

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

DANIELLE GONÇALVES SILVA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA RELAÇÃO COM A DIVULGAÇÃO DA
NATUREZA E EXTENSÃO DOS RISCOS RELACIONADOS AOS INSTRUMENTOS
FINANCEIROS**

BELO HORIZONTE

2020

DANIELLE GONÇALVES SILVA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA RELAÇÃO COM A DIVULGAÇÃO DA
NATUREZA E EXTENSÃO DOS RISCOS RELACIONADOS AOS INSTRUMENTOS
FINANCEIROS**

Dissertação apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Controladoria e Contabilidade da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Controladoria e Contabilidade.

Área de concentração: Contabilidade Financeira

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Laura Edith Taboada
Pinheiro

BELO HORIZONTE

2020

AGRADECIMENTOS

Agradecer, como o próprio nome diz, é o ato de demonstrar gratidão, reconhecer algo feito por outra pessoa. Como dizia Clarice Lispector: “Quem caminha sozinho pode até chegar mais rápido, mas aquele que vai acompanhado, com certeza vai mais longe.” Para chegar até aqui, passei por muitos caminhos, e, nessas estradas, muitos me ajudaram. Independentemente do caminho escolhido, meus pais sempre foram fundamentais nas caminhadas. Deixo aqui meus eternos agradecimentos, por todo o apoio e pela confiança de sempre. AMO VOCÊS!

A todos os meus colegas de Mestrado meu muito obrigada; desde que cheguei nesta Universidade, fui muito bem acolhida e ajuda nunca faltou. Dividimos boas risadas e também momentos “desesperadores”, antes das provas de estatística, que sempre ficaram guardados em meu coração. Porém, se eu for contar para alguém sobre minha pós-graduação *stricto sensu*, será inevitável não citar o nome de alguns colegas que foram tão importantes nesta jornada.

A Edleuza Loures, não há palavras para agradecer tudo que você fez por mim; talvez você não compreenda como sua ajuda significou muito... desejo toda a sorte do mundo em sua caminhada, que tenho certeza de que será de grandes vitórias! A Bárbara Siqueira (“mãe da governança corporativa”) meu muito obrigada, realmente não sei o que teria sido da minha Dissertação sem você. Sua ajuda foi fundamental para a concretização deste projeto. Que sua vida seja marcada de muito sucesso, que o Prêmio Internacional Professor Dr. Antônio Lopes de Sá, que ganhamos em 2019, seja apenas o primeiro de muitos que você irá vencer. A Iara Lopes e a Olívia Bernardo deixo também meus agradecimentos, pelas palavras de conforto que foram, em alguns momentos, a força necessária para seguir em frente.

A minha orientadora, Laura Edith, deixo aqui meu muito obrigada pela confiança e pelo apoio na realização deste trabalho, bem como por todo aprendizado adquirido durante o estágio, que tanto contribuiu para aprimorar meus conhecimentos contábeis e minha didática. Fiquei muito feliz por nossa parceria e tenho certeza de que ela não acabará por aqui.

Ao professor José Roberto agradeço pelo empenho e dedicação em todos os momentos em que se disponibilizou para debatermos sobre assuntos contábeis. Debates esses que foram

prazerosos e fundamentais para aquisição de novos conhecimentos. Obrigada pelas contribuições fornecidas para o desenvolvimento deste trabalho.

A professora Bruna Avelino agradeço pelas sugestões de melhorias que tanto contribuíram para a qualidade desta pesquisa e também pela parceria de sucesso no artigo vencedor do Prêmio Lopes Sá. Obrigada pelos ensinamentos, principalmente no que se refere à relação professor/aluno, tratada por você sempre com muito respeito, humildade e educação.

A professora Fernanda Alves agradeço pelos conhecimentos estatísticos adquiridos. Destaco que suas aulas também foram fundamentais para que eu percebesse a verdadeira essência da profissão de professor: que é o ensino. Qualquer profissional pode dar aula, mas poucos conseguiram transformar um assunto complexo em uma linguagem acessível a todos, possibilitando, assim, o conhecimento do maior número de alunos possível.

Ao professor Romualdo Douglas meus agradecimentos pelas contribuições de melhoria deste trabalho.

As minhas amigas, Ariadne Natividade, Jéssica França, Nicolle Marques e Paula Aguiar, muito obrigada pelos incentivos, confiança e suporte para que conseguisse finalizar mais essa etapa de minha vida.

“A grandeza vem não quando as coisas sempre vão bem para você, mas a grandeza vem quando você é realmente testado, quando você sofre alguns golpes, algumas decepções, quando a tristeza chega. Porque apenas se você esteve nos mais profundos vales você poderá um dia saber o quão magnífico é estar no topo da mais alta montanha.”

(Richard Milhous Nixon)

RESUMO

Silva, D. G. (2020). *Governança corporativa e sua relação com a divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros*. Dissertação de mestrado, Universidade Federal de Minas Gerais, MG, Brasil.

Com o aumento da demanda por informações de riscos, ocasionada principalmente pelas diversas crises econômicas mundiais, os órgãos reguladores de assuntos contábeis direcionaram suas atenções para a elaboração de normas que melhorassem a divulgação de riscos corporativos das entidades, principalmente aqueles que se relacionavam aos instrumentos financeiros, considerados de grande relevância para o mercado de capitais. A busca por fatores que influenciavam a divulgação de informações levou a constatação de que empresas que adotam boas práticas de governança corporativa proporcionam mais informações relevantes para seus acionistas e partes interessadas. Nesse sentido, identificou-se que características internas da governança corporativa estavam diretamente relacionadas as práticas de divulgação de informações de risco. Considerando esses aspectos, esta pesquisa teve como objetivo identificar os determinantes da governança corporativa que influenciavam na divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros. A amostra do estudo foi composta pelas companhias de capital aberto listadas na B3 (Brasil, Bolsa e Balcão), que pertenciam a algum segmento de listagem (Novo mercado, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2) e que não eram do setor financeiro. O período analisado refere-se aos anos de 2016 a 2018. A abordagem quanto ao problema de pesquisa foi considerada como quantitativa, utilizando-se do modelo econométrico de Mínimos Quadrados Generalizados. Quanto aos objetivos da pesquisa, esta foi considerada como descritiva, com o uso da estratégia bibliográfica, documental e *ex post facto*. Os resultados da análise de regressão apontaram que todas as variáveis utilizadas para mensurar os determinantes da governança corporativa (tamanho do conselho de administração, independência do conselho, concentração de propriedade, dualidade do CEO e comitê de auditoria) foram significativas para explicar o nível de divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros. Com exceção das variáveis independência do conselho e dualidade do CEO, que influenciam negativamente o nível de divulgação, as demais variáveis exercem influência positiva. No que tange às variáveis de controle (tamanho da entidade, pertencer ao segmento do Novo Mercado, rentabilidade do ativo, alavancagem e ano 2018), todas também foram significativas para explicar o nível de divulgação. As variáveis tamanho da entidade e pertencer ao segmento do Novo Mercado influenciam positivamente o nível de divulgação, e as demais variáveis exercem influência negativa. Este estudo contribui para a temática da divulgação de informações de risco das companhias brasileiras, pois aborda de forma ampla a divulgação obrigatória da natureza e extensão dos riscos derivados dos instrumentos financeiros, considerando tanto a norma atual NBC TG 40 (R3) quanto a anterior. Adicionalmente, aprofunda os conhecimentos a respeito da associação desse tipo de divulgação com os mecanismos de governança corporativa utilizados no Brasil.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Risco; Instrumentos Financeiros.

ABSTRACT

Silva, D. G. (2020). *Corporate governance and its relationship with the disclosure of the nature and extent of exposure to risks arising from financial instruments*. Dissertação de mestrado, Universidade Federal de Minas Gerais, MG, Brasil.

With the increase in the demand for risk information, caused mainly by the various global economic crises, the accounting regulatory bodies directed their attention to the elaboration of rules that would improve the disclosure of corporate risks of the entities, mainly those related to financial instruments, considered of great relevance for the capital market. The search for factors that influenced the disclosure of information led to the finding that companies that adopt good corporate governance practices provide more relevant information to their shareholders and interested parties. In this sense, it was identified that internal characteristics of corporate governance were directly related to the practices of disclosure of risk information. Considering these aspects, this research aimed to identify the determinants of corporate governance that influenced the disclosure of the nature and extent of exposure to risks arising from financial instruments. The study sample was made up of publicly traded companies listed on B3 (Brazil, Bolsa and Balcão), which belonged to some listing segment (Novo Mercado, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais and Bovespa Mais Nível 2) and which did not were from the financial sector. The analyzed period refers to the years 2016 to 2018. The approach to the research problem was considered quantitative, using the econometric model of Generalized Least Squares. As for the research objectives, it was considered as descriptive, using the bibliographic, documentary and ex post facto strategy. The results of the regression analysis showed that all variables used to measure the determinants of corporate governance (board size, board independent, ownership concentration, CEO duality and audit committee) were significant to explain the level of disclosure of the nature and extent of exposure to risks arising from financial instruments. With the exception of the board independent and CEO duality variables, which negatively influence the level of disclosure, the other variables have a positive influence. Regarding the control variables (firm size, belonging to the Novo Mercado segment, return on assets, leverage and year 2018), all were also significant to explain the level of disclosure. The variables firm size and belonging to the Novo Mercado segment positively influence the level of disclosure, and the other variables have a negative influence. This study contributes to the issue of disclosure of risk information by Brazilian companies, as it broadly addresses the mandatory disclosure of the nature and extent of exposure to risks arising from financial instruments, considering both the current standard NBC TG 40 (R3) and the previous one. Additionally, it deepens the knowledge regarding the association of this type of disclosure with the corporate governance mechanisms used in Brazil.

Keywords: Corporate Governance; Risk; Financial Instruments.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 Contextualização do tema	12
1.2 Objetivos.....	15
<i>1.2.1 Objetivo geral.....</i>	<i>15</i>
<i>1.2.2 Objetivos específicos</i>	<i>16</i>
1.3 Justificativa	16
1.4 Estrutura da Dissertação	18
2 REVISÃO DA LITERATURA	19
2.1 Governança Corporativa	19
<i>2.1.1 Governança Corporativa no Brasil.....</i>	<i>27</i>
2.2 Divulgação de Informações sobre Riscos Corporativos.....	34
2.3 Relação entre Governança Corporativa e a Divulgação de Riscos.....	42
<i>2.3.1 Estudos Internacionais</i>	<i>42</i>
<i>2.3.2 Estudos Nacionais</i>	<i>51</i>
3 METODOLOGIA.....	54
3.1 Caracterização da Pesquisa	54
3.2 Seleção da Amostra	55
3.3 Descrição das Variáveis Utilizadas e Coleta de Dados.....	56
3.4 Abordagem Estatística	77
<i>3.4.1 Estatística Descritiva.....</i>	<i>77</i>
<i>3.4.2 Métodos Econométricos</i>	<i>78</i>
4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	83
4.1 Descrição dos Dados do Estudo.....	83
4.2 Testes de Normalidade e Diferença de Médias dos Dados Amostrados	94
4.3 Estimação dos Modelos Econométricos.....	101
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	107
REFERÊNCIAS	114

ANEXO A - PROCEDIMENTOS OPERACIONAIS PARA ESTIMAÇÃO DOS MODELOS DE DADOS EM PAINEL.....	125
--	------------

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Conceitos de governança corporativa: síntese	22
Figura 2. Comparativo dos Segmentos de Listagem	31
Figura 3. Checklist de Divulgação da Natureza e Extensão dos Riscos.....	57
Figura 4. Gráficos de linha das variáveis utilizadas no estudo.....	86

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Descrição da amostra.....	55
Tabela 2. Descrição da pontuação do Checklist.....	66
Tabela 3. Variáveis do modelo econométrico	76
Tabela 4. Divulgação total dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros.....	88
Tabela 5. Divulgação dos riscos de crédito	90
Tabela 6. Divulgação dos riscos de liquidez	92
Tabela 7. Divulgação dos riscos de mercado	94
Tabela 8. Teste Normalidade e de Diferença de Médias para a divulgação total.....	95
Tabela 9. Teste Normalidade e de Diferença de Médias para a divulgação de risco de crédito	97
Tabela 10. Teste Normalidade e de Diferença de Médias para a divulgação de risco de liquidez	98
Tabela 11. Teste Normalidade e de Diferença de Médias para a divulgação de risco de mercado	100
Tabela 12. Estimação do Modelo Econométrico.....	102
Tabela 13. Resumo dos resultados encontrados para as variáveis utilizadas no modelo de regressão	106

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGAS

B3	Brasil, Bolsa e Balcão
BM&FBovespa	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
CEO	Chief Executive Officer
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FASB	Financial Accounting Standards Board
FTSE	Financial Times Stock Exchange
GLS	Generalized Least Square
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ICAEW	Institute of Chartered Accountants in England and Wales
IFRS	International Financial Reporting Standards
MQO	Método dos Mínimos Quadrados Ordinários
NBC TG	Norma Brasileira de Contabilidade Técnica Geral
NBC TG EC	Norma Brasileira de Contabilidade Técnica Geral Estrutura Conceitual
ON	Ação Ordinária
PN	Ação Preferencial

1 INTRODUÇÃO

Este capítulo apresenta uma contextualização sobre o tema abordado neste estudo. Para tanto, explicita o problema de pesquisa, o objetivo geral e os objetivos específicos, bem como a justificativa que sustenta a realização deste trabalho.

