relevante para o mercado, e é considerado pelos investidores no processo de avaliação dos ativos.

Esses resultados são relevantes pois demonstram que as exigências dos órgãos reguladores no aumento da informação que é disponibilizada ao mercado (inclusive a recente atualização da norma), trouxeram ganho informacional aos investidores. E avançam nas discussões relacionadas ao assunto em relação a outras pesquisas, ao analisar um período posterior a atualização da norma, por considerar fatores de riscos adicionais, utilizar variável numérica ao invés de binária para mensurar a evidenciação, assim como o modelo utilizado para analisar o *value relevance*.

Contudo, cabe ressaltar que a predominância de informações de riscos evidenciadas de maneira descritiva, e a baixa variabilidade dessas divulgações ao longo do período analisado, sinalizam algumas preocupações quanto a qualidade da informação que é evidenciada. Sendo possível observar certa padronização nas informações divulgadas.

Dessa forma, os resultados apresentados sinalizam as empresas a necessidade de aprimorar a informação que é evidenciada, fornecendo informações mais específicas sobre a organização. Pois, tendo em vista que estas informações são consideradas pelos investidores, a divulgação de riscos superficiais e que não se alteram ao longo do tempo, pode sinalizar ineficiência da gestão e ser vista de maneira negativa pelo mercado, descontando o valor dos títulos.

Como limitações da pesquisa pode-se apontar a curta janela temporal analisada, pelo fato de as alterações trazidas pela instrução entrarem em vigor apenas em 2016, o número de observações, pois optou-se por analisar as empresas que em tese são mais transparentes por estarem sujeitas a rígidos padrões de governança, e o fato de que os resultados estão condicionados a forma como a variável de interesse foi mensurada. Tendo em vista que de certa forma, esta variável carrega a ontologia do pesquisador ao analisar as divulgações. Dessa forma, não é possível realizar generalizações nos resultados.

Investigações futuras podem ser realizadas em segmentos que não estão sujeitos a padrões de governança corporativa como o segmento tradicional da B3, pois estas empresas podem estar mais expostas a riscos. Assim como pesquisas qualitativas que busquem analisar com maior aprofundamento a qualidade e variabilidade da divulgação realizada.

## REFERÊNCIAS

- Abraham, S., & Shrivies, P. J. (2014). Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports. *The British accounting review*, 46(1), p. 91-107.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), p. 488-500.
- Almendra, R. S., de Vasconcelos, A. C., Silva, R. B., & De Luca, M. M. M. (2018). Internacionalização, Risco Sistemático e Disclosure de Riscos em Empresas Listadas na BM&FBovespa. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 37(3), p. 73-91.
- Alves, C. A. D. M., & Cherobim, A. P. M. S. (2009). Análise do nível de divulgação do risco operacional segundo recomendações do Comitê da Basileia: estudo em bancos do país e do exterior. *RAM. Revista de Administração Mackenzie (Online)*, 10(2), p. 57-86.
- Alves, M. T. V. D., & Graça, M. L. (2013). Divulgação de informação sobre o risco de mercado: um caso de empresas do PSI20. *Revista Universo Contábil*, 9(3), p. 163-184.
- Andrade, L. D., Niyama, J. K., & Santana, C. M. (2009). Nível de disclosure sobre riscos de mercado e operacional: uma análise comparativa dos vinte maiores bancos brasileiros. *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 19.
- Barth, M. E. (2018). The future of financial reporting: insights from research. *Abacus*, 54(1), p. 66-78.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), p. 77-104.
- Beuren, I. M., Dallabona, L. F., & Dani, A. C. (2011). *Disclosure de informações sobre gestão de riscos e controle interno pelas empresas listadas na BM&FBovespa. Revista de Economia e Administração*, 10(1), p. 44-65.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*, 32(1), p. 237-333.
- Campbell, D., and Slack, R. (2008). "Narrative reporting: Analysts' perceptions of its value and relevance". London: The Association of Chartered Certified Accountants. RR104.



- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H. M., & Steele, L. B. (2014). The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies*, 19(1), p. 396-455.
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24, p. 39-67.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis [CPC]. *Pronunciamento Conceitual Básico (R1): Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro* Brasília, 2011.
- Costa, B. M. N., Leal, P. H., & Ponte, V. M. R. (2017). Determinantes da divulgação de informações de risco de mercado por empresas não financeiras. *Race: revista de administração, contabilidade e economia*, 16(2), p. 729-756.
- CVM - Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>.
- Dani, A. C., dos Santos, C. A., Panucci Filho, L., & Klann, R. C. (2017). Efeito da adoção antecipada da IFRS 15 na Qualidade da Informação Contábil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(2), p. 131-146.
- Davies, J., Moxey, P., and Welch, I. (2010). "Risk and reward: Tempering the pursuit of profit". London: ACCA.
- Dietrich, J.R., Kachelmeier, S.J., Kleinmuntz, D.N., Linsmeier, T. J., (2001). "Market efficiency, bounded rationality, and supplemental business reporting disclosures". *Journal of Accounting Research* 39 (2), p. 213-268.
- Dobler, M. (2008). Incentives for risk reporting – A discretionary disclosure and cheap talk approach. *The International Journal of Accounting*, 43(2), p. 184-806.
- Dos Santos, S. M.; Lemes, S.; De Moraes B., F. L. (2019). O value relevance é relevante?. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 13, p. e152518-e152518.
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), p. 181-235.
- Elshandidy, T., Fraser, I, & Hussainey, K. (2013). Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: evidence from UK FTSE all-share companies. *International Review of Financial Analysis*, 30(2013), p. 320-333.
- Elzahar, H., & Hussainey, K. (2012). Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. *The Journal of Risk Finance*, 13(2), p. 133-147.
- Fama, E.F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), p. 383-417.
- Félix Júnior, L. A., de Oliveira Macedo, M. R. G., Miranda, L. C., Lagioia, U. C. T., & da Silva Galvão, K. (2018). Divulgação de informações sobre recursos humanos e os fatores que influenciam sua evidenciação voluntária nos relatórios da administração. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 37(1), p. 129-146.
- Feltham, G. A., Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2), p. 689-731.
- Fernandes, F. C., Souza, J. A. L., & Faria, A. C. (2010). Evidenciação de riscos e captação de recursos no mercado de capitais: um estudo do setor de energia elétrica. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 13(1), p. 59-73.

