

DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES DE RISCO DE MERCADO POR EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS

BENEDITO MANOEL DO NASCIMENTO COSTA
UFC
beneditocosta50@gmail.com

PAULO HENRIQUE LEAL
Universidade Federal do Ceará
pa.henriqueleal@gmail.com

VERA MARIA RODRIGUES PONTE
vponte@fortalnet.com.br

Capes

Área: Finanças. Tema 8 – Informação financeira

DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES DE RISCO DE MERCADO POR EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS

RESUMO

Este estudo teve como objetivo identificar os fatores determinantes do nível de observância de empresas não financeiras às exigências de divulgação definidas no CPC 40 (R1). Nesse sentido, foram analisadas as notas explicativas das 114 empresas não financeiras listadas no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa, referentes ao exercício social de 2013. Trata-se de estudo descritivo com abordagem qualitativa e quantitativa. Preliminarmente, por meio de pesquisa documental, foram identificadas as informações de riscos de mercado divulgadas, utilizando-se *checklist* desenvolvido a partir de disposições constantes do Pronunciamento Técnico CPC 40 (R1) – Instrumentos Financeiros: Evidenciação, verificando-se que o número de divulgações de riscos de mercado das empresas é inferior a 50% do requerido pelo normativo contábil. Em seguida, foram realizadas análises estatísticas de correlação e regressão linear com o intuito de verificar os fatores das empresas associados à divulgação de seus riscos de mercado. Com base nos resultados obtidos, verificou-se que os fatores ‘nível de risco’, ‘tamanho’ e ‘desempenho’ são significativos para explicar o cumprimento das empresas não financeiras às exigências definidas no CPC 40 (R1). Além disso, os resultados fornecem suporte para aceitação da hipótese, mostrando que empresas com maior nível de risco divulgam mais informações sobre risco de mercado.

Palavras-chave: risco; *disclosure*; empresas não financeiras.

DISCLOSURE OF MARKET RISK INFORMATION BY NON-FINANCIAL COMPANIES

ABSTRACT

This study aimed to identify the determinants of the level of observance by non-financial companies to the disclosure requirements set out in CPC 40 (R1). That sense, it was analyzed the explanatory notes to the 114 non-financial companies listed on the New Market segment of the BM&FBovespa relative the social year 2013. It is a descriptive study with qualitative and quantitative approach. Preliminarily, through documentary research, the disclosure of market risk information were identified, using checklist developed from the provisions of CPC 40 (R1) - Financial Instruments: Disclosure, verifying that the number of market risk disclosures in the company is less than 50% of required by regulatory accounting. Then, statistical analyzes were performed correlation and linear regression in order to identify factors associated companies to the disclosure of their market risks. Based on the results obtained, it was found that the factors 'level of risk', 'size' and 'performance' this are significant to explain the performance of non-financial firms with the requirements set out in CPC 40 (R1). Furthermore, the results provide support for acceptance of the hypothesis by showing that companies with the highest risk level disclosure more information about market risk.

Keywords: risk; disclosure; non-financial companies.

1 INTRODUÇÃO

O risco é um elemento inevitável de qualquer empreendimento. No entanto, as crises financeiras do mercado e os escândalos financeiros ocorridos na última década obrigaram as empresas a se preocuparem mais com os investidores, fazendo com que a gestão de riscos e sua divulgação ganhasse maior relevância no meio empresarial (Graça, 2012).

Além disso, a expansão no ambiente de negócios, a abertura de capital e a ampliação dos mercados aumentaram a importância da divulgação de risco corporativo, especialmente por empresas não financeiras. Conforme Elzahar e Hussainey (2012), as empresas tentam satisfazer as necessidades dos usuários da informação contábil através da divulgação de mais informações sobre os diferentes riscos a serem enfrentados e a sustentabilidade de suas operações. Essas informações ajudam os usuários a avaliarem o risco futuro, o que é essencial para otimizar suas operações mantendo carteiras bem diversificadas (Elzahar & Hussainey, 2012).

A gestão de risco tornou-se consideravelmente mais importante nos últimos anos e reflete uma parte essencial da boa governança corporativa (Hunziker, 2013). Uma das particularidades do debate sobre riscos diz respeito à comunicação adequada das informações de risco pelas empresas aos seus *stakeholders* (Linsley & Shrives, 2006). Conforme Shinzato (2011) os prejuízos causados em companhias abertas pela crise financeira internacional de 2008, forçaram o aperfeiçoamento do processo de evidenciação do risco de mercado de forma que estas passaram a divulgar informações de risco não apenas de forma voluntária, mas também por imposição de órgãos reguladores.

Esta demanda sobre a divulgação relacionada com o risco acabou se refletindo nas *International Financial Reporting Standards* (IFRS). De acordo com o IFRS 7, empresas não-financeiras precisam divulgar informações completas sobre os seus instrumentos financeiros e os riscos relacionados a esses instrumentos. No Brasil, a sujeição das empresas à divulgação do risco se dá a partir de agosto de 2012, com a publicação do Pronunciamento Técnico CPC 40 (R1) - Instrumentos Financeiros: evidenciação. O normativo, que se refere à evidenciação de instrumentos financeiros, requer, para as companhias de capital aberto, a divulgação de informações de caráter quantitativo e qualitativo sobre a exposição aos riscos decorrentes de instrumentos financeiros e como eles têm sido administrados, “incluindo divulgações mínimas específicas sobre risco de crédito, risco de liquidez e risco de mercado” (CPC, 2012).

A preocupação do CPC 40 (R1), conforme explicitado em sua introdução, diz respeito a uma maior transparência em relação aos riscos de instrumentos financeiros, permitindo que os usuários façam julgamentos mais balizados sobre o risco e o retorno.

Desse modo, assumindo-se que, as práticas de *disclosure* das empresas, também dependem do *enforcement* dos órgãos reguladores (Murcia, 2009) e que, no Brasil não há uma adequada infraestrutura de *enforcement* contábil (Cosenza & Laurencel, 2012), formulou-se a seguinte questão de pesquisa: Quais os fatores determinantes do nível de observância das empresas não financeiras às exigências de divulgação definidas no CPC 40 (R1)?

Assim, o estudo teve como objetivo identificar os fatores determinantes do nível de observância das empresas não financeiras às exigências de divulgação definidas no CPC 40 (R1). Fundamentando-se na perspectiva do *disclosure* obrigatório, parte-se da hipótese geral de que há associação positiva entre o nível de informações divulgadas pelas empresas da amostra e o nível de risco destas empresas.