1.1 Contextualização do tema

Risco é um fator inerente a toda e qualquer atividade empresarial, geralmente ele tem sentido negativo, como a possibilidade de ocorrência de perda ou redução de lucro (Lupton, 1999). No entanto, o risco também pode significar a incerteza do futuro, ou seja, o resultado pode ser bom ou ruim. Nesse sentido, o risco poderia ser definido, de forma abrangente, como a variabilidade em torno de um resultado (ICAEW, 2011).

O gerenciamento de riscos, que é uma das tarefas intrínsecas do planejamento estratégico de cada negócio, é composto por processos que foram implementados para identificar e responder a situações que possam impactar negativamente os objetivos da companhia e por uma estrutura de governança corporativa responsável por manter esses processos funcionando. Em síntese, a gestão de riscos está atrelada ao processo decisório da entidade, e, do ponto de vista operacional, pode-se dizer que o gerenciamento de riscos integra a governança corporativa das empresas, pois o risco precisa ser identificado, mensurado, tratado e monitorado (IBGC, 2017).

Segundo Cruz e Lima (2010) e Cabedo e Tirado (2004), a divulgação dos riscos aos quais a entidade está exposta e dos processos realizados por ela para mitigá-los é considerada uma das informações mais relevantes que as entidades devem fornecer a seus usuários, principalmente os *stakeholders*. Esses precisam da divulgação de informações para avaliar não apenas o retorno que o investimento pode proporcionar, mas também o risco do negócio para tomarem decisões mais assertivas de alocação de recursos.

O aumento da demanda por informações de risco ficou marcado após diversas crises econômicas mundiais (crise mexicana em 1994, Barings em 1995, crise asiática 1997/1998 e norte-americana em 2007) que envolveram fraudes, uso de informações privilegiadas, manipulação e a ausência de divulgação de informações contábeis (Brousseau, Gendron,

Bélanger, & Coupland, 2014; Gelbcke, Santos, Iudícibus, & Martins, 2018; Galdi, Barreto, & Flores, 2018).

De acordo com Helliar, Lonie, Power e Sinclair (2002) e Beretta e Bozzolan (2004), nos períodos que antecederam as principais crises econômicas mundiais, as informações que eram divulgadas sobre os riscos não proporcionavam tomadas de decisões assertivas, porque as informações eram muito sucintas e insuficientes para auxiliar os usuários das demonstrações financeiras na projeção de futuros cenários. Esses aspectos, na visão de Galdi, Barreto e Flores (2018), teriam influenciado os órgãos reguladores de assuntos contábeis a direcionarem suas atenções para a divulgação de riscos corporativos das entidades, principalmente aqueles que se relacionavam aos instrumentos financeiros.

Os instrumentos financeiros tornaram-se foco das discussões sobre divulgação de riscos, devido a três principais fatores: a sua grande circulação no mercado de capitais; ao fato de terem sido considerados um ponto em comum em diversas crises econômicas mundiais; e a sua relevância nas demonstrações financeiras, pois, independentemente do setor ou do ramo de atividade, era possível encontrar algum tipo de instrumento financeiro nas empresas, desde o mais simples até o mais complexo (Gelbcke et al., 2018; Galdi et al., 2018).

Visando melhorar a divulgação de informações dos riscos que se relacionavam aos instrumentos financeiros, o *International Accounting Standards Board* (IASB), em 2005, emitiu a norma *International Financial Reporting Standards* (IFRS) 7 - *Financial Instruments: Disclosures*, objetivando tornar obrigatória a divulgação de informações da exposição da companhia a riscos e como ela os gerenciavam (IFRS 7, 2014; NBC TG 40, 2017).

A IFRS 7 passou a exigir das entidades, que adotam as Normas Internacionais, a divulgação de informações qualitativas e quantitativas sobre a exposição a riscos, principalmente os riscos de crédito, liquidez e mercado que se relacionam com os instrumentos financeiros. As divulgações qualitativas, exigidas pela norma, possuem como foco informar aos usuários quais são os objetivos, políticas e processos da administração no gerenciamento dos riscos. Já a divulgação quantitativa tem como propósito fornecer informações sobre a extensão, ou seja, sobre a mensuração/quantificação/dimensão do risco em que a entidade está exposta. Desta forma, o conjunto de informações qualitativas e quantitativas permite que os usuários

compreendam a natureza e a extensão dos riscos decorrentes de instrumentos financeiros (IFRS 7, 2014; NBC TG 40, 2017).

A busca por fatores que impulsionavam esse tipo de divulgação levou à constatação de que empresas que adotam boas práticas de governança corporativa proporcionam mais informações relevantes para seus acionistas e partes interessadas, gerando, assim, redução de assimetria de informações e de custos de agência (Agyemang, Aboagye, & Ahali, 2013; Agyei-Mensah, 2017). Esse fato também é enfatizado por Taylor, Tower e Neilson (2010), quando argumentam que empresas com boa estrutura de governança corporativa, por possuírem processos e sistemas mais abrangentes, seriam mais eficazes no gerenciamento e na divulgação de informações de riscos.

A relação entre governança corporativa e a divulgação de informações de riscos ficou ainda mais evidente após as pesquisas empíricas de Elshandidy e Neri (2015), Elzahar e Hussainey (2012), Oliveira, Rodrigues e Craig (2011), Lopes e Rodrigues (2007), Tauringana e Chithambo (2016), Agyei-Mensah (2017), Al-Shammari (2014), Atanasovski (2015) e Ntim, Lindop e Thomas (2013), que identificaram que características internas da governança corporativa, como: o tamanho do conselho; independência do conselho; concentração de propriedade; segregação de funções entre o presidente da empresa e o presidente do conselho de administração; e o comitê de auditoria, estavam diretamente relacionadas à divulgação de informações.

Essa relação foi fundamentada considerando que os conselhos de administração que possuem maior quantidade de integrantes estão associados a um maior poder de monitoramento gerencial, o que aumenta a probabilidade de mais divulgação a respeito dos riscos aos quais a entidade está exposta (Agyei-Mensah, 2017; Elshandidy & Neri, 2015; Al-Shammari, 2014; Ntim, Lindop, & Thomas, 2013; Elzahar & Hussainey, 2012).

A presença de conselheiros independentes no conselho de administração sugere que os gestores serão mais pressionados na extensão e na qualidade da divulgação dos riscos, e que haverá mais independência e responsabilidade nas tomadas de decisões (Ntim et al., 2013; Lopes & Rodrigues, 2007; Agyei-Mensah, 2017; Tauringana & Chithambo, 2016; Elshandidy & Neri, 2015; Al-Shammari, 2014; Elzahar & Hussainey, 2012; Oliveira, Rodrigues, & Craig, 2011).

Com relação à participação acionária, a concentração de propriedade seria considerada um fator relevante que explicaria a divulgação de riscos, porque, segundo Atanasovski (2015), Ntim et al. (2013), Agyei-Mensah (2017), Elshandidy e Neri (2015), Oliveira et al. (2011), Taylor, Tower, Zahn e Neilson (2008) e Lopes e Rodrigues (2007), as empresas cujas ações estão concentradas com poucos acionistas divulgariam menos informações de risco aos usuários das demonstrações financeiras.

A concentração do poder de decisão dentro da entidade é vista como prejudicial no desempenho das funções de governança corporativa. A teoria da agência sugere que a segregação de funções entre o presidente da empresa e o presidente do conselho de administração aumenta a capacidade de monitoramento do conselho, o que pode influenciar positivamente o nível de divulgação de informações de risco (Ntim et al., 2013; Elshandidy & Neri, 2015; Al-Shammari, 2014; Elzahar & Hussainey, 2012).

Por fim, Oliveira et al. (2011), Al-Shammari (2014) e Agyei-Mensah (2017) sugerem que o comitê de auditoria seria o responsável por supervisionar a gestão dos riscos e dos processos relacionados aos controles internos da entidade. O desempenho dessas funções o levaria a ser considerado um órgão de controle essencial na supervisão das atividades exercidas pelo conselho de administração, na integridade e na transparência das informações divulgadas aos usuários.

Diante disso, partindo-se dos pressupostos acima apresentados a respeito da importância da divulgação de riscos e sua relação com a governança, surge o seguinte problema de pesquisa: ***Quais são os determinantes da governança corporativa que influenciam a divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros das companhias de capital aberto listadas na B3?***

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo geral

Este estudo possui como objetivo geral identificar os determinantes da governança corporativa que influenciam a divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros das companhias de capital aberto listadas na B3.

1.2.2 Objetivos específicos

Considerando o objetivo geral deste estudo, apresentam-se os seguintes objetivos específicos:

- Identificar se as companhias, que estão em níveis de governança corporativa distintos, apresentam diferenças no nível de divulgação, total e por natureza (risco de crédito, liquidez e mercado), dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros;
- Verificar se as companhias, que estão em setores econômicos distintos, apresentam diferenças no nível de divulgação, total e por natureza (risco de crédito, liquidez e mercado), dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros;
- Analisar se as companhias, após a vigência da NBC TG 40 (R3), apresentam diferenças no nível de divulgação, total e por natureza (risco de crédito, liquidez e mercado), dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros.

1.3 Justificativa

A relevância dos instrumentos financeiros na situação patrimonial e financeira das entidades e no funcionamento do mercado de capitais evidencia a importância do estudo deste tema, o qual se mostra de grande utilidade para os órgãos normatizadores, usuários das demonstrações contábeis e para as pesquisas empíricas.

Os órgãos normatizadores se preocupam com os impactos que suas normas causam e se elas cumprem o objetivo proposto, e é nesse sentido que esta pesquisa busca contribuir. Pois, os órgãos normatizadores monitoram constantemente a aplicação de suas normas, objetivando melhorar cada vez mais o reconhecimento, mensuração e a divulgação das informações contábeis. A busca pela qualidade das informações que são divulgadas influencia as frequentes atualizações que ocorrem nas normas de instrumentos financeiros.

Estudar a divulgação de informações de risco que decorrem dos instrumentos financeiros, além de contribuir para o monitoramento dos órgãos normatizadores, sobre os impactos de suas normas, mostra-se relevante para os usuários das demonstrações contábeis, que estão

cada vez mais exigentes com a extensão e a qualidade dessas informações, que tanto os auxiliam na tomada de decisões de investimento ou de desinvestimento.

No que tange às pesquisas empíricas, ressalta-se que são fundamentais para que a contabilidade possa permanecer útil às necessidades dos usuários em geral. Pois, considera-se que elas contribuem para o “desenvolvimento do conhecimento contábil, preenchendo lacunas existentes na compreensão dos diversos fenômenos que o envolvem” (Theóphilo, 1998, p. 01).

Considerando esse aspecto, esta pesquisa busca contribuir para a ampliação dos conhecimentos sobre a divulgação de informações de risco das companhias brasileiras, abordando de forma ampla toda a divulgação obrigatória, conforme norma contábil, da natureza e extensão dos riscos derivados dos instrumentos financeiros, o que inclui divulgações sobre o risco de crédito, liquidez e mercado.

Estudos na área de divulgação de informações de risco já foram realizados no Brasil, mas não de forma abrangente quanto proposto por esta pesquisa. Pode-se citar a pesquisa de Beuren, Dallabona e Dani (2011), que estudaram de forma genérica a divulgação da gestão de risco; Costa, Leal e Ponte (2017), que focaram apenas na divulgação de informações do risco de mercado; e Ambrozini (2014) e Mapurunga, Ponte, Coelho e Meneses (2011), que pesquisaram a divulgação das informações a respeito de operações com derivativos.