- Ferreira, J. S.; Carvalho, A. J.; Farias, R. B.; Rover, S. (2018). Os Investidores Brasileiros se Importam com a Divulgação de Ativos Contingentes? *Anais do Congresso UnB de Contabilidade e Governança*, Brasília, DF, Brasil, 4.
- Gasparetto, V.; Lopes, I. F.; Santos, V. Schnorrenberger, D. (2018). Evidenciação dos Fatores de Riscos de Companhias Elétricas Diante de uma Crise Hídrica. *Anais do USP International Conference in Accounting*. São Paulo, SP, Brasil, 18.
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), p. 3-75.
- Hope, O. K. (2003). Firm-level disclosures and the relative roles of culture and legal origin. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 14(3), p. 218-248.
- Ke, B., Huddart, S., & Petroni, K. (2003). What insiders know about future earnings and how they use it: Evidence from insider trades. *Journal of Accounting and Economics*, 35, p. 315-346.
- Klann, R. C., Kreuzberg, F., & Beck, F. (2014). Fatores de Risco Evidenciados pelas Maiores Empresas Listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Gestão Ambiental e Sustentabilidade*, 3(3), p. 78-89.
- Kothari, S. P., Li, X., & Short, J. (2009a). The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: a study using content analysis. *The Accounting Review*, 84, p. 1639-1670.
- Kravet, T., & Muslu, V. (2013). Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), p. 1088-1122.
- Machado, M. A. V., da Silva Macedo, M. A., & Machado, M. R. (2015). Análise da relevância do conteúdo informacional da dca no mercado brasileiro de capitais. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 26(67), p. 57-69.
- Madrigal, M. H., Guzmán, B. A., & Guzmán, C. A. (2015). Determinants of corporate risk disclosure in large Spanish companies: a snapshot. *Contaduría y Administración*, 60(4), p. 757-775.
- Miihkinen, A. (2012). What drives quality of firm risk disclosure? The impact of a national disclosure standard and reporting incentives under IFRS. *The International Journal of Accounting*, 47(4), p. 437-468.
- Miihkinen, A. (2013). The usefulness of firm risk disclosures under different firm riskiness, investor-interest, and market conditions: new evidence from Finland. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 29(2), p. 312-331.
- Moumen, N., Othman, H. B., & Hussainey, K. (2015). The value relevance of risk disclosure in annual reports: evidence from MENA emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 34(C), p. 177-204.
- Murcia, F. D. R., & dos Santos, A. (2009). Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 3(2), p. 72-95.
- Murcia, F. D., Souza, F. D., Dill, R. P., & Costa Junior, N. C. A. D. (2010). Impacto do nível de disclosure corporativo na volatilidade das ações de companhias abertas no Brasil. *Anais do Congresso USP de controladoria e Contabilidade*. São Paulo, SP, Brasil, 10.
- Pacheco, J., Rover, S., & Vicente, E. F. R. (2018). Value relevance do nível de evidenciação do ativo intangível nas companhias de capital aberto brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(37), p. 178-199.

- Passos, L. C., Almendra, R. S., De Luca, M. M. M., & De Vasconcelos, A. C. (2017). Disclosure dos Riscos de Mercado e o Custo de Capital de Empresas. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 14(3), p. 169-184.
- Romano, P. R., & Almeida, V. S. (2012). Desvendando o Book Building em ofertas de ações. *Revista Brasileira de Casos de Ensino em Administração*, 2(1), p. 5-16.
- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2005). Ensaio sobre a teoria da divulgação. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1), p. 53-70.
- Santos, E. S., Calixto, L., & Bispo, M. (2019). Impacto da OCPC 07 no enxugamento das notas explicativas das companhias brasileiras. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 30(79), p. 58-72.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), p. 405-440.
- Santos, J. G. C., & Coelho, A. C. (2018). Value-relevance do disclosure: fatores de gestão de riscos em firmas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(78), p. 390-404.
- Spindler, J. (2006). Is it time to wind up the Securities Act of 1933? *Regulation*, Winter 2006-2007.
- Umbelino, W. L.; Viana Júnior, D. B. C.; Domingos, S. R. M.; Ponte, V. M. R. (2018). *Disclosure de Fatores de Risco: uma análise nas empresas brasileiras listadas no Novo Mercado. Anais do Congresso UnB de Contabilidade e Governança*. Brasília, DF, Brasil, 4.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), p. 97-180.