Visando alcançar o objetivo do estudo, realizou-se análise documental das notas explicativas das demonstrações financeiras das empresas da amostra, referentes ao exercício de 2013, com base em *checklist* elaborado a partir dos dispositivos contidos no CPC 40 (R1). Em seguida os dados foram analisados por meio das técnicas estatísticas de correlação e regressão linear.

O estudo se justifica em virtude da divulgação obrigatória de risco por empresas não financeiras ser uma prática contábil recente no país, carente de investigação, ampliando a literatura sobre as práticas de divulgação de gerenciamento de riscos no contexto brasileiro e contribuindo com evidências empíricas acerca do nível de divulgação de informações de risco de mercado por empresas não financeiras, em atendimento ao CPC 40 (R1).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Divulgação de risco de mercado

De acordo com Martins, Gelbcke, Santos e Iudícibus (2013), é dever da administração, garantir que acionistas e outros *stakeholders* tenham acesso a divulgações de qualidade sobre o estado atual e esperado dos negócios para que estes tenham uma melhor compreensão dos riscos a que estão expostos. Nesse contexto, a contabilidade desempenha papel essencial na elaboração de relatórios financeiros da empresa que possibilitam uma melhor compreensão dos riscos inerentes aos negócios. Sob a ótica da gestão de riscos, a lógica da divulgação das informações contábeis consiste, segundo Murcia (2009), na redução do grau de incerteza dos investidores a respeito dos resultados futuros da empresa, aumentando a eficiência do mercado.

Bushman, Piotroski e Smith (2004) interpretam o *disclosure* como um fator de transparência financeira, relacionado ao conceito de governança corporativa, por referir-se a disponibilização de informações que interessam aos agentes de mercado. Avelino (2013) ressalta que o conjunto total do *disclosure* de uma empresa contém informações tanto compulsórias, que atendem aos requisitos da legislação e dos organismos reguladores, quanto voluntárias, as quais não têm requisito de obrigatoriedade.

Em relação a divulgação de informações voluntárias, Miihkinen (2012) afirma que quando não é exigida a evidenciação, algumas empresas podem não as divulgarem voluntariamente. Dessa forma, torna-se necessária a regulação ou normatização para melhorar a qualidade das informações no tocante a aspectos como uniformidade, identificação de impactos econômicos e impactos no desempenho empresarial que afetem as relações com os *stakeholders*.

A regulação pode ser entendida como um conjunto de restrições intencionais emanadas de uma entidade reguladora (Estado ou órgão regulador), relativas à determinada atividade de um sujeito (Cardoso, Silva, Mário & Iudícibus, 2010).

O *disclosure* obrigatório contribui para a redução da assimetria informacional ao impor às empresas a obrigatoriedade de divulgar informações que estas não divulgariam voluntariamente (Murcia, 2009). Entretanto, conforme esclarece Murcia (2009), para que o *disclosure* emanado das leis, normas e pronunciamentos contábeis seja efetivo é necessário que seja acompanhado de um *enforcement* eficiente por parte dos órgãos reguladores, de forma que sua adequação em termos de cumprimento dos normativos, depende da efetividade das ações desses órgãos.

Um dos objetivos da regulação é a redução da assimetria informacional. Particularmente, no que se refere às informações de risco, Abraham e Shrives (2014) afirmam que muitas práticas de divulgação de risco geralmente se mostram como válidas, no entanto, elas não informam efetivamente aos usuários nenhum conteúdo útil, pois apesar de muitas vezes ser obrigatória, essas informações podem ser compostas de conteúdos limitados e de pouca relação com risco, não sendo eficazes para o processo tomada de decisão. Dobler (2008) considera que o custo da divulgação do risco é um fator coerente com a oposição das empresas em elaboração de relatórios obrigatórios, visto que uma informação sobre risco também demanda custos para a empresa.

Com base nos aspectos descritos nesta seção, percebe-se que a regulação contábil é uma forma de garantir que as empresas divulguem informações, mesmo quando não possuam

motivação discricionária para isso. Pinho, Parente e Coelho (2014, p. 2), observam que o CPC 40 (R1) “visa proporcionar maior transparência ao mercado e dispor meios para que os agentes do mercado realizem uma avaliação eficiente sobre os riscos a que as empresas de capital aberto estão expostas”. No entanto, como “as normas contábeis envolvem uma inerente subjetividade” (Murcia, 2009, p. 43), a qualidade do *disclosure* será influenciada por outros fatores, além das prescrições normativas e legais, como características operacionais das empresas e estruturas de governança.

No decorrer de suas atividades normais as empresas acabam sempre em situações de envolvimento com riscos. Qualquer suspeita de existência de risco pode influenciar o investimento de algum acionista, sendo que esta informação deve ser prestada pelas empresas no sentido de informar ao investidor sobre a situação de risco em que a empresa está inserida, de modo que, as informações prestadas pelas empresas ao público de interesse têm uma grande importância na tomada de decisão do usuário externo da contabilidade. A partir desse contexto, surge a relevância da divulgação relacionada a essa matéria, como fator importante na decisão do público de interesse (Martins & Paulo, 2013). Assim, as decisões dos investidores são influenciadas pelas informações prestadas pelas empresas, sendo que, quando se trata de evidência relacionada a risco, eles avaliam o retorno esperado e o risco, de modo que, quando detém esse tipo de informação o usuário toma decisões com mais convicção (Cabedo & Tirado, 2003).

Putri e Arofah (2013) indicam que uma informação completa sobre risco da empresa, pode afetar a confiança dos participantes do mercado, no sentido de induzir a uma visão de maior credibilidade da empresa que divulga informações completas sobre risco, gerando confiança para os possíveis investidores. Na visão de Othman e Ameer (2009) os *stakeholders* necessitam de maior transparência nos relatórios financeiros com informações relevantes sobre risco de mercado para a tomada de decisão.

Conforme Linsley e Shrives (2006), o risco refere-se a qualquer oportunidade ou perspectiva, ou qualquer perigo, dano, ameaça ou exposição, que possa causar ou vir a causar impacto sobre a empresa. Esses autores consideram que há *disclosure* de risco, quando o usuário é informado acerca de qualquer destes fatores que podem afetar o futuro da empresa e conseqüentemente o futuro do investimento.