Comparativamente aos estudos de Agyei-Mensah (2017), Tauringana e Chithambo (2016), Atanasovski (2015), Costa et al. (2017) e Ambrozini (2014), que se basearam na mesma norma contábil deste trabalho, esta pesquisa diferencia-se principalmente por utilizar as últimas duas versões da norma de divulgação de instrumentos financeiros e, adicionalmente, por analisar se as alterações ocorridas na norma impactaram o nível de divulgação de informações de risco.

Por fim, esta pesquisa contribui em aprofundar os conhecimentos da associação entre as práticas de divulgação de risco e as características internas da governança corporativa, que se relacionam com as estruturas e os processos das companhias brasileiras. Essa temática já foi abordada anteriormente na pesquisa de Lanzana (2004), porém sob o foco da divulgação voluntária de informações de risco.

1.4 Estrutura da Dissertação

Esta pesquisa está estruturada em cinco capítulos. O primeiro capítulo apresenta a introdução, com a contextualização do tema, questão de pesquisa, o objetivo geral e os objetivos específicos e a justificativa do estudo.

O segundo capítulo apresenta a revisão de literatura abordando informações a respeito da governança corporativa, da divulgação de informações contábil-financeiras, com foco em risco e como a governança corporativa pode influenciar na divulgação de informações de risco.

No terceiro capítulo, são apresentadas a caracterização da pesquisa, seleção da amostra, descrição das variáveis que compõem o modelo econométrico, bem como sua coleta de dados e a abordagem estatística utilizada neste estudo.

O quarto capítulo apresenta os resultados obtidos para cada um dos objetivos propostos nesta pesquisa e a análise dos mesmos.

Por fim, no quinto capítulo, são apresentadas as considerações finais, as limitações encontradas no estudo e as sugestões para futuras pesquisas.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Este capítulo objetiva apresentar informações a respeito da governança corporativa, abordando sua função na entidade e suas principais características. Evidencia a importância da divulgação de informações contábil-financeiras, principalmente a divulgação de informações de risco e os fatores que podem influenciar nessa divulgação. Ademais, destaca a associação entre governança corporativa e divulgação de risco encontrada em estudos anteriores sobre o tema.

2.1 Governança Corporativa

Os conflitos de agência são conhecidos como as principais razões que fundamentaram o surgimento da governança corporativa. Segundo Rossetti e Andrade (2012), as diversas hipóteses de potenciais conflitos entre acionistas e gestores ou entre acionistas controladores e não controladores (minoritários) originaram-se na pulverização do capital da entidade e na segregação entre propriedade e gestão.

Muitas entidades no passado foram fundadas por empreendedores que financiavam seus próprios negócios, outras já se desenvolveram desde o início com recursos de terceiros. Independente da forma como a entidade se financiava, com o passar dos anos, o controle acionário foi sendo diluído. Na modalidade de financiamento interno, calcula-se que, após duas ou três gerações de sucessão da propriedade da companhia, os fundadores desapareceram. E, no financiamento externo, estima-se que o desaparecimento tenha ocorrido ainda mais rapidamente (Rossetti & Andrade, 2012).

Em ambos os casos, não era comum que os herdeiros fossem interessados ou tivessem competências profissionais para o negócio. A segregação entre propriedade e gestão da empresa se tornou inevitável, o que culminou na busca por profissionais no mercado de trabalho que pudessem administrar os negócios, função essa anteriormente exercida pelo dono (Rossetti & Andrade, 2012).

Segundo Davis e Thompson (1994), a segregação entre propriedade e gestão impactou a transferência de controle dos acionistas para os administradores. Os acionistas começaram a exercer um papel na sociedade empresária mais direcionado para análise dos resultados e

tomada de decisão de aplicação de recurso, e os administradores ficaram focados nas decisões empresariais e nas estratégias que poderiam maximizar o retorno dos negócios.

A relação entre os acionistas e os administradores é denominada relação de agência. Essa pode ser definida como um contrato que será realizado entre duas partes, o principal e o agente, em que o principal transferirá ao agente poder de tomadas de decisões em seu nome. Com isso, o principal objetiva a maximização do valor do negócio, retorno dos investimentos e, conseqüentemente, o aumento de sua riqueza. Com relação ao agente, esse também possui seus próprios objetivos e trabalhará para alcançá-los. Porém, quando os interesses das partes forem divergentes, haverá o chamado conflito de agência (Jensen & Meckling, 1976).

Na opinião de Armstrong et al. (2010), a origem dos recursos que financiam as entidades gera diversas relações contratuais que englobam não só os proprietários e os gestores, mas também os credores. Os interesses divergentes entre gerentes, conselheiros, investidores e credores criam uma demanda por mecanismos que possam monitorar a entidade e, conseqüentemente, reduzir os conflitos de agência.

Mesmo existindo alternativas para reduzir os conflitos, eles dificilmente serão evitados. Isso porque não existe um contrato entre as partes que seja completo, capaz de maximizar o interesse de todos, e não existe um agente que seja perfeito, ou seja, um profissional que sempre envidará esforços apenas para atingir os objetivos alheios, mesmo havendo um vínculo de subordinação (Klein, 1983; Jensen & Meckling, 1976).

Os proprietários da entidade, mesmo sendo uma das principais fontes de recursos da companhia, em geral não estão envolvidos nas tomadas de decisões diárias da empresa e, por isso, delegam essa função a um conselho de administração, que, por sua vez, transfere o gerenciamento da entidade aos administradores. Considerando esses aspectos, a governança corporativa é vista como o subconjunto dos contratos realizados pela empresa e é responsável pelos mecanismos que possam garantir que o conselho de administração alinhe os interesses dos gestores com os interesses dos acionistas (Armstrong, Guay, & Weber, 2010).

A definição de governança corporativa é muito ampla na literatura; para Blair (1998) e Williamson (1996), a governança é vista como guardiã de direitos, pois está relacionada aos

meios que são utilizados para ajustar os conflitos de interesses e a justiça, transparência e responsabilidade no tratamento desses conflitos.

De acordo com Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa, além de possuir a capacidade de monitorar e dirigir a entidade, pode ser considerada como um sistema de relações, por ser uma intermediadora dos interesses dos acionistas, conselhos de administração, diretoria, auditoria independente, conselho fiscal ou com qualquer outra parte interessada.

Para Cadbury (1992), a governança corporativa é vista como uma estrutura de poder, responsável pelos mecanismos que regem o funcionamento da entidade. Segundo Mathiesen (2002), a governança seria considerada um sistema normativo, isto é, focada no monitoramento tendo como premissas normas e regulamentos definidos previamente pela companhia.

Embora não haja um consenso na literatura sobre o conceito de governança corporativa, o mesmo está respaldado sobre quatro pilares de valores, conforme Rossetti e Andrade (2012):

- (i) *Fairness*: relacionado ao senso de justiça no tratamento dos direitos dos acionistas controladores e não controladores;
- (ii) *Disclosure*: preocupação nas divulgações de informações relevantes aos usuários;
- (iii) *Accountability*: prestação de contas tendo como princípio básico as práticas contábeis e de auditoria; e
- (iv) *Compliance*: foco na conformidade com normas internas e externas aplicáveis à entidade.

Na Figura 1, esses autores apresentam uma síntese dos diversos conceitos de governança corporativa.

Figura 1. Conceitos de governança corporativa: síntese

Da diversidade à síntese	Expressões-chave e conceitos alternativos	
Abrangência e diversidade das categorias conceituais	VALORES	Sistema de valores que rege as corporações, em suas relações internas e externas
	DIREITOS	Sistema de gestão que visa preservar e maximizar o máximo retorno total de longo prazo dos proprietários, assegurando justo tratamento aos minoritários e a outros grupos de interesse
	RELAÇÕES	Práticas de relacionamento entre acionistas, conselhos e direção executiva, objetivando maximizar o desempenho da organização
	GOVERNO	Sistema de governo, gestão e controle das empresas que disciplina suas relações com todas as partes interessadas em seu desempenho
	PODER	Sistema e estrutura de poder que envolve a definição da estratégia, as operações, a geração de valor e a destinação dos resultados
	NORMAS	Conjunto de instrumentos, derivados de estatutos legais e de regulamentos que objetiva a excelência da gestão e a observância dos direitos de <i>stakeholders</i> que são afetados pelas decisões dos gestores
Uma tentativa de síntese conceitual	<p>Partindo de uma concepção que define sua abrangência, a governança corporativa é um conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas que rege o sistema de poder e os mecanismos da gestão das empresas, abrangendo:</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <ul style="list-style-type: none"> * Propósito dos proprietários; * Sistema de relações proprietários-conselhos-direção; * Maximização do retorno total dos proprietários, minimizando oportunismos conflitantes com este fim; * Sistema de controle e de fiscalização das ações dos gestores; * Sistema de informações relevantes e de prestação de contas às partes interessadas nos resultados corporativos; * Sistema guardião dos ativos tangíveis e intangíveis das companhias. 	

Fonte: Rossetti e Andrade (2012, p. 141).

A partir dessas definições, Brown, Beekes e Verhoeven (2010) caracterizaram a governança corporativa em dois grupos, as características externas e as internas. As características externas estão vinculadas aos fatores exógenos que impactam a extensão dos conflitos de agência e seus custos. Geralmente estão relacionados a fatores intrínsecos do negócio da entidade, recursos financeiros, avanços tecnológicos, legislações e etc.

As características internas seriam as estruturas e os processos de governança corporativa que estão sob responsabilidade dos acionistas ou do conselho de administração, como: a) a constituição e composição do conselho; b) a estrutura de propriedade da entidade; e c) implementação de controles internos e de auditoria interna, e criação de comitê de auditoria (Brown, Beekes, & Verhoeven, 2010).

Considerando que as características internas da governança corporativa é o foco desta pesquisa, serão apresentados a seguir seus principais conceitos:

a) Constituição e composição do conselho de administração

O conselho de administração é considerado por Bozec e Bozec (2012) como a espinha dorsal da governança corporativa. Ele contribui para reduzir custos de agência, realizando monitoramentos e recompensando os gestores para que eles possam trabalhar na maximização da riqueza dos proprietários da entidade.

Baseado no estudo realizado por *Statement of The Business Roundtable* (1990), o conselho de administração seria responsável por cinco principais funções: (1) selecionar e, quando necessário, substituir os diretores executivos e determinar suas remunerações; (2) revisar e aprovar o planejamento operacional e financeiro da empresa; (3) aconselhar a gerência; (4) selecionar e recomendar aos acionistas novos integrantes para o conselho de administração; e (5) revisar a adequabilidade dos sistemas de controles internos, objetivando o cumprimento de leis e regulamentos.

Adams e Ferreira (2007) e Raheja (2005) sintetizaram as principais funções do conselho de administração em: monitorar e aconselhar. O monitoramento está relacionado a revisões constantes das tomadas de decisões realizadas pelos gestores, e o aconselhamento envolve auxiliar os administradores em decisões estratégicas.

De acordo com Linck, Netter e Yang (2008), a estrutura ideal de um conselho de administração envolve seu tamanho, independência e liderança, e ela resulta da função dos custos e benefícios do monitoramento e aconselhamento, incluindo outros mecanismos de governança corporativa.

O tamanho do conselho é representado pela totalidade de membros que ele possui (Linck, Netter, & Yang, 2008). De acordo com Elzahar e Hussainey (2012), o conselho de administração com o maior número de integrantes está associado ao aumento de monitoramento da empresa.

Enfatizam Jia, Ding, Li e Wu (2009), Hou e Moore (2010) e Linsley e Shrivies (2006) que os maiores conselhos proporcionam mais conhecimento sobre o negócio e sobre os fatores externos que podem impactar a entidade, devido à diversificação das experiências de cada

membro. Esse fato contribui para reduzir as incertezas do negócio, facilita a obtenção de recursos e aumenta a assertividade nas tomadas de decisões.

Em suma, o conselho de administração é composto por diretores executivos (internos) e não executivos (externos). Os diretores executivos fornecem orientações estratégicas gerais e possuem conhecimentos aprofundados do negócio da entidade. Os diretores não executivos geralmente são profissionais que possuem ampla gama de conhecimentos em negócios correlatos ao da companhia e estão mais preocupados com sua reputação profissional (Brown et al., 2010).