Segundo Goulart (2003), o risco de mercado pode ser entendido como oscilações em variações econômicas ou financeiras de empresas. Nesse mesmo sentido, Guzzo, Rosa, Alberton e Borba (2013) entendem que as empresas atuam em um mercado em que situações futuras são incertas, e com isso estão expostas a riscos caracterizados por essa incerteza, podendo, esses riscos, serem segregados em vários tipos de acordo com o que os causam, como os riscos de crédito, risco de liquidez, risco de mercado e outros. De acordo com Emm, Gay e Lin (2007), as empresas estão expostas a flutuações de preços decorrentes das variações de taxas de câmbio, taxas de juros e preços de *commodities* que são classificadas como risco de mercado. O risco de mercado, especificamente, está relacionado com perdas decorrentes de oscilações econômicas e financeiras, como flutuação das taxas de juros, preços de ações e outras causas que independem do controle da empresa.

O CPC 40 (R1), relativo à evidência de instrumentos financeiros, define risco de mercado como oscilações de valor justo ou fluxos de caixa de investimentos financeiros, quando essas oscilações estão ligadas a mudanças de preço de mercado, enfatizando que além de outros riscos da empresa, devem ser divulgados também os riscos de mercado para que possibilite aos usuários das informações contábeis maior transparência e conseqüentemente uma melhor avaliação da entidade em relação à exposição aos riscos.

Ainda, de acordo com o CPC 40 (R1), “o risco de mercado compreende três tipos de risco: risco de moeda, risco de taxa de juro e outros riscos de preços”. Risco de moeda “é o risco de o valor justo ou os fluxos de caixa futuros de instrumento financeiro oscilarem

devido a mudanças nas taxas de câmbio de moeda estrangeira”. Por sua vez, o risco de taxa de juros “é o risco de o valor justo ou os fluxos de caixa futuros de instrumento financeiro oscilarem devido a mudanças nas taxas de juro de mercado”. Os outros riscos de preços são definidos pelo referido CPC como “os riscos de o valor justo ou os fluxos de caixa futuros de instrumento financeiro oscilarem como resultado de alterações nos preços de mercado (que não são as que decorrem do risco de taxa de juros ou riscos cambiais), quer sejam essas alterações por fatores específicos do instrumento financeiro, ou fatores que afetam todos os instrumentos financeiros semelhantes negociados no mercado”.

Na concepção de Hunziker (2013), o risco de mercado é a principal categoria de risco financeiro a ser divulgado. Isso, porque, segundo Othman e Ameer (2009), na ausência de informações sobre risco, os investidores são incapazes de identificar todos os fatores que afetam as condições financeiras da empresa, o que confere uma maior importância à evidenciação desse tipo de risco.

Segundo Blankley, Lamb e Schroeder (2002), a empresa deve divulgar informações quantitativas sobre risco de mercado, e além disso, informar as principais exposições ao risco, como administra e gerencia esses riscos, e as limitações que impedem de evidenciar completamente as demais informações relevantes. Isso leva a um cenário de maior controle por parte dos *stakeholders*, proporcionando maior segurança e convicção nos possíveis investimentos a serem realizados de acordo com informações mais precisas prestadas pelas empresas.

De acordo com o CPC 40 (R1), a entidade deve divulgar informações qualitativas e quantitativas relativas à exposição a riscos decorrentes de instrumentos financeiros, “incluindo divulgações mínimas específicas sobre risco de crédito, risco de liquidez e risco de mercado”. No que se refere às informações qualitativas, o normativo define que, para cada tipo de risco decorrente de instrumentos financeiros, a entidade deve divulgar: a exposição ao risco e como ele surge; seus objetivos, políticas e processos para gerenciar os riscos e os métodos utilizados para mensurar o risco; e, quaisquer alterações nestes elementos em relação ao período anterior.

Quanto às informações quantitativas, especificamente em relação ao risco de mercado, de acordo com o CPC 40 (R1), a entidade deve divulgar “uma análise de sensibilidade para cada tipo de risco de mercado aos quais a entidade está exposta ao fim do período contábil”, a menos que a mesma elabore “uma análise de sensibilidade tal como a do valor em risco (*value-at-risk*) e o utilizar para administrar riscos financeiros”.

A análise de sensibilidade deverá mostrar como o resultado e o patrimônio líquido da entidade seriam afetados pelas mudanças no risco de mercado (CPC, 2012). Ainda de acordo com o CPC 40 (R1), a entidade deve divulgar “os métodos e os pressupostos utilizados na elaboração da análise de sensibilidade”, bem como, a ocorrência de alterações nos métodos e pressupostos utilizados na análise, em relação ao período anterior, e as razões para essas alterações.

O valor em risco reflete interdependências entre riscos variáveis, como riscos de taxas de juros e riscos de taxa de câmbio (CPC, 2012). De acordo com o CPC 40 (R1), caso a entidade faça uso do valor em risco, esta deverá divulgar também “uma explicação do método utilizado na elaboração de tal análise de sensibilidade e dos principais parâmetros e pressupostos subjacentes aos dados fornecidos” e, ainda, “uma explicação do objetivo do método utilizado e das limitações que podem resultar do fato da informação não refletir completamente o justo valor dos ativos e dos passivos envolvidos”.

O CPC 40 (R1), refere-se ainda a “outras divulgações de risco de mercado”, relatando que, quando as análises de sensibilidade anteriormente explicitadas “não forem representativas do risco inerente de instrumento financeiro, a entidade deve divulgar esse fato e a razão pela qual considera que as análises de sensibilidade não são representativas”.

2.2 Estudos empíricos

No Brasil, poucos estudos buscaram analisar o disclosure dos riscos incorridos pelas empresas. Dantas, Rodrigues, Rodrigues e Capelletto (2010) realizaram pesquisa no sentido de avaliar o grau de transparência do risco de crédito praticado pelas instituições financeiras brasileiras, tomando como base o Acordo de Basiléia II. Entre outros aspectos, os autores constataram que o porte das instituições, o nível de rentabilidade, o índice de imobilização e a listagem das ações na Bovespa, são elementos explicativos do grau de evidenciação do risco de crédito pelas instituições financeiras da amostra.

Beuren, Dallabona e Dani (2011) analisaram o conteúdo do *disclosure* das informações sobre gestão de riscos e controle interno de empresas listadas na BM&FBovespa em suas notas explicativas. Os resultados da pesquisa mostraram que, risco de mercado, risco de crédito e relatório do risco financeiro, nessa ordem, foram, entre outros itens, os mais divulgados pelas empresas analisadas.