A independência do conselho refere-se à proporção de conselheiros não executivos (independentes da entidade) existentes na composição do conselho de administração (Linck et al., 2008). É esperado que os conselheiros não executivos sejam independentes no desempenho das funções de governança corporativa, isso se deve ao fato de não possuírem vínculos com os gestores ou com os acionistas. Essa independência pode proporcionar opiniões mais objetivas que realmente irão beneficiar a companhia, e, por isso, esses conselheiros seriam considerados mais eficazes na função de monitoramento (Fama & Jensen, 1983; Patelli & Prencipe, 2007).

A liderança, apontada por Linck et al. (2008) como um dos componentes da estrutura ideal do conselho de administração, está relacionada com o presidente do conselho e com a pessoa que possui a maior autoridade na hierarquia operacional, geralmente representada pela figura do *Chief Executive Officer* (CEO).

O presidente do conselho é o responsável por realizar a gestão do conselho de administração, o que inclui: indicação de novos membros, revisão do desempenho da entidade, resolução de conflitos, estabelecer objetivos, atribuir responsabilidades e prazos, coordenar e supervisionar as atividades dos demais membros do conselho e dentre outras funções. Já o CEO fica responsável pelas estratégias operacionais, financeiras e de investimentos, ou seja, a gestão diária da companhia como um todo, além de tomar decisões que também envolvam o conselho de administração (Elzahar & Hussainey, 2012; IBGC, 2015).

Segundo Barako, Hancock e Izan (2006), quando os cargos de CEO e de presidente do conselho de administração são exercidos por profissionais distintos, a capacidade do conselho

em monitorar e disciplinar os administradores aumenta, resultando em maior responsabilidade e independência do conselho.

A concentração do poder de decisão em uma única pessoa, proveniente da dualidade de papéis, é prejudicial para a governança corporativa. Pois, o CEO exerce domínio sobre o conselho de administração, o que pode resultar em comportamentos oportunistas que maximizem apenas seus interesses. Por isso, a segregação dessas funções é fundamental para que haja a separação entre controle e gestão (Fama & Jensen, 1983; Li, Pike, & Haniffa, 2008; Michelon & Parbonetti, 2012).

b) Estrutura de propriedade da entidade

A estrutura de propriedade da entidade exerce influência significativa em seu funcionamento. Quando a propriedade da companhia é muito diluída, ou seja, suas ações estão em poder de muitos acionistas, esses não conseguem exercer influências significativas sobre a empresa e suas políticas (Zeckhauser & Pound, 1990).

Para Madhani (2016), em alguns casos, é improvável que os acionistas minoritários se interessem pelo monitoramento da companhia, pois arcariam com os custos para fazê-lo e não haveria compensação pela pequena proporção dos benefícios fornecidos pela entidade.

No entanto, quando a propriedade da entidade está concentrada com poucos acionistas, esses desempenham um papel importante no monitoramento da administração. A concentração de propriedade é considerada a forma mais comum de estrutura do capital na maioria dos países emergentes (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999).

A concentração pode contribuir para aumentar os conflitos de interesses entre acionistas controladores e não controladores. Quando o capital da entidade está concentrado com poucos acionistas, são os acionistas não controladores que estão em busca de proteção dos seus direitos, uma vez que os maiores acionistas buscam atingir seus próprios objetivos com suas influências no gerenciamento da companhia (Shleifer & Vishny, 1997; Rossetti & Andrade, 2012).

Segundo Bhojraj e Sengupta (2003), geralmente as influências exercidas pelos acionistas controladores tendem a ser prejudiciais para os acionistas não controladores, principalmente no que diz respeito ao acesso de informações estratégicas. Neste sentido, a governança corporativa exerceria um papel fundamental na resolução de conflitos entre acionistas controladores e não controladores ou entre acionistas e gestores, e, igualmente, na redução de assimetria de informações (Madhani, 2016).

c) Implementação de controles internos e de auditoria interna, e criação de comitê de auditoria

A confiabilidade dos relatórios financeiros é uma função da efetividade dos controles internos. O controle interno pode ser definido como um processo que objetiva prevenir e/ou detectar erros ou fraudes, que possam resultar em distorções nas demonstrações financeiras. Em suma, os controles internos estão focados na eficácia e eficiência das transações contábeis, confiabilidade dos dados e conformidade com leis e regulamentos (Doyle, Ge, & McVay, 2007).

O conselho de administração é o principal responsável pelos controles internos, mas, à medida que as companhias se tornam maiores e mais complexas, é mais difícil controlar e gerenciar. Por isso, a responsabilidade pelo monitoramento dos controles internos geralmente é delegada ao comitê de auditoria (Fraser & Henry, 2007).

O comitê de auditoria pode ser descrito como um dos mecanismos de governança corporativa, que exerce a tarefa de revisar os sistemas de controles internos, supervisionar as atividades de gerenciamento e garantir que os relatórios financeiros reflitam a posição patrimonial e financeira da entidade (Dhaliwal, Naiker, & Navissi, 2006; Li, Mangena, & Pike, 2012).

Com relação à qualidade dos relatórios financeiros, cabe ao comitê de auditoria fazer recomendações sobre a seleção, contratação, acompanhamento e substituição do auditor independente, contratado para expressar uma opinião sobre as demonstrações contábeis da entidade. Além disso, também é de sua responsabilidade a discussão com os auditores de assuntos relevantes identificados durante a auditoria, tais como: políticas contábeis, estimativas, julgamentos, fatores de risco, deficiências e falhas nos controles internos,

diferenças monetárias identificadas e seus efeitos nas demonstrações contábeis, entre outros (IBGC, 2017).

O comitê de auditoria é suportado pela equipe de auditoria interna na execução de suas atribuições. Os trabalhos realizados pela auditoria interna seriam reportados ao comitê de auditoria (Brown et al., 2010). De acordo com Pereira e Nascimento (2005), a auditoria interna ficaria como a responsável por garantir a qualidade, transparência e segurança dos controles internos, ou, como na opinião de Spira e Page (2003), a auditoria interna seria a responsável por elaborar as políticas e implementar procedimentos que possam garantir a efetividade dos controles.

A partir das definições apresentadas nesse tópico, que contribuíram para o entendimento da origem, definição e características da governança corporativa, é apresentado a seguir o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil, a partir da criação dos segmentos de listagem da B3.

2.1.1 Governança Corporativa no Brasil

De acordo com Bianchi, Silva, Gelatti e Rocha (2009), o sistema de governança corporativa utilizado pelas entidades depende, geralmente, do ambiente em que elas estão inseridas. Considerando esse aspecto, para o IBGC (2004), existiriam apenas dois sistemas de governança: o *Outsider System* e o *Insider System*.

O *Outsider System*, tipicamente utilizado nos Estados Unidos e Reino Unido, é o sistema de governança corporativa anglo-saxão, com foco na maximização dos retornos para os acionistas. Esse sistema possui, como características principais, a estrutura de propriedade pulverizada, o ativismo e grande porte dos investidores institucionais, além do mercado de capitais sendo considerado como uma das principais fontes de financiamento da entidade (IBGC, 2004).

O *Insider System*, tipicamente utilizado na Europa Continental e no Japão, é o sistema de governança corporativa que possui como características a concentração do capital da entidade com poucos acionistas, baixo ativismo e menor porte dos investidores considerados como institucionais, presença de grandes grupos e também do Estado como um dos acionistas

relevantes, utilização do mercado de dívidas/títulos como fonte de financiamento e o controle da entidade sendo realizado por familiares (IBGC, 2004).

Segundo Silveira (2004), o modelo de governança corporativa utilizado no Brasil se assemelha ao *Insider System*, devido ao fato de se encontrar no mercado de capitais brasileiro a predominância de concentração de capital, a presença significativa de empresas familiares e o Estado no controle de algumas companhias.

Para Black, Carvalho e Sampaio (2014), as práticas de governança corporativa das empresas brasileiras, no início dos anos 2000, eram consideradas fracas. Isso porque, conforme pesquisa realizada por Nenova (2003), que investigou os padrões corporativos de 49 países em 1997, o Brasil havia ficado em 24º lugar quando da análise dos direitos dos investidores, 43º lugar quando da análise de aplicações de leis corporativas e 40º lugar quando o assunto era normas contábeis.

Nesse sentido, para De Carvalho e Pennacchi (2012), não era de se estranhar que, em um ambiente como o Brasil, de baixa proteção ao investidor, principalmente para os minoritários, as empresas brasileiras que desejavam levantar novo capital acionário listassem suas ações na bolsa de valores dos Estados Unidos. Por exemplo, no início dos anos 2000, aproximadamente 37% do volume negociado de ações brasileiras estava na Bolsa de Valores americana.

Por isso, em resposta às perdas de volume de negociações para outros mercados de capitais e baseando-se na crença de que essas perdas estavam relacionadas a pouca proteção dos acionistas minoritários, devido principalmente à grande circulação de ações sem direito a voto, à presença de poucos diretores independentes na entidade e de baixos níveis de divulgação de informações, a B3, na época Bolsa de Valores de São Paulo, criou inicialmente três segmentos de listagem de alta governança: o Novo Mercado, Nível 1 e o Nível 2 (De Carvalho & Pennacchi, 2012).

Segundo a B3 (2020), os segmentos de listagem foram criados quando se percebeu que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, era necessário segregar as companhias de acordo com cada perfil. De forma geral, todos os segmentos (Novo Mercado, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2) possuem regras de governança diferenciadas, que

vão além das obrigações da Lei das Sociedades por Ações, e possuem como objetivo melhorar a avaliação das empresas que decidem aderir, voluntariamente, a um dos segmentos de listagem existentes. Pode-se dizer, portanto, que as regras de governança corporativa diferenciadas atraem os investidores porque o foco é a redução do risco de assimetria informacional.

Para De Carvalho e Pennacchi (2012), a criação desses segmentos contribuiu para um aumento nas ofertas públicas iniciais, que eram quase inexistentes até 2004; um nivelamento no número de empresas listadas, que vinha diminuindo; e aumento acentuado do volume de negócios e liquidez nas negociações. Além disso, a maioria das novas empresas listadas na bolsa estavam agora em um dos novos segmentos de listagem, e outras mais antigas haviam migrado suas listagens para um nível superior, o que influenciou no aumento da quantidade de empresas que estavam em um dos segmentos de listagem de alta governança.

A relação entre as práticas de governança corporativa no Brasil e a criação dos segmentos de listagem da B3 foi confirmada na pesquisa de Black et al. (2014), que identificou que as práticas de governança corporativa melhoram significativamente no período de 2004 a 2009, devido a dois principais fatores: o crescimento do número de empresas listadas no segmento Novo Mercado e Nível 2, advindo principalmente de ofertas públicas iniciais e melhoria nas práticas de governança das firmas que já estavam na bolsa de valores, mas migraram para um segmento de listagem superior.

Na explicação de cada segmento de listagem, conforme a B3 (2020), o Novo Mercado foi lançado no ano 2000, mas teve sua primeira listagem somente em 2002. Esse segmento representa o mais elevado padrão de governança corporativa, quando comparado com os demais segmentos. O Novo Mercado “se tornou o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital, sendo recomendado para empresas que pretendam realizar ofertas grandes e direcionadas a qualquer tipo de investidor” (B3, 2020, p. 01). A adoção, voluntária, a esse segmento especial significa cumprir várias regras societárias que irão ampliar os direitos dos acionistas e melhorar a divulgação de políticas, estruturas de fiscalização e controle.

O segmento de listagem Nível 2 é considerado similar ao segmento do Novo Mercado; ambos diferenciam-se, principalmente, pelo fato das empresas listadas terem o direito de manter

ações preferenciais (PN) e o direito de *tag along* de 100% do preço pago pelas ações originárias do acionista controlador. No que se refere às empresas listadas no segmento do Nível 1, elas devem adotar práticas de governança corporativa que contribuam para a transparência e acesso às informações pelos investidores, além de manter no mínimo 25% de suas ações em circulação no mercado (B3, 2020).

Com relação ao segmento Bovespa Mais, esse foi criado em 2005 para companhias que desejavam entrar no mercado de capitais brasileiro de forma gradual, o que significa que as empresas poderiam efetuar a listagem na B3 e, considerando o período de 7 anos, realizar a primeira oferta pública. Em teoria, o acesso aos poucos ao mercado de capitais prepararia melhor as entidades, no que se refere à implementação de elevados padrões de governança corporativa e transparência para com o mercado de capitais, bem como contribuiria para o aumento da visibilidade da companhia para os possíveis investidores. Nesse sentido, esse segmento possui como objetivo fomentar o crescimento das pequenas e médias empresas (B3, 2020).