Pinho, Parente e Coelho (2014) avaliaram a relação entre nível de *disclosure* obrigatório dos riscos decorrentes dos instrumentos financeiros e nível de risco das empresas, sob a hipótese de que quanto maior tal *disclosure* menores riscos adviriam para investidores. Não foi constatada significância estatística para a existência de associação entre o nível de *disclosure* e as medidas de risco escolhidas.

No que se refere ao *disclosure* de risco de mercado, especificamente, mediante busca por palavras-chave na *Web* (Google acadêmico, Biblioteca de Teses da USP, Periódicos CAPES), não foram encontrados estudos empíricos relacionados à divulgação do risco de mercado por empresas não financeiras à luz do CPC 40 (R1), equivalente brasileiro do IFRS 7. No âmbito internacional, diversos estudos analisaram a divulgação de riscos pelas empresas.

Blankley et al. (2002) analisaram a divulgação de riscos de mercado de 30 empresas que compõe o índice Dow 30 de acordo com normas emitidas pela SEC as quais requerem divulgações qualitativas e quantitativas por parte das empresas. Os resultados apontaram que a análise de sensibilidade foi o método mais utilizado pela maioria das empresas para relatar os seus riscos de mercado, sendo que no geral, as informações divulgadas foram pouco detalhadas, não havendo evidenciação abrangente sobre como a empresa gerencia os riscos de mercado, caracterizando baixa qualidade na evidenciação.

Em um estudo sobre o *disclosure* de informações sobre risco de mercado, Abdelghany (2005) utilizou uma amostra de 323 empresas, para verificar a existência de relação entre risco de mercado e as medidas contábeis de risco, tendo encontrado associação significativa entre o risco de mercado como variável beta e quatro variáveis descritas: o ativo total, o índice de liquidez corrente, a variável de crescimento dos lucros e a distribuição de dividendos. O autor acredita que as empresas com maior proporção de ativo circulante sobre o passivo circulante tendem a ter maior grau de risco de mercado.

Linsley & Shrives (2006) analisaram as divulgações de risco em uma amostra de 79 relatórios anuais de empresas do Reino Unido, por meio de análise de conteúdo. Eles verificaram haver uma associação significativa entre o número de divulgações de risco e o tamanho da empresa, bem como, entre o número de divulgações de risco e nível de risco ambiental; não tendo encontrado, entretanto, nenhuma associação entre o número de divulgações de risco e outras medidas, como índice de alavancagem financeira e cobertura de ativos.

Othman e Ameer (2009) estudaram a divulgação de risco em empresas da Malásia e identificaram o cumprimento da norma de divulgação de risco de mercado, no entanto, concluíram que, faltam informações na divulgação para que estas tenham maior utilidade,

implicando na necessidade de maior transparência na divulgação para que as expectativas dos *stakeholders* possam ser atendidas.

Estudo com uma amostra de 72 empresas do Reino Unido, realizado por Elzahar e Hussainey (2012), sobre a divulgação de risco mostrou que grandes empresas divulgam mais informações de risco, que a atividade da empresa está positivamente associada com níveis de divulgação e que o impacto de outras características específicas da empresa como liquidez e alavancagem financeira é estatisticamente insignificante.

Em um estudo com uma amostra de 99 empresas da Finlândia Miihkinen (2012) examinou o impacto do padrão IFRS na divulgação de riscos de empresas em relação a melhoria da qualidade de informações, e encontrou resultados que indicam melhoria da qualidade da divulgação de risco devido aos padrões IFRS, mostrando que a adoção do padrão impacta nas informações sobre risco, além de apresentar evidências de que os impactos trazidos pelas IFRS são maiores em empresas com menor rentabilidade. Savvides e Savvidou (2012) realizaram um estudo para investigar as práticas de divulgação de risco de mercado de 30 bancos de vários países diferentes e encontraram relação positiva e estatisticamente significativa entre o tamanho da empresa e o nível de divulgação.

Estudo realizado por Hunziker (2013) explorou as divulgações de risco de mercado em uma amostra de 116 relatórios anuais de empresas não financeiras suíças listadas, por meio de análise de conteúdo e análise de correlação. O autor foi um dos primeiros a testar a relação entre divulgações de risco de mercado e desempenho da empresa. O estudo conclui que a análise de sensibilidade é o método predominante na divulgação dos riscos de mercado e também verificou que associações significativas são encontradas entre o número/quantidade de divulgações de risco de mercado e tamanho da empresa. Da mesma forma uma associação significativa foi encontrada entre o número/quantidade de divulgações de risco e de risco da empresa aproximado pelo quociente de endividamento. No entanto, não foi encontrada nenhuma associação entre o número/quantidade de divulgações de risco e desempenho da empresa.

Sobre divulgação de risco de empresas financeiras Hassan (2014) investigou os relatórios anuais de 23 empresas financeiras dos Emirados Árabes Unidos e concluiu que essas empresas utilizam as práticas de divulgação de risco para conseguir legitimidade perante a sociedade.

Al-Shammari (2014) investigou a associação entre a divulgação do risco de mercado e algumas variáveis com uma amostra de 109 empresas e encontrou resultados indicando associação positiva entre a divulgação do risco de mercado e o tamanho da empresa, liquidez e tipo de auditoria da empresa, concluindo ainda, que os resultados corroboram com a teoria da agência e a teoria da sinalização.

3 METODOLOGIA

O normativo contábil CPC 40 (R1) impõe que a entidade divulgue nas suas demonstrações contábeis informações que permitam que os usuários avaliem a natureza e a extensão dos riscos a que a entidade está exposta, incluindo-se aí o risco de mercado. Conforme Jensen e Meckling (1976), empresas com exposições de alto risco induzem custos de agência mais elevados e, desse modo, precisariam divulgar mais informações sobre o risco para os credores. Tomando por base os referenciais teóricos apresentados e as conclusões de Hunziker (2013), formulou-se a hipótese de que há associação positiva entre o nível de divulgações de risco de mercado e o nível de risco das empresas.

Para análise da hipótese delineada e verificação das características das empresas, que influenciam o nível de evidenciação de risco de mercado, foi realizado estudo descritivo, quantitativo e qualitativo, com abordagem quantitativa na análise dos dados, por meio de pesquisa documental, seguindo procedimentos adotados por Linsley e Shrivs (2006) e outros

trabalhos sobre divulgação de riscos (Dantas; Rodrigues; Rodrigues & Capelletto, 2010; Hunziker, 2012; Elzahar & Hussainey, 2012), compreendendo duas etapas: análise de conteúdo e procedimentos estatísticos de análise de coeficientes de correlação e regressão linear.