O Bovespa Mais, quando comparado com o Novo Mercado, possibilita a realização de captações menores, mas ditas como suficientes para financiar o crescimento da entidade. Geralmente, as empresas que estão nesse segmento atraem investidores que estão visualizando potencial crescimento do negócio e que possuem expectativa de retorno de médio e longo prazo (B3, 2020).

Por último, o segmento de listagem Bovespa Mais Nível 2 foi criado em 2014, com o objetivo de tornar o mercado acionário brasileiro mais acessível para o maior número de companhias, principalmente, àquelas que estavam em busca de investimentos de médio e longo prazo, cuja preocupação com o retorno potencial sobrepõe-se à necessidade de liquidez imediata. O Bovespa Mais Nível 2 segue os mesmos princípios do segmento de listagem do Bovespa Mais; o diferencial é que no Bovespa Mais Nível 2 é permitida a negociação de ações preferenciais, além das ações ordinárias (ON) (B3, 2014).

Na Figura 2, é apresentado o comparativo completo dos requisitos obrigatórios exigidos para os segmentos de listagem da B3, que possuem regras de governança corporativa diferenciadas.

Figura 2. Comparativo dos Segmentos de Listagem

Tópico	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado (até 28/12/2017)	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1
Capital Social	Somente ações ON	Ações ON e PN	Somente ações ON	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	25% a partir do 7º ano de listagem	25% a partir do 7º ano de listagem	25%	25% ou 15%, caso o ADTV (<i>average daily trading volume</i>) seja superior a R\$ 25 milhões	25%	25%
Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Não há regra específica	Não há regra específica	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas péticas"	Quórum qualificado e "cláusulas péticas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas péticas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas péticas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas péticas"	Não há regra específica
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra específica	Não há regra específica	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações.	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)
Obrigações do conselho de administração	Não há regra específica	Não há regra específica	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Não há regra específica

Fonte: B3 (2020, p. 01).

Figura 2. Comparativo dos Segmentos de Listagem (continuação)

Tópico	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado (até 28/12/2017)	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1
Demonstrações financeiras	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação
Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português	Não há regra específica	Não há regra específica	Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)	Fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e <i>press release</i> de resultados	Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)	Não há regra específica
Reunião pública anual	Facultativa	Facultativa	Obrigatória (presencial)	Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, de apresentação pública (presencial, por meio de teleconferência, videoconferência ou outro meio que permita a participação a distância) sobre as informações divulgadas	Obrigatória (presencial)	Obrigatória (presencial)
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)
Saída do segmento / Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2	Realização de OPA, no mínimo pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Realização de OPA por preço justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída do segmento de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação (ou percentual maior previsto no Estatuto Social)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Não aplicável

Fonte: B3 (2020, p. 01).

Figura 2. Comparativo dos Segmentos de Listagem (continuação)

Tópico	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado (até 28/12/2017)	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa
Comitê de Auditoria	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve atender aos requisitos indicados no regulamento: composição e atribuições	Facultativo	Facultativo
Auditoria interna	Facultativa	Facultativa	Facultativa	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento	Facultativa	Facultativa
<i>Compliance</i>	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Obrigatória a implementação de funções de <i>compliance</i> , controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais	Facultativo	Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal, quando instalado. Código de conduta (com conteúdo mínimo). Políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo, exceto a de remuneração. Divulgação (i) anual de relatório resumido do comitê de auditoria estatutário contemplando os pontos indicados no regulamento; ou (ii) trimestral de ata de reunião do Conselho de Administração, informando o reporte do comitê de auditoria não estatutário	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta

Fonte: B3 (2020, p. 01).

Na opinião de Tavares e Penedo (2018), os requisitos obrigatórios exigidos para cada segmento de listagem, conforme demonstrado na Figura 2, teriam relação com os motivos para as empresas, em níveis inferiores de governança corporativa, não aderirem a segmentos de listagem que representassem padrões mais elevados de governança corporativa.

Para esses autores, só o fato de as empresas terem apenas ações ordinárias, para serem do Novo Mercado, já seria um dificultador para elas não estarem no segmento que representa o mais elevado padrão de governança. Por isso, elas optariam em ingressar e se manter em níveis mais baixos de segmentos de listagem, como o Nível 1 ou Nível 2, que admitem ações preferenciais.

Outro fator que também poderia influenciar na decisão das entidades, sobre qual segmento de listagem escolher, são as características das empresas que precisam estar alinhadas às exigências da B3, ou seja, é possível encontrar empresas que atendam aos requisitos do Novo Mercado, mas optaram por se listar no segmento Nível 1 ou no Nível 2. Isso ocorre porque as entidades podem não querer, por exemplo, ter Comitê de Auditoria ou Auditoria Interna, que é um dos requisitos obrigatórios para as empresas listadas no Novo Mercado (Tavares & Penedo, 2018).

Assim, após a compreensão do desenvolvimento da governança corporativa no Brasil, a partir da criação dos segmentos de listagem da B3, a seguir apresentam-se os principais conceitos relevantes sobre a divulgação de informações de risco e, posteriormente, os estudos anteriores que relacionaram a influência da governança corporativa na divulgação de informações de risco.

2.2 Divulgação de Informações sobre Riscos Corporativos

Segundo Murcia, Souza e Dill (2011, p. 197), a palavra *disclosure* é derivada do verbo *to disclose* da língua inglesa e poderia ser traduzida para o português como “ato de divulgar, evidenciar, disseminar, expor, revelar, isto é, tornar algo evidente, público”.

De acordo com Marion e Iudícibus (2000, p. 53), a contabilidade objetiva o fornecimento de “informação estruturada de natureza econômica, financeira e, subsidiariamente, física, de produtividade social, aos usuários internos e externos à entidade”. Diante disso, para

Hendriksen e Van Breda (1999), a veiculação de informações na área contábil diz respeito a dados contábil-financeiros de uma companhia incluídos em um relatório financeiro.

Uma forma específica de relatório financeiro para fins gerais são as demonstrações contábeis. Essas objetivam fornecer informações a respeito da posição financeira e patrimonial, do desempenho e dos fluxos de caixa da entidade, que sejam úteis para os usuários em sua avaliação. Trata-se de tomadas de decisões a respeito de comprar, vender ou manter os investimentos, bem como viabilizar recursos financeiros para a entidade (NBC TG EC, 2019).

Para que a divulgação de informação contábil-financeira possa ser considerada útil a seus usuários, é necessário que ela seja relevante e que represente com fidedignidade as transações contábeis. Pode-se dizer que uma informação é relevante quando ela é significativa para o usuário em sua tomada de decisão e fidedigna quando ela é completa, neutra e livre de erro. A utilidade dessa informação ainda pode ser maximizada se ela proporcionar condições de ser comparável, verificável, tempestiva e compreensível (NBC TG EC, 2019).

Enfatizam Popova, Georgakopoulos, Sotiropoulos e Vasileiou (2013) que a divulgação de informações é uma das ferramentas que a administração da entidade usa para se comunicar com os investidores, que pode ser de natureza voluntária ou obrigatória. A divulgação voluntária é de responsabilidade da administração, enquanto a divulgação obrigatória possui como pressupostos requisitos elaborados por órgãos reguladores.

O embasamento teórico para a preparação das demonstrações contábeis advém das IFRS, emitidas pelo órgão IASB. Essas normas representam a prática contábil responsável por internacionalizar a contabilidade. Sua implementação tornou-se globalmente importante por causa do aumento do comércio internacional e da globalização do mercado de capitais (Ofoegbu & Odoemelam, 2018).

As Normas Internacionais são padrões que visam fornecer uma regra global comum para os negócios, proporcionando aumento da divulgação e melhoria na qualidade dessas informações aos *stakeholders*. A ideia geral, quando da emissão dessas normas, era tornar as demonstrações contábeis mais compreensíveis, comparáveis, relevantes e confiáveis para os mercados financeiros em todo mundo (Campa & Donnelly, 2016; Cameran, Campa, & Pettinicchio, 2014).

No final dos anos 1990 e 2000, por exemplo, ainda antes da emissão das IFRS, a confiança dos investidores ficou abalada, após diversos escândalos que ocorreram no mercado de capitais, principalmente com as empresas Enron, Parmalat, WorldCom e Xerox. A constatação de irregularidades contábeis e de ausência de divulgação de informações relevantes para os usuários das demonstrações contábeis foi fator que contribuiu para chamar a atenção do mercado financeiro para o conceito de divulgação de informações de risco (Ismail & Rahman, 2011; Hassan, 2014).

Segundo Spira e Page (2003), a progressão histórica desse conceito e de seu gerenciamento pode ser rastreada até a era pré-moderna, quando o risco estava relacionado apenas com eventos naturais, ou seja, não dependia da ação humana. A ênfase na atual ideia de risco está concentrada em uma disputa do controle da economia e da sociedade empresária.

Conforme Cabedo e Tirado (2004), o ambiente em que as empresas operam é caracterizado por alto grau de incertezas, que dificultam a previsão de comportamentos futuros sobre a entidade. Atualmente há uma série de fatores internos e externos, considerados como desafios e ameaças, que colocam em risco o fluxo de caixa e o patrimônio das empresas.

Hassan (2009) define divulgação de riscos corporativos como a inclusão nas demonstrações contábeis de informações a respeito das estimativas, julgamentos e políticas contábeis que utilizam informações do mercado, tais como: *impairment*, *hedge* de derivativos, instrumentos financeiros, valor justo e outros riscos operacionais, econômicos, políticos e financeiros.

Linsley e Shrives (2006), Spira e Page (2003) e Abraham e Cox (2007) também acreditam que a divulgação de riscos corporativos está relacionada com fatores gerais, específicos ou potenciais que podem influenciar as variações dos valores dos ativos e passivos da companhia. Portanto, significaria informar aos usuários incertezas do negócio que poderiam resultar em efeitos positivos ou negativos ao patrimônio da entidade.

A divulgação de risco corporativo proporciona aos usuários condições de avaliarem os riscos que afetariam o desempenho econômico futuro das empresas. A importância dessa divulgação está relacionada com a necessidade dos investidores atuais e os potenciais de obterem informações que os auxiliem a tomarem decisões mais eficazes (Cabedo & Tirado, 2004). Esse tipo de divulgação é considerado por Iatridis (2008) e Linsley e Shrives (2006) como

parte integrante das informações do mundo dos negócios, principalmente porque proporciona maior transparência e aumenta a confiança dos investidores.

Beretta e Bozzolan (2004) enfatizam que, sob a ótica das companhias, as informações de risco ajudam a administrar mudanças, diminuir o custo de capital e realizar projeções de futuros cenários. Para os investidores, as informações de risco podem contribuir para determinar o perfil de risco da empresa, auxiliar na estimativa do valor de mercado e na precisão das previsões sobre os preços das ações.

De acordo com Cabedo e Tirado (2004), o investidor é um indivíduo externo à entidade, que precisa analisar as informações divulgadas para determinar o “risco x retorno esperado” do negócio. À medida que a companhia identifica os riscos em que está exposta e a extensão deles, é possível elaborar estratégias de prevenção e proteção, bem como facilitar a análise dos usuários externos ao divulgar essas informações.

Na opinião de Jorion (1997), as empresas estão expostas a três tipos de riscos: do negócio, estratégico e financeiro. Os riscos do negócio são aqueles que as entidades estão dispostas a assumir para criar vantagens competitivas e agregar valor aos acionistas. Esses estão relacionados ao mercado em que a empresa opera, o que inclui por exemplo: evoluções tecnológicas, inovação de produtos, *marketing* e etc. O gerenciamento desse tipo de risco pode ser considerado como uma vantagem competitiva para a empresa. Os riscos estratégicos estão relacionados às mudanças ocorridas na economia ou no ambiente político, e os riscos financeiros estão relacionados a possíveis perdas no mercado financeiro.

Para o Instituto de Contadores Públicos da Inglaterra e do País de Gales, os riscos aos quais as entidades estão expostas podem ser segregados em apenas dois grupos: os riscos externos e os riscos internos. Os riscos externos estão relacionados ao ambiente em geral da entidade, e seu conceito se aproxima da definição dada por Jorion (1997) aos riscos estratégicos. Os riscos internos foram subclassificados pelo Instituto em riscos não financeiros e financeiros (ICAEW, 1997).

Os riscos não financeiros não estão diretamente relacionados aos ativos e passivos de caráter monetário, e seus efeitos no fluxo de caixa e no resultado da empresa tendem a ocorrer a longo prazo (ICAEW, 1997). Comparativamente às classificações dos tipos de risco,

abordados por Jorion (1997), pode-se dizer que essa definição é compatível ao conceito de risco de negócio. Já os riscos financeiros afetam diretamente ativos e passivos de caráter monetário, e seu impacto pode ser considerado praticamente de imediato na posição patrimonial da entidade (ICAEW, 1997).

Jorion (1997) acredita que os riscos financeiros poderiam abranger tanto o risco operacional e legal ou regulatório quanto o risco de crédito, liquidez e mercado. Segundo De Ridder (2007), o risco operacional refere-se a perdas potenciais devido a processos, pessoas e sistemas internos inadequados ou com falha ou resultantes de eventos externos.

Destacam Crouhy, Galai e Mark (2006) que existiriam três principais riscos operacionais: (i) risco tecnológico: associado aos sistemas internos da companhia, o que envolve acesso às informações, disponibilidade e infraestrutura; (ii) risco de fraude: relacionado a fraudes que possam vir a ocorrer por parte dos gestores ou por parte dos funcionários; e (iii) risco de fatores humanos: relacionado a perdas resultantes de erros humanos.

Com relação ao risco legal ou regulatório, o mesmo pode surgir por várias razões, por exemplo: quando as condições do contrato não são cumpridas, quando normas são violadas ou quando ocorrem mudanças na legislação tributária, que podem acarretar impactos significativos para a empresa (Jorion, 1997).

Ao contrário das ideias de Jorion (1997) sobre a abrangência dos riscos financeiros, o IASB destaca na norma IFRS 7 - *Financial Instruments: Disclosures* que esses riscos estão relacionados apenas aos instrumentos financeiros, conforme ICAEW (1997) já definia. O instrumento financeiro na conceituação de Galdi et al. (2018) é um contrato que dá origem a um ativo financeiro para uma companhia e um passivo financeiro ou instrumento patrimonial para outra.

Os ativos financeiros são ativos que representam: (i) caixa; (ii) instrumento de patrimônio de outra entidade; (iii) direitos contratuais que conferem à empresa a possibilidade de receber caixa ou outro ativo financeiro ou até mesmo trocar ativos/passivos financeiros com outras entidades; e (iv) um contrato no qual sua liquidação possa ser através de instrumentos de patrimônio da própria companhia (IAS 32, 2009; NBC TG 39, 2017).

Os passivos financeiros é qualquer passivo que tenha uma obrigação contratual de entregar caixa/outra ativo financeiro ou trocar ativos/passivos financeiros com outra empresa. Pode também ser considerado um contrato no qual sua liquidação possa ser através de instrumentos de patrimônio da própria companhia. E o instrumento patrimonial pode ser representado por um contrato que confere direitos aos ativos líquidos de outra entidade (IAS 32, 2009; NBC TG 39, 2017).

Os instrumentos financeiros podem ser facilmente encontrados, pois alguns deles decorrem da própria atividade operacional das empresas, assim, independentemente do setor ou do ramo de atividade, é possível encontrar algum tipo de instrumento financeiro registrado contabilmente, desde o mais simples até o mais complexo (Galdi et al., 2018).

Dada a relevância desse tema para a contabilidade, a norma IFRS 7 destaca a importância da divulgação dos instrumentos financeiros para os usuários das demonstrações contábeis, no que se refere à relevância deles para a posição patrimonial e para o desempenho das companhias. Adicionalmente, também requer informações qualitativas e quantitativas sobre as exposições a riscos que os instrumentos financeiros geram para a entidade, o que inclui no mínimo divulgações sobre o risco de crédito, liquidez e mercado (IFRS 7, 2014; NBC TG 40, 2017).

As informações qualitativas estão voltadas para o entendimento dos objetivos, das políticas e dos processos utilizados pela administração para gerenciar os riscos. E as divulgações quantitativas fornecem informações sobre a extensão do risco. Em conjunto, essas duas divulgações proporcionam uma visão mais ampla da natureza e extensão dos riscos e possibilitam uma avaliação, por parte dos usuários, da situação financeira e patrimonial, do desempenho e das incertezas dos fluxos de caixa da entidade, contribuindo assim para uma melhor tomada de decisão (IFRS 7, 2014; NBC TG 40, 2017).

Com relação ao risco de crédito, esse “é o risco de uma das partes contratantes de instrumento financeiro causar prejuízo financeiro à outra parte pelo não cumprimento da sua obrigação perante esta outra” (NBC TG 40, 2017, p. 32). Para Cabedo e Tirado (2004), esse risco é a possibilidade de que, com o tempo, haja uma redução no valor real da carteira de clientes, decorrente de uma deterioração na qualidade do crédito.

O risco de liquidez “é o risco de que a entidade enfrente dificuldades para cumprir obrigações relacionadas a passivos financeiros que são liquidadas pela entrega de caixa ou outro ativo financeiro”. (NBC TG 40, 2017, p. 33). O risco de liquidez também pode ser entendido como a possibilidade de perdas potenciais devido à falta de recursos de caixa para atender às obrigações assumidas (Cabedo & Tirado, 2004).

E por último, o risco de mercado está relacionado à movimentação de preços no mercado financeiro. É o risco de que as mudanças nos preços e nas taxas do mercado reduzam o valor de um título (Cabedo & Tirado, 2004). Em outras palavras, é o risco de que o valor justo ou os fluxos de caixa futuros do instrumento financeiro oscilem devido a mudanças na taxa de juros, na moeda e em outros riscos de preços (NBC TG 40, 2017).

A partir desses pressupostos, é possível compreender a relevância da divulgação de informações sobre riscos corporativos para o mercado de capitais. Os estudos de Hassan (2014), Beuren et al. (2011), Oliveira et al. (2011), Amran, Bin e Hassan (2009), Hassan (2009) e Linsley e Shrives (2006) ressaltaram a importância desse tema para a literatura contábil.

Hassan (2014) investigou a qualidade da divulgação de informações de riscos, baseado nos critérios de relevância, compreensibilidade, comparabilidade e verificabilidade da informação contábil. Examinou os principais determinantes das práticas de divulgação de risco das companhias listadas na Bolsa de Valores do Egito no período de 2006 a 2010. Os resultados apontaram que as informações analisadas foram relevantes e compreensíveis até certo ponto, mas pouco comparáveis e verificáveis. Quanto aos determinantes da divulgação, identificou que as maiores empresas divulgam mais informações com qualidade, entretanto empresas mais alavancadas divulgariam menos informações de riscos.

Beuren et al. (2011) pesquisaram informações de gestão de risco e de controle interno em 47 empresas não financeiras, pertencentes ao setor econômico de materiais básicos, que publicaram notas explicativas referente ao ano-base de 2009 no site da BM&FBovespa. Identificaram que são raras as evidências de informações sobre controle interno em notas explicativas, sendo a responsabilidade do controle a única informação divulgada, mas apenas por duas empresas da amostra. Em relação à gestão de risco, o risco de crédito, liquidez e

mercado foram os assuntos mais divulgados, e o subsetor de siderurgia e metalurgia se destacou por apresentar mais informações ao mercado.

Oliveira et al. (2011) estudaram, no ano de 2005, as práticas de divulgação de riscos nos relatórios anuais das empresas portuguesas que não pertenciam ao setor financeiro. Identificaram que a implementação das Normas Internacionais de Contabilidade e da Diretiva de Modernização da União Europeia não afetou a quantidade e a qualidade da divulgação de informações de risco e que essas informações tinham como características serem genéricas, qualitativas e muito retrospectivas. Ademais, também identificaram que o tamanho da empresa e os setores de petróleo, gás e alta tecnologia influenciavam positivamente a divulgação de risco.

Amran et al. (2009) pesquisaram a divulgação e extensão dos riscos das empresas da Malásia, tendo como foco: o risco financeiro, risco operacional, risco de empoderamento, risco de processamento de informações e tecnologia, risco de integridade e risco estratégico. Além disso, testaram empiricamente as características das empresas que influenciavam no nível de divulgação de risco. Os resultados apontaram que as informações sobre o risco estratégico foram as mais divulgadas e que o tamanho da empresa e o setor influenciam positivamente o nível de divulgação de risco.

Hassan (2009) estudou a relação entre as características específicas das empresas dos Emirados Árabes Unidos com o nível de divulgação de riscos corporativos do ano de 2005. O autor focou em informações gerais sobre risco, políticas contábeis, instrumentos financeiros, *hedge* de derivativos, reservas, informações por segmento e informações financeiras. Os achados de sua pesquisa indicaram que as variáveis setor e o nível de alavancagem são positivamente significativas para explicar o nível de divulgação de risco.

Por fim, o objetivo da pesquisa de Linsley e Shrivés (2006) foi examinar a natureza das divulgações de riscos nos relatórios anuais das empresas não financeiras, que estavam incluídas nas 100 ações mais representativas da Bolsa de Valores de Londres (FT-SE 100) no ano 2000. Os autores também testaram a relação entre o volume de divulgações com o tamanho da empresa e com o nível de risco. Os resultados apontaram que as políticas de risco são as informações mais divulgadas e que existe uma correlação positiva entre o volume de divulgações de risco e o tamanho da empresa, bem como com o nível de risco.

Após o entendimento sobre governança corporativa, seu desenvolvimento no Brasil e a maneira com que se dá a divulgação de informações de risco, no tópico a seguir é evidenciada a relação existente entre governança e a divulgação de informações sobre riscos corporativos.

2.3 Relação entre Governança Corporativa e a Divulgação de Riscos

A governança corporativa é considerada um mecanismo utilizado para garantir o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas (Armstrong et al., 2010). É esperado que companhias que adotem boas práticas de governança corporativa divulguem mais informações relevantes para seus acionistas e partes interessadas, contribuindo, portanto, para a redução da assimetria de informações (Agyemang et al., 2013).

Considerando que a governança corporativa possui a capacidade de monitorar e dirigir a entidade, bem como de intermediar a relação entre as partes interessadas, por meio da divulgação de informações, pesquisas empíricas começaram a ser realizadas relacionando características da governança corporativa com a divulgação de informações de risco (Shleifer & Vishny, 1997). A seguir são apresentados os resultados encontrados por esses estudos empíricos, que abordaram a relação entre governança corporativa e a divulgação de informações de risco.

2.3.1 Estudos Internacionais

Lopes e Rodrigues (2007) estudaram os determinantes do nível de *disclosure* dos instrumentos financeiros das companhias listadas na Bolsa de Valores de Portugal no ano de 2001. Sua amostra foi composta por 55 empresas, sendo 29% delas do setor Industrial, 20% do setor Financeiro, 16,4% do setor de Consumo Cíclico, 12,7% do setor de Materiais Básicos, 7,3% do setor de Consumo não Cíclico, 7,3% do setor de Tecnologia, 5,5% do setor de Telecomunicações e 1,8% do setor de Utilidade Pública.

Os autores utilizaram a técnica de análise de conteúdo nos relatórios anuais das empresas, com base em todos os itens exigidos pela *International Accounting Standards (IAS) 32 - Financial Instruments: Presentation* e *IAS 39 - Financial Instruments: Recognition and Measurement*. Foram criadas 11 categorias, contemplando 54 itens a serem verificados e pontuados de maneira dicotômica (1 para divulgado e 0 caso contrário). Um índice de

divulgação foi então criado a partir da quantidade de itens divulgados. Outra metodologia utilizada foi a técnica de regressão linear múltipla, para verificar se as características tamanho da entidade, empresas financeiras e não financeiras, tipo de auditor, estrutura de capital, características de governança corporativa e empresas listadas em bolsas estrangeiras influenciavam o nível de divulgação dos instrumentos financeiros.

Os resultados da análise descritiva apontaram que o índice de *disclosure* varia entre 16% a 64%, com média de 44%, sendo que a categoria mais divulgada pelas empresas foi a “política contábil dos instrumentos financeiros” e a menos divulgada foi o “risco de crédito” e os “valores justos e de mercado”. Adicionalmente, os autores também verificaram que as empresas do setor tecnológico apresentaram níveis mais altos de divulgação e as empresas listadas em uma (ou mais) bolsa de valores estrangeira e que tinham sido auditadas por uma das 5 maiores empresas de auditoria do mundo apresentavam nível médios mais altos de divulgação.