Já caracterização da abordagem qualitativa pode ser vista na condução da análise de conteúdo, que segundo Bardin (1977), envolve várias etapas organizadas em três fases: pré-análise; exploração do material; tratamento dos resultados, inferência e interpretação. A primeira fase compreende a sistematização das ideias iniciais e o estabelecimento dos indicadores para a interpretação das informações coletadas. A fase de exploração do material envolve as operações de codificação e enumeração em função de regras previamente formuladas. Na terceira fase os dados devem ser tratados de forma a serem significativos e válidos.

Na codificação, efetuada seguindo regras precisas, os dados brutos do texto são transformados, por recorte, agregação e enumeração permitindo uma representação do conteúdo, capaz de esclarecer as características do texto e que podem servir de índices (Bardin, 1977).

Considerando-se os objetivos desse estudo, a análise de conteúdo teve como objeto as notas explicativas das empresas da amostra, visando a obtenção de dados para a identificação dos fatores determinantes do nível de observância das empresas não financeiras às exigências de divulgação definidas no CPC 40 (R1), não se tendo a pretensão de usar esta técnica para avaliar a qualidade das divulgações de risco de mercado. Desse modo, para execução da análise de conteúdo, foi aplicado *checklist* composto de vinte e um itens representativos de exigências de divulgação definidas no CPC 40 (R1) e seu Apêndice B, conforme Quadro 2. Dos vinte e um itens relacionados, 14 apresentam exigências de caráter qualitativo, enquanto os demais referem-se a informações de caráter quantitativo.

Figura 1 – *Disclosure* de risco de mercado em conformidade com o CPC 40 (R1)

Itens qualitativos	Declaração de exposição ao risco de moeda
	Declaração de exposição ao risco de taxa de juros
	Declaração de exposição a outros riscos de preços
	Condições de mercado que dão origem ao risco de moeda
	Condições de mercado que dão origem ao risco de taxa de juros
	Condições de mercado que dão origem a outros riscos de preços
	Objetivos da administração para gerenciar os riscos
	Políticas e processos da administração para gerenciar os riscos
	Métodos utilizados para mensurar o risco de moeda
	Métodos utilizados para mensurar o risco de taxa de juros
	Métodos utilizados para mensurar outros riscos de preços
	Alterações da exposição ao risco em relação ao período anterior
	Alteração dos objetivos da gestão de riscos em relação ao período anterior
	Alteração das políticas de gestão de riscos em relação ao período anterior
Itens quantitativos	Análise de sensibilidade para risco de moeda
	Análise de sensibilidade para risco de taxa de juros
	Análise de sensibilidade para outros riscos de preços
	Métodos e os pressupostos utilizados na elaboração da análise de sensibilidade para risco de moeda
	Métodos e os pressupostos utilizados na elaboração da análise de sensibilidade para risco de taxa de juros
	Métodos e os pressupostos utilizados na elaboração da análise de sensibilidade para outros riscos de preços
	Análise de sensibilidade tal como valor em risco (<i>value-at-risk</i>)

Fonte: Elaborado pelos autores

A coleta de dados foi realizada com auxílio de fichas padronizadas, elaboradas por meio de planilhas eletrônicas do *Microsoft Excel* para classificar os itens evidenciados pelas

empresas sobre os riscos de mercado. Na tabulação dos dados, consideraram-se as informações dicotômicas, sendo atribuída a pontuação “1” (um) para as empresas que evidenciaram informações relativas ao item analisado e “0” (zero) caso não especificassem informações sobre tais itens.

Na coleta dos dados, se a empresa declarou, por exemplo, que não está exposta a risco de moeda, considerou-se que a mesma evidenciou informação relativa à exposição ao risco de moeda e que não se aplicam os demais itens referentes a este tipo de risco, quais sejam: condições de mercado que dão origem ao risco de moeda; métodos utilizados para mensurar o risco de moeda; análise de sensibilidade para risco de moeda; e, métodos e pressupostos utilizados na elaboração da análise de sensibilidade para risco de moeda.

Os dados referentes à divulgação de riscos de mercado pelas empresas foram obtidos por meio de análise documental das notas explicativas, disponibilizadas no *website* da BM&FBovespa, coletados no período de 27 de outubro a 5 de novembro de 2014. A amostra foi composta por 114 empresas não financeiras listadas no segmento de governança corporativa Novo Mercado da BM&FBovespa. A opção pelas empresas listadas no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa decorre do fato de que a listagem nesse segmento especial implica na adoção de medidas de governança corporativa adicionais às exigidas pela legislação brasileira, que tendem a ampliar a política de divulgação de informações proporcionando maior transparência aos *stakeholders*.

Após a obtenção dos quantitativos de informações de risco de mercado, a partir da análise de conteúdo, os dados foram submetidos a tratamento estatístico, compreendendo análise de estatística descritiva, análise de correlação e análise de regressão linear múltipla. Considerando-se a hipótese anteriormente formulada, utilizou-se como variável dependente o ‘Nível de divulgação do risco de mercado’ (NDIV), obtido pela razão entre o número de informações divulgadas e o número de itens aplicáveis a cada empresa e, como variável explicativa, o ‘Nível de risco da empresa’ (RISK).

Foram utilizadas também as variáveis de controle ‘Tamanho’ (DIM), ‘Desempenho’ (DES) e ‘Setor’ (SET), sendo esta última, definida como variáveis *dummies* para cada setor. Entretanto, foi verificado em uma primeira análise que as variáveis *dummies* dos setores ‘Setor’ (SET) apresentaram problemas de multicolinearidade, estando altamente correlacionadas, podendo comprometer os resultados da regressão. Desta forma, as variáveis *dummies* dos setores foram excluídas do modelo de regressão para eliminar os problemas com multicolinearidade. As *proxies* e fórmulas de cálculo para as variáveis independentes estão definidas no Quadro 3.

Assim, em função do objetivo do estudo, construiu-se o seguinte modelo de análise, tendo nível de divulgação de risco de mercado como variável dependente:

$$NDIV = \beta_0 + \beta_1 RISK + \beta_2 DIM + \beta_3 DES + \varepsilon$$

Figura 2 – Definição e mensuração das variáveis

Variável independente	<i>Proxies</i> utilizadas	Fórmula de cálculo	Fundamentação
Risco da empresa (RISK)	<i>Debt-Equity Ratio</i>	Capitais de terceiros / Capitais próprios	Silva (2012)
Tamanho (DIM)	Dimensão	Logaritmo natural do Ativo total	(Soares e Galdi, 2011, Silva, 2012)
Desempenho (DES)	Retorno sobre os Ativos (ROA)	Lucro Líquido / Ativo total	(Hunziker, 2013, Silva, 2012)

Fonte: Elaborado pelos autores

Os dados para aplicação da fórmula de cálculo das *proxies* foram obtidos a partir dos demonstrativos financeiros padronizados (demonstração do resultado e balanço patrimonial) das empresas da amostra, disponibilizados no *website* da BM&FBovespa, referentes ao ano de 2013. As análises estatísticas foram realizadas com apoio do *software IBM SPSS Statistic 21*.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para a consecução do objetivo deste trabalho, foram analisados 21 itens de evidenciação, relacionados ao risco de mercado, estabelecidos pelo CPC 40 (R1), agrupados em itens qualitativos e quantitativos.

Quanto aos itens qualitativos, verificou-se, por meio da análise de conteúdo das notas explicativas que, a totalidade das empresas observadas (114 empresas), informam estarem expostas a riscos de taxas de juros, 92% declaram exposição ao risco de moeda ou de não sujeição a esse tipo de risco em função da não realizarem transações em outras moedas e 28% apresentaram declaração de exposição a outros riscos de preços. Ressalte-se que os outros riscos de preços decorrem de instrumentos financeiros devido a mudanças em preços de *commodities* ou preços de ações, não sendo aplicável a todas as empresas. No entanto, a grande maioria delas não apresenta declaração nesse sentido.

A proporção das empresas que declaram exposição aos riscos de mercado e especificaram as origens desses riscos foi de 71% para o risco de moeda, 92% para o risco de taxa de juros e, 81% para outros riscos de preços. Por sua vez, a proporção de empresas que especificaram seus objetivos, políticas e processos para gerenciar riscos situa-se em torno de 62%. Por outro lado, os itens qualitativos relativos aos métodos utilizados para mensurar o risco apresentaram percentual de divulgação inferior a 3%. Apenas uma empresa da amostra divulgou informação sobre alterações nos métodos e nos pressupostos utilizados em períodos anteriores. Isso pode ter ocorrido simplesmente porque não ocorreram alterações nesses métodos, embora nenhuma empresa tenha explicitado essa informação nas notas explicativas.

No que se refere aos itens quantitativos, verificou-se que, das empresas que declaram exposição aos riscos de mercado, 66% apresentaram análise de sensibilidade para risco de moeda, 94% para risco de taxa de juros e 44% para outros riscos de preço. Por sua vez, a quase totalidade das empresas que realizaram análise de sensibilidade, declararam os métodos e pressupostos utilizados na elaboração dessa análise, com exceção de apenas quatro empresas que não apresentaram tal declaração para os riscos de taxas de juros. Apenas quatro empresas apresentaram análise de sensibilidade *value-at-risk*, sendo que, três delas apresentaram também análise de sensibilidade para cada tipo de risco de mercado aplicável.

A Tabela 1 mostra a estatística descritiva das variáveis relacionadas ao nível de divulgação de informações sobre risco de mercado pelas empresas da amostra.

Tabela 1 – Estatística descritiva e variáveis

Variável	Nº de observações	Mínimo	Máximo	Média	Desvio- padrão	Variância
NDIV	114	0,0952	0,7143	0,4314	0,1298	0,0169
DIM	114	11,1170	17,6575	14,6607	1,1680	1,3641
RISK	114	-2,5579	15,1784	1,2593	2,1218	4,5020
DES	114	-259,0478	0,7787	-2,2671	24,2647	588,7763

Fonte: Elaborado pelos autores

A análise da estatística descritiva das variáveis mostra que o menor nível de divulgação pelas empresas foi 0,09, sendo caracterizado como um nível muito baixo de divulgação. Em relação ao nível máximo de divulgação, percebe-se que para a amostra em questão, a empresa que mais divulgou teve um nível acima de 0,7, podendo caracterizar um alto nível, visto que foi bem próximo da divulgação total (1,0) de acordo com o modelo utilizado para o cálculo desse nível. Deste modo, pode-se perceber que nenhuma empresa deixou de divulgar informações sobre risco de mercado. Em média, o número dessa divulgação foi 0,43, mostrando que o nível de divulgação de risco de mercado pelas empresas da amostra é inferior à metade do exigido pelo CPC 40 (R1).

Em relação ao tamanho das empresas, determinado pelo logaritmo natural do ativo total, sua média foi maior que 14 com desvio padrão de 1,17, caracterizando certa homogeneidade, ao passo que a média de desempenho, medida pelo ROA, foi negativa, com desvio padrão superior a 24,0, caracterizando alta heterogeneidade dos dados e baixo desempenho das empresas da amostra.

Quanto ao nível de risco da empresa (RISK), medido pelo quociente entre capitais de terceiros e capitais próprios, verificou-se um risco mínimo de -2,56 e máximo de 15,18, com média de 1,26 e desvio padrão de 2,12. O fato de o desvio-padrão ter sido maior que a média, significa que o nível de risco mostra-se muito heterogêneo; com empresas apresentando alto nível de risco e outras com baixo nível. Algumas empresas apresentam risco negativo em função dos capitais de terceiros superarem os capitais próprios.

Para avaliar o grau de relacionamento entre as variáveis definidas no estudo, foi realizada análise de correlação, conforme apresentado na Tabela 2.

Tabela 2 – Correlação entre as variáveis

	NDIV	DIM	RISK	DES
NDIV	1	0,179**	0,153*	-0,172**
DIM	0,179**	1	0,062	0,288***
RISK	0,153*	0,062	1	0,103
DES	-0,172**	0,288***	0,103	1

*. A correlação é significativa no nível 0,1.

**.. A correlação é significativa no nível 0,05.

***. A correlação é significativa no nível 0,01.

Fonte: Elaborado pelos autores

De acordo com a Tabela 2, o tamanho da empresa (DIM) está positivamente correlacionado com o nível de divulgação de risco de mercado (NDIV) ao nível de significância de 5%, de forma que, quanto maior a empresa, maior o nível de divulgação. A relação entre o desempenho (DES) e a divulgação mostrou-se significativa a 5% com relação negativa, podendo-se inferir que as empresas que tem maior desempenho tendem a ser menos transparentes em relação ao risco de mercado. O desempenho associa-se positivamente com o tamanho da empresa, com relação significativa ao nível de 1%. As relações entre risco e divulgação de risco se mostram significantes ao nível de 10%, já a relação entre o risco e desempenho não foram significantes, assim como as relações entre risco e tamanho.