Os resultados da análise de regressão do estudo de Lopes e Rodrigues (2007) apontaram que as maiores entidades, que tinham sido auditadas pelas melhores empresas de auditoria do mundo e que eram listadas em alguma bolsa de valores estrangeira, tinham os maiores níveis de divulgação. Também foi identificado que pertencer ao setor financeiro impactava negativamente o nível de *disclosure*. As outras variáveis testadas não foram significativas para explicar a divulgação dos instrumentos financeiros.

Taylor et al. (2008) investigaram os determinantes da governança corporativa nas práticas de divulgação de informações sobre instrumentos financeiros, das empresas listadas na Bolsa de Valores da Austrália que eram do setor de mineração, petróleo e gás. O ano de análise escolhido pelos pesquisadores foi 2005, ano em que a Austrália adotou formalmente as normas equivalentes às IFRS. Os autores mensuraram o nível de divulgação dos instrumentos financeiros com base em um *Checklist* elaborado com 57 itens obrigatórios (baseado na norma contábil) e 63 itens discricionários (baseado na literatura). Cada item do *Checklist* foi pontuado de maneira dicotômica (1 para divulgado e 0 caso contrário), e o índice de divulgação foi apurado pela soma de todos os itens divulgados divididos pelo número máximo de itens que poderia ter sido divulgado.

Para captar a força da estrutura de governança corporativa de uma empresa, treze itens foram elaborados pelos autores, baseados nos princípios e recomendações de governança da *ASX Corporate Governance Council*. O valor de 1 ponto foi atribuído a cada característica encontrada, sendo ao final o totalizador chamado de *score* de governança corporativa. Das treze características analisadas, os principais temas foram: a divisão de responsabilidade entre o presidente, diretor independente e o diretor executivo (CEO), composição do conselho, avaliação de remuneração, estrutura do comitê de auditoria, política de gerenciamento de risco, dentre outros. O modelo de regressão linear múltipla foi utilizado na pesquisa para testar a associação entre o *score* de governança corporativa e o nível de divulgação dos instrumentos financeiros.

Os resultados do estudo de Taylor et al. (2008) apontaram que, em média, o nível de divulgação das informações sobre os instrumentos financeiros é de 38,5%, considerado pelos autores como baixo. Com relação ao setor, identificou-se que o nível de divulgação nas empresas de mineração é maior em comparação com as empresas do setor de petróleo e gás. Por fim, existe uma associação estatisticamente significativa e positiva entre a governança corporativa e a extensão das divulgações obrigatórias dos instrumentos financeiros, mas não foi encontrada relação significativa com as divulgações discricionárias.

A pesquisa realizada por Oliveira et al. (2011) estudou as práticas de divulgação relacionadas a risco apresentadas nos relatórios anuais das empresas portuguesas registradas na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), no ano de 2005, que não pertenciam ao setor financeiro.

Os autores utilizaram a técnica de análise de conteúdo para mensurar o grau de divulgação de risco, bem como regressões múltiplas de mínimos quadrados ordinários para testar a inter-relação entre as variáveis independentes (estrutura de propriedade, diretor não executivo independente, independência do comitê de auditoria, qualidade do auditor, alavancagem, tamanho e tipo de setor) e de controle (“status de listagem”, representado por uma *dummy* indicando 1 se a empresa estivesse listada em um ou mais mercados regulados e 0 em caso contrário, e “normas contábeis”, representado por uma *dummy* indicando 1 se a empresa tivesse adotado as IFRS e 0 caso contrário) com a divulgação de risco.

Oliveira et al. (2011) concluíram que, em conformidade com a teoria da legitimidade, as maiores empresas e com níveis mais altos de sensibilidade ambiental (setor no qual ela atua) divulgam mais informações relacionadas a riscos, objetivando gerenciar as percepções das partes interessadas na reputação da entidade. E, baseado na teoria da agência, companhias mais alavancadas e auditadas por empresas consideradas *big four* divulgam mais informações para reduzir os custos de agência. Ademais, empresas listadas em um ou mais mercados regulados (que não seja o de Portugal) divulgam mais informações relacionadas ao risco, quando comparadas com as demais empresas, e esse achado pode ser explicado tanto pela teoria da legitimidade quanto pela teoria da agência.

Elzahar e Hussainey (2012) também investigaram os fatores que afetam a divulgação dos riscos corporativos, nos relatórios intermediários das empresas listadas no *Financial Times Stock Exchange* (FTSE) 100 do Reino Unido, publicados entre 1º de junho de 2009 e 31 de maio de 2010. Os autores utilizaram o modelo de mínimos quadrados ordinários para examinar a relação entre a divulgação dos riscos corporativos e as características da empresa e os mecanismos de governança corporativa. Adicionalmente, utilizaram a técnica de análise de conteúdo para mensurar o nível de divulgação de riscos nos relatórios intermediários.

Os resultados da pesquisa indicaram que os atributos de governança corporativa (propriedade institucional, dualidade do CEO, tamanho do conselho, diretores não executivos e executivos independentes) não afetaram significativamente o nível de divulgação dos riscos corporativos encontrados nos relatórios intermediários das entidades do Reino Unido, mas identificaram nas características da empresa que o tamanho e o setor estão positivamente associados com o nível de divulgação.

Ntim et al. (2013) focaram em estudar se a governança corporativa influenciava a qualidade e a extensão das divulgações de risco, das empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores de Joanesburgo na África do Sul, no período pré e pós-crise financeira global de 2007/2008. A amostra da pesquisa contemplou um total de 50 empresas, representada pela soma das 10 maiores empresas de cada setor (materiais básicos, bens de consumo, serviço, indústria, tecnologia/telecomunicação) e que possuíam dados completos no período de 2002 a 2011.

Os autores utilizaram a técnica de análise de conteúdo para codificar textos, números/tabelas e gráficos/imagens em várias categorias, abrangendo três tipos de divulgação de risco: (i) financeiro e (ii) não financeiro: informações comerciais, operacionais e estratégicas. A partir disso, mensuraram a extensão das informações por meio da contagem de sentenças, na qual para cada sentença era atribuída uma pontuação. Posteriormente, mensuraram a qualidade dessas informações através de um índice de divulgação. Para analisar a influência da governança corporativa na divulgação de informações de risco, Ntim et al. (2013) utilizaram a técnica de regressão de dados em painel.

Os resultados apontaram que o índice de divulgação variou significativamente entre as empresas, apresentando mínimo de 6,42%, máximo 72,45% e mediana 39,37%. Mas, identificou-se aumento constante do índice ao longo dos anos, sugerindo que, devido à melhora na divulgação, as empresas atribuem alguma importância à gestão e divulgação de risco. A pesquisa também identificou que a divulgação de riscos operacionais (divulgação de decisões internas, riscos assumidos para criar uma vantagem competitiva, gerar valor para os acionistas, etc.) é maior do que as divulgações de informações de risco financeiro (divulgação de taxas de juros, taxas de câmbio, preços de ações, preços de commodities, liquidez, crédito, instrumentos financeiros/derivativos, etc.).

Com relação ao resultado da análise de regressão, verificou-se que, quanto maior for o percentual de ações detidas por acionistas institucionais e o percentual de ações ordinárias detidas pelos acionistas com pelo menos 5% do total de ações, menor será o nível de divulgação. Em contrapartida, quanto maior for o percentual de ações de propriedade do governo, percentual de diretores não brancos em relação ao número total de diretores, tamanho do conselho de administração e o percentual de conselheiros não executivos independentes, maior será o nível de divulgação.

Com relação às variáveis de controle, os resultados apontaram que, quanto maior for o tamanho e a rentabilidade da companhia, ter sido auditada por *big four*, ter comitê de governança corporativa ou de responsabilidade e ser listada em uma bolsa de valores estrangeira, maior será o nível de divulgação. Adicionalmente, apenas a variável alavancagem apresentou associação negativa.

Al-Shammari (2014) focou sua pesquisa na associação entre os mecanismos de governança corporativa e a divulgação de riscos, das empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores do Kuwait em 2012. O estudo utilizou a técnica de análise de conteúdo para mensurar o nível de divulgação dos riscos nos relatórios financeiros. Ademais, também fez uso do modelo de regressão de mínimos quadrados ordinários para testar o impacto do tamanho do conselho, existência de conselheiro independente, porcentagem de membros da família no conselho, dualidade do CEO e a existência de comitê de auditoria no nível de divulgação dos riscos.

Os resultados do modelo de regressão indicaram que, dos mecanismos de governança corporativa, apenas as variáveis tamanho do conselho (associação positiva) e a dualidade do CEO (associação negativa) eram significativas para explicar o nível de divulgação dos riscos. Com relação às variáveis de controle utilizadas no modelo, identificou-se que apenas o tamanho da companhia (associação positiva) era significativo.

Atanasovski (2015) analisou a qualidade e os determinantes que poderiam influenciar no nível de divulgação dos instrumentos financeiros das empresas listadas na bolsa de valores da Macedônia no ano de 2013. O pesquisador elaborou um *Checklist* de divulgação, baseado em 55 itens obrigatórios da IFRS 7, em que cada item era mensurado de maneira dicotômica. Baseado na análise dessas informações, o pesquisador criou um índice de divulgação. Posteriormente, Atanasovski (2015) utilizou a análise de regressão para identificar os fatores que influenciam o *disclosure*.

Os resultados da análise descritiva apontaram que, em média, as empresas listadas estavam em conformidade com 62,75% dos requisitos mais relevantes da IFRS 7 e o setor financeiro apresentou o maior índice de divulgação. Com relação à análise de regressão, os resultados indicaram que o tipo de auditor contratado e a concentração acionária das entidades estavam positivamente relacionados com o nível de divulgação. O autor ressaltou que a associação encontrada para a concentração acionária não é consistente com a literatura, que pressupõe relação negativa.

A pesquisa Elshandidy e Neri (2015) tinha como objetivo verificar: (i) quais características de governança corporativa (tamanho do conselho, conselheiro não executivo e não executivo independente, dualidade do CEO, política de dividendo, concentração de propriedade e

qualidade da auditoria) influenciavam a divulgação obrigatória e voluntária de riscos corporativos e (ii) qual seria o impacto das práticas de divulgação de risco na liquidez do mercado. O estudo foi realizado em uma amostra de empresas não financeiras do Reino Unido e da Itália, durante o período de 2005 a 2010. Os autores utilizaram a técnica de análise de conteúdo, para mensurar o nível de divulgação obrigatória e voluntária dos riscos, e o modelo de regressão de dados em painel para verificar as características de governança corporativa que influenciavam na divulgação.

No que tange à divulgação obrigatória no Reino Unido, os resultados apontaram que, das variáveis de governança corporativa, apenas a qualidade da auditoria foi estatisticamente significativa, exercendo influência negativa na divulgação de informações de risco, indicando, portanto, que os menores auditores prestavam mais atenção às regulamentações de informações de risco. Com relação às variáveis de controle, as empresas menos lucrativas, com menor índice de crescimento e baixo risco foram as que apresentaram os melhores índices de divulgação.

Considerando a amostra de empresas da Itália, os resultados apontaram que as variáveis tamanho do conselho, conselheiro não executivos e dualidade do CEO eram estatisticamente significativas e influenciavam positivamente a divulgação de risco. Já as variáveis de controle, apenas o tamanho (associação positiva), o risco da firma (associação positiva) e a liquidez (associação negativa) foram estatisticamente significativas.

Em relação à divulgação voluntária no Reino Unido, os resultados apontaram que as variáveis tamanho do conselho e conselheiro não executivo influenciavam positivamente a divulgação de risco e a variável política de dividendos influenciava negativamente o nível de divulgação. Das variáveis de controle, apenas o tamanho da empresa (associação positiva) foi estatisticamente significativo. Na amostra de empresas italianas, verificou-se que as características de governança corporativa não influenciavam o nível de divulgação voluntária, mas possuir baixos índices de liquidez impactava negativamente a divulgação dessas informações.

Por fim, Elshandidy e Neri (2015) concluíram que, entre as empresas do Reino Unido, a divulgação voluntária de informações de risco era 53% mais eficaz para influenciar a liquidez do mercado do que a divulgação obrigatória. Na amostra de empresas italianas, verificou-se

que os investidores têm maior probabilidade de incorporar as informações voluntárias nas decisões de preço das ações.

A pesquisa realizada por Tauringana e Chithambo (2016) tinha como objetivo investigar a extensão e os determinantes da divulgação de riscos, de acordo com o IFRS 7, das empresas listadas na Bolsa de Valores do Malawi, no período de 2007 a 2009. Os autores utilizaram tanto a abordagem quantitativa quanto a qualitativa para atingir os objetivos da pesquisa. Na abordagem quantitativa, foi utilizado o modelo de regressão de dados em painel para verificar quais características das empresas impactavam o grau de divulgação dos riscos, que havia sido mensurado através de um *Checklist* elaborado pelos autores, em conformidade com a IFRS 7.

O nível de divulgação encontrado na pesquisa foi considerado como baixo na conclusão dos autores, pois, na média dos três anos, a divulgação correspondia a apenas 40%, sugerindo que as empresas não estão cumprindo, em sua totalidade, os requisitos de divulgação da norma. Os resultados da análise de regressão indicaram que a quantidade de membros independentes no conselho de administração, o tamanho da companhia e a alavancagem tinham relação positiva e significativa para explicar a extensão da divulgação dos riscos.

Na abordagem qualitativa, os autores realizaram entrevistas com os gerentes das empresas para identificar, dentre as variáveis: quantidade de membros independentes no conselho de administração, tamanho da companhia, alavancagem e rentabilidade, quais, na opinião dos profissionais, impactariam a divulgação dos riscos. Com uma taxa de entrevistados de 36,4%, Tauringana e Chithambo (2016) apuraram que: (i) apenas metade dos entrevistados acreditavam que ter conselheiros independentes influencia a extensão da divulgação; (ii) 75% dos entrevistados acreditavam que o tamanho e alavancagem não influencia a divulgação; e (iii) todos os entrevistados acreditavam que a lucratividade também não influencia a divulgação dos riscos decorrentes de instrumentos financeiros.

O artigo de Agyei-Mensah (2017) investigou a relação entre governança corporativa e a extensão e a qualidade na divulgação dos riscos corporativos, tendo como base a *IFRS 7 – Financial Instruments: Disclosure*. A amostra do estudo foi composta por 30 empresas que estavam listadas na Bolsa de Valores de Gana, no final do ano 2014. O período de análise compreendeu os anos de 2011 a 2013. O autor utilizou dois modelos de regressão de dados

em painel para determinar quais mecanismos de governança corporativa que impactavam: (i) a extensão da divulgação dos riscos corporativos e (ii) a qualidade dessa divulgação.

Para mensurar a extensão da divulgação, Agyei-Mensah (2017) utilizou o índice desenvolvido por Tauringana e Chithambo (2016). Esses autores elaboraram um *Checklist* baseado nos itens obrigatórios da IFRS 7, no que se refere à divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros. Quando uma companhia divulgava o item obrigatório da norma, recebia a pontuação “1”; e quando não o divulgava, recebia a pontuação “0”. O índice desenvolvido por Tauringana e Chithambo (2016) correspondia ao somatório de todos os itens divulgados divididos pela pontuação máxima que a empresa poderia obter, visto que os itens não aplicáveis eram desconsiderados.

A qualidade da divulgação dos riscos foi mensurada utilizando as características qualitativas da informação contábil-financeira útil, conforme o *Framework* do IASB. Baseado no trabalho de Hassan (2014), Agyei-Mensah (2017) elaborou outro *Checklist* adaptando 23 critérios utilizados por Hassan e mensurou, também de forma dicotômica, a qualidade da divulgação pelo somatório de todos os itens divulgados dividido pela pontuação máxima de qualidade.

Os resultados da pesquisa de Agyei-Mensah (2017) apontaram que a extensão de divulgação dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros é baixa e que a pontuação média encontrada para o período de três anos foi de apenas 53%, apresentando mínima de 42% e máxima de 68%. No que refere à qualidade da divulgação dos riscos, a média encontrada foi de 33%, com mínima de 26% e máxima 39%, o que demonstrou que as companhias listadas na Bolsa de Valores de Gana, além de não cumprirem todas as disposições da IFRS 7, apresentaram baixa qualidade na informação.

Os resultados da análise de regressão indicaram que, quanto maior a quantidade de membros independentes no conselho de administração, maior seria a extensão da divulgação dos riscos em conformidade com a IFRS 7. E, quanto maior o tamanho do conselho de administração, maior seria a qualidade dessa divulgação.

2.3.2 Estudos Nacionais

Lanzana (2004) pesquisou o impacto da governança corporativa no nível de *disclosure* voluntário das companhias brasileiras de capital aberto no ano de 2002. A autora construiu um índice de divulgação a partir de informações gerais, não financeiras, financeiras e de risco, criação de valor e projeções, divulgadas no relatório anual. Utilizou a modelagem econométrica dos Mínimos Quadrados Ordinários e modelo Tobit para identificar as características da governança corporativa que influenciavam no nível de *disclosure* voluntário.

A pesquisadora mensurou a governança corporativa através de cinco variáveis, duas relacionadas à estrutura de propriedade, direito de controle e diferença entre o direito de controle e o direito sobre fluxos de caixa, e três relacionadas ao conselho de administração, número de membros, independência e a presença do presidente da companhia ocupando também o cargo de presidente do conselho de administração.

Os resultados apontaram apenas relevância estatística para a variável diferença entre o direito de controle e o direito sobre fluxos de caixa, corroborando a ideia de que empresas com o baixo nível de estrutura de governança tenderiam a apresentar maiores níveis de *disclosure* para compensar tal situação. O resultado do teste Tobit confirmou que a variável independência do conselho é relevante para as entidades que não praticam a divulgação voluntária passarem a divulgar esse tipo de informação.

Mapurunga et al. (2011) tinham como foco verificar se havia relação entre o nível de divulgação de informações acerca de instrumentos financeiros derivativos e as características econômicas das companhias brasileiras de capital aberto do exercício de 2009. Os autores fizeram uso da técnica de análise de conteúdo para apurar o nível de divulgação, baseados no CPC 14 - Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação (Fase I), e posteriormente analisaram os dados por meio da técnica estatística de análise de correspondência (ANACOR).

Os resultados indicaram que apenas 11 dos 30 itens obrigatórios, analisados pelos autores, foram divulgados por mais de 50% das entidades que compunham a amostra. E nenhuma empresa havia evidenciado todos os itens requeridos, sendo 19 a pontuação máxima atingida

pelas companhias. Ademais, verificou-se que as variáveis tamanho e lucro tinham uma associação com o nível de divulgação, ou seja, as maiores empresas e mais lucrativas divulgavam mais informações. Não foram encontradas relações com a variável endividamento e rentabilidade.

Ambrozini (2014) objetivou verificar o nível de divulgação das operações com instrumentos financeiros derivativos, das companhias brasileiras listadas no Ibovespa em 31 de março de 2014. Para mensurar o nível de divulgação das demonstrações financeiras com período findo em 31 de dezembro de 2013, o autor utilizou a técnica de análise de conteúdo. A partir disso, elaborou um *Checklist* contendo 23 itens obrigatórios do CPC 40 - Instrumentos Financeiros: Evidenciação, em que cada item foi pontuado de maneira dicotômica. O percentual de *disclosure* foi obtido pelo total de pontos dividido pelo total de empresas analisadas.

O pesquisador constatou que, após a vigência dos CPCs 38, 39 e 40, houve aumento no nível de divulgação dos instrumentos financeiros derivativos, quando comparado a estudos anteriores. Porém, destacou que a evidenciação de operações com derivativos de *hedge* foi realizada apenas por pouco mais da metade das entidades que compunham a amostra, indicando que esse assunto ainda não tem uma divulgação que poderia ser considerada satisfatória. Outro ponto que apresentou baixo nível de divulgação foi a mensuração do montante que representaria a exposição da entidade aos riscos de crédito. Por fim, os itens que apresentaram alto nível de divulgação eram concernentes às informações quantitativas exigidas pela norma.

Costa et al. (2017) objetivaram identificar os fatores que determinavam o nível de observância das empresas não financeiras, listadas no segmento de governança corporativa Novo Mercado da B3, no ano de 2013, às exigências de divulgação definidas no Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) 40 (R1), no que se refere ao risco de mercado. A metodologia de pesquisa utilizada no estudo contemplou análise de conteúdo e procedimentos estatísticos de análise de coeficientes de correlação e regressão linear múltipla.

A técnica de análise de conteúdo foi aplicada em um *Checklist* elaborado pelos autores, contendo 21 itens de *disclosure* obrigatório sobre o risco de mercado, sendo cada item avaliado de maneira dicotômica. A regressão linear foi aplicada para identificar os fatores que

influenciam no nível de divulgação, obtido pela razão entre o somatório de informações divulgadas e o número de itens aplicáveis a cada empresa.

Os resultados do estudo de Costa et al. (2017) indicaram que as empresas da amostra divulgaram em média 48% das informações sobre risco de mercado. Na visão dos autores, esse percentual pode ser considerado insuficiente, visto que representa menos da metade dos requisitos obrigatórios. A pesquisa também pode concluir que, quanto maior for a empresa, quanto mais alavancada ela estiver e se ela pertencer ao setor de consumo cíclico ou utilidade pública, mais informações sobre risco de mercado serão divulgadas.

Após a apresentação dos estudos internacionais e nacionais, pode-se dizer que esta pesquisa, em geral, se assemelha aos estudos empíricos anteriormente citados por mensurar a divulgação de informações de riscos corporativos e por identificar os fatores que influenciam esse tipo de divulgação.

Entretanto, esta pesquisa se diferencia dos estudos já realizados por abordar de forma ampla a divulgação obrigatória da natureza e extensão dos riscos derivados dos instrumentos financeiros, tendo como base tanto a norma atual NBC TG 40 (R3) quanto a anterior. Adicionalmente, esta pesquisa também se destaca por analisar se as alterações ocorridas na última versão da norma impactaram o nível de divulgação de informações de risco.

Com relação aos fatores que influenciam a divulgação de informações de risco, esta pesquisa agrega conhecimento a respeito dos determinantes da governança corporativa, das companhias brasileiras, que influenciam a divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros, relação essa ainda pouco explorada em pesquisas nacionais.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo, são apresentados os procedimentos metodológicos utilizados para que se possa responder aos objetivos propostos pela presente pesquisa. Esta parte do trabalho subdivide-se, portanto, em: (i) caracterização da pesquisa; (ii) seleção da amostra; (iii) descrição das variáveis utilizadas e coleta de dados; e (iv) modelagem econométrica.

3.1 Caracterização da Pesquisa

Segundo Martins e Theóphilo (2009), a pesquisa científica pode ser classificada quanto a objetivos, estratégias e abordagem ao problema de pesquisa. Com relação aos objetivos, entende-se que esta pesquisa tem característica descritiva, pois o foco é identificar os determinantes da governança corporativa que influenciam a divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros. Enfatizam Vergara (2000) e Lakatos e Marconi (2010) que o objetivo da pesquisa descritiva é expor as características do objeto de estudo, considerando que as informações observadas, analisadas e interpretadas não sofram quaisquer interferências do pesquisador.

No que tange às estratégias de pesquisa a serem utilizadas, este estudo pode ser classificado como bibliográfico, documental e *ex post facto*. Para Martins e Theóphilo (2009), a pesquisa bibliográfica é necessária para toda a pesquisa científica, pois trata da discussão de um determinado assunto com base em estudos anteriores, além de tornar possível o conhecimento sobre o que tem sido estudado e qual é a lacuna a ser preenchida.

Com relação à pesquisa documental, esta tem como característica o uso de documentos como fonte de dados (Martins & Theóphilo, 2009). Sendo assim, o caráter documental da presente pesquisa se deve ao uso dos demonstrativos financeiros incluindo as notas explicativas e o formulário de referência para auxiliar na construção dos dados amostrados.

Segundo Vergara (2000), a investigação *ex post facto* é caracterizada pelo tratamento aos dados amostrados posteriormente à ocorrência dos fatos. Diante disso, o presente estudo classifica-se como *ex post facto* porque analisa as informações da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros após a sua divulgação.

Com relação à abordagem ao problema de pesquisa, esta é classificada como quantitativa, pois este estudo faz uso de modelagem econométrica, característica essa fundamental das pesquisas quantitativas, segundo Beuren (2003).

3.2 Seleção da Amostra

A amostra do estudo é composta por todas as companhias não financeiras de capital aberto cadastradas em 22 de agosto de 2019, data essa da coleta de dados, no site da B3 nos segmentos de listagem