Com o intuito de identificar possíveis associações entre a variável dependente (NDIV) e as variáveis independentes, bem como indícios de multicolinearidade entre as variáveis independentes, foi aplicada a análise de regressão.

Tabela 3 – Modelo de regressão

Variável	Coeficientes não padronizados		Coeficiente padronizado	Teste t	Significância	Estatísticas de colinearidade	
	B	Modelo padrão	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	0,01851	0,15357	-	0,12053	0,90428	-	-
DIM	0,02708	0,01043	0,24365	2,59722	0,01068	0,91581	1,09193
RISK	0,01008	0,00553	0,16482	1,82500	0,07072	0,98820	1,01194
DES	0,00139	0,00050	-0,25909	2,75221	0,00693	0,90952	1,09948
R ² = 0,113		F = 0,004		Nº de observações: 114			

Variável dependente: NDIV

Fonte: Elaborado pelos autores

A Tabela 3 mostra que o modelo é significativo ao nível de 1%, visto que o teste “F” foi menor que 0,01. O R² indica o poder de explicação do modelo, em que apesar das variáveis terem relações significantes, elas não conseguem explicar bem o nível de divulgação

de risco de mercado, visto que além dessas variáveis, outras características da empresa podem afetar a divulgação. De acordo com o R^2 , as variáveis independentes do modelo explicam em média 11,3% da divulgação do risco de mercado.

Em relação às estatísticas de colinearidade, percebe-se que as relações entre as variáveis independentes (DIM, RISK e DES) e a variável dependente (NDIV) não apresentaram problemas com multicolinearidade, visto que os valores VIF (*Variance Inflation Factor*) foram baixos.

A análise da regressão indica que o nível de divulgação de risco de mercado (NDIV) está associado com o nível de risco da empresa (RISK), com coeficiente positivo e significância de 10%. Uma possível explicação para este resultado decorre do fato de que as empresas que tem um elevado nível de risco, necessitam demonstrar para os investidores que detém controle sobre os riscos, caracterizados pela relação entre dívidas e capital próprio, que podem comprometer a continuidade ou o desempenho desejável da empresa. Devido a esse fator, essas empresas buscam adotar uma postura mais transparente no intuito de demonstrar que evidenciam suas informações negativas relacionadas a riscos, no sentido de fazer ciência dos riscos a que os investidores estão expostos, proporcionando maior confiança e segurança nas decisões de investimentos.

Do mesmo modo, verificou-se que o tamanho (DIM) da empresa impacta positivamente o nível de divulgação, pois a relação foi significativa a 5%, indicando que empresas maiores estão mais propensas a divulgar mais informações sobre risco de mercado. Desta maneira, as empresas de maior tamanho podem estar motivadas a terem um nível maior de divulgação de risco devido à pressões sociais, visto que, por serem maiores, estão mais expostas às condições da mídia e precisam demonstrar que são mais transparentes tanto para questões relacionadas a manutenção de suas posições dentro do mercado quanto para adquirir maior confiança perante os *stakeholders*.

Já em relação ao desempenho (DES), diferentemente de Hunziker (2013), que não encontrou nenhuma associação significativa entre o risco da empresa e o nível de divulgação de risco de mercado, foi encontrada relação significativa a 1% com coeficiente beta negativo, podendo-se inferir que empresas com maior desempenho divulgam menos informações sobre risco de mercado. Acredita-se que essa relação decorre do fato de que o alto desempenho da empresa aumenta o nível de confiança dos investidores, que impulsionados pela performance operacional, minimizam os efeitos dos riscos de mercado, reduzindo a demanda por informações dessa natureza.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve por objetivo identificar os fatores determinantes do nível de observância das empresas não financeiras listadas no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa ao CPC 40 (R1), no que se refere à divulgação do risco de mercado. Nessa perspectiva, foi realizado um estudo descritivo com abordagem quantitativa, por meio de pesquisa documental nas notas explicativas divulgadas pelas empresas, referentes ao ano de 2013, mediante utilização de *checklist* composto de 21 itens pautados no CPC 40 (R1), para verificar a evidenciação de informações de riscos de mercado pelas empresas.

Com base em dados obtidos através de análise de conteúdo, apurou-se que as empresas da amostra divulgam em média 43% das informações requeridas pelo CPC 40(R1), mostrando que o nível de divulgação de risco de mercado apresenta-se inferior à metade do exigido pelo normativo contábil. Não obstante, observou-se que itens mais objetivos como declaração da exposição ao risco e como ele surge; indicação de objetivos, políticas e processos para gerenciar os riscos; e, análise de sensibilidade para os riscos, apresentaram altos níveis de divulgação, em contraste com itens relacionados à divulgação de métodos utilizados para gerenciar riscos, bem como à divulgação de alterações na exposição ao risco e nos objetivos e

políticas de gerenciamento de riscos. Embora nenhuma das empresas analisadas tenha apresentado informação nesse sentido, acredita-se que mudanças como as descritas anteriormente, não tenham ocorrido no âmbito das empresas analisadas, razão pela qual, justifica-se a ausência de informações desse tipo nas notas explicativas.

O estudo teve como ponto de partida a hipótese de que haveria uma associação positiva entre o nível de divulgação de risco de mercado e o nível de risco da empresa. Os resultados da pesquisa fornecem suporte para a aceitação da hipótese do estudo, mostrando que empresas com maior nível de risco divulgam mais informações sobre risco de mercado. Tal constatação corrobora com o resultado encontrado por Hunziker (2013), o qual verificou que o nível de risco da empresa influencia positivamente a divulgação do risco de mercado, para uma amostra de empresas suíças.

O estudo verificou também a associação entre o nível de divulgação de risco de mercado e características das empresas como tamanho e desempenho. Nos resultados encontrados, como esperado, se verificou associação positiva e significativa quanto ao tamanho da empresa. Esse resultado é coerente com diversos estudos anteriores (Linsley & Shrives, 2006, Dantas, Rodrigues, Rodrigues & Capelletto, 2010, Elzahar & Hussainey, 2012, Savvides & Savvidou, 2012, Hunziker, 2013, Al-Shammari, 2014), que mostram que empresas maiores divulgam mais informações de risco de mercado.

Quanto ao desempenho, foi encontrada relação significativa, porém, negativa, deste com o nível de divulgação de risco de mercado, verificando-se que empresas com maior desempenho divulgam menos informações sobre risco de mercado. Uma possível justificativa para essa associação negativa decorre da possibilidade de que o alto desempenho da empresa aumenta o nível de confiança dos investidores, reduzindo a demanda por informações dessa natureza.

Com base nos resultados do estudo, conclui-se que, características das empresas como nível de risco, tamanho da empresa e desempenho são fatores significativos para explicar o cumprimento das empresas não financeiras listadas no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa ao CPC 40 (R1), no que se refere à divulgação dos riscos de mercado, considerando-se as empresas da amostra utilizada.

Devido ao baixo poder explicativo das variáveis utilizadas no modelo, indicado pelo valor do R^2 , sugere-se para pesquisas futuras, incluir outras variáveis para testar o nível de divulgação de risco de mercado. Além disso, outros estudos podem abordar a qualidade das informações divulgadas e ampliar as observações, podendo incluir as empresas dos demais níveis de governança corporativa e/ou do mercado tradicional da BM&FBovespa, não consideradas no presente estudo.

REFERÊNCIAS

- Abdelghany, K. E. (2005). Disclosure of market risk or accounting measures of risk: an empirical study. *Managerial Auditing Journal*, 20(8), 867-875.
- Abraham, S., & Shrives, P. J. (2014). Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports. *The British Accounting Review*, 46(1), 91-107.
- Al-Shammari, B. (2014). Kuwait corporate characteristics and level of risk disclosure: a content analysis approach. *Journal of Contemporary Issues in Business Research*, 3(3), 128-153.
- Ameer, R. (2009). Value-relevance of foreign-exchange and interest-rate derivatives disclosure the case of Malaysian firms. *The Journal of Risk Finance*, 10(1), 78-90.
- Avelino, B. C. (2013). *Características explicativas do nível de disclosure voluntário de municípios do estado de Minas Gerais: Uma abordagem sob a ótica da teoria da divulgação*. Dissertação de mestrado, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil.

- Bardin, L. *Análise de conteúdo*. (1977). Lisboa: Edições 70.
- 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), 44-65.
- Blankley, A., Lamb, R., & Schroeder, R. (2002). The disclosure of information on market risk: evidence from the Dow 30. *Managerial Auditing Journal*, 17(8), 438-451.
- Bushman, R., Piotroski, J., Smith, A. (2004). What determines corporate transparency. *Journal of Accounting Research*, 42(2), 1-53.
- Cabedo, J. D., & Tirado, J. M. (2003). The disclosure of risk in financial statements. *Accounting Forum*, 28(2), 181-200.
- Cardoso, R. L., Silva, M. A., Mário, P. C., & Iudícibus, S. (2010). Análise da regulação da contabilidade à luz da teoria tridimensional do direito de Miguel Reale. *Revista Universo Contábil*, 6(1), 06-27.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2012). *Pronunciamento técnico nº 40*. Instrumentos financeiros: evidenciação. Retirado de: <http://www.cpc.org.br/CPC/DocumentosEmitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=71>.
- Cosenza, J. P., & Laurencel, L. C. (2012). Um olhar sobre a harmonização contábil no Brasil à luz da teoria Habermasiana. *Revista de Informação Contábil*, 5(4), 79-103.
- Dantas, J. A., Rodrigues, F. F., Rodrigues, J. M., & Capelletto, L. R. (2010). Determinantes do grau de evidenciação de risco de crédito pelos bancos brasileiros. *Revista Contabilidade e Finanças*, 21(52), 1-27.
- Dobler, M. (2008). Incentives for risk reporting - A discretionary disclosure and cheap talk approach. *The International Journal of Accounting*, 43(2), 184-206.
- Elzahar, H., & Hussainey, K. (2012). Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. *The Journal of Risk Finance*, 13(2), 133-147.
- Emm, E. E., Gay, G. D., & Lin, C. M. (2007). Choices and Best Practice in Corporate Risk Management Disclosure. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(4), 17-28.
- Goulart, A. M. C. (2003). *Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil*. Dissertação de mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Graça, M. L. (2012). *Divulgação do risco de mercado um caso de empresas Portuguesas*. Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal, Portugal.
- Guzzo, E. J., Rosa, C. A., Alberton, L., & Borba, J. A. (2013) Disclosure dos fatores de risco de mercado – FRM: uma análise das maiores companhias abertas do Brasil. *Gestão Contemporânea*, 10(14), 247-273.
- Hassan, M. K. (2014). Risk narrative disclosure strategies to enhance organizational legitimacy: Evidence from UAE financial institutions. *International Journal of Disclosure and Governance*, 11, 1-17.
- Hunziker, S. (2013). The disclosure of market risk information under IFRS 7 evidence from Swiss listed non-financial companies. *IFZ Working Paper*, 20, 1-18.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Linsley, P. M., & Shrive, P. J. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38, 387-404.
- Mapurunga, P. V. R., Ponte, V. M. R., & Holanda, A. P. (2014). Fatores explicativos da aderência das firmas brasileiras ao disclosure relativo às informações por segmento. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 33(1), 53-69.
- Martins, E., Gelbcke, E. R., Santos, A., & Iudícibus, S. (2013). *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC*. (2). São Paulo: Atlas.

- Martins, O. S., & Paulo, E. (2013). A probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado acionário brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças (Online)*, 11(2), 249-280.
- 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), 437-468.
- Murcia, F. D. (2009). *Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil*. (2009). Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Othman, R., & Ameer, R. (2009). Market risk disclosure: evidence from Malaysian listed firms. *Journal of Financial Regulation and Compliance* 17(1), 57-69.
- Pinho, G. A., Parente, P. H. N., & Coelho, A. C. (2014). Associação entre risco e evidenciação de instrumentos financeiros no Brasil. In *Anais do 8º Congresso ANPCONT*, Rio de Janeiro, 17-20 Ago. 2014.
- Putri, N. K., & Arofah, T. (2013). The impact of risk report formats on investment analyst decisions: an experimental case from Indonesia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 9(1), 89-112.
- Savvides, S. C., & Savvidou, N. (2012). Market risk disclosures of banks: a cross-country study. *International Journal of Organizational Analysis*, 20(4), 379-405.
- Shinzato, J. M. (2011). *O uso de instrumentos financeiros e o nível de evidenciação qualitativa e quantitativa nas demonstrações contábeis de empresas não financeiras, no contexto das IFRS*. Dissertação de mestrado, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Silva, A. M. M. (2012). *Divulgação do Risco Um caso de empresas do sector do retalho alimentar*. Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal, Portugal.
- Soares, E. R. & Galdi, F. C. (2011). Relação dos modelos DuPont com o retorno das ações no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade e Finanças*, 22(57), 279-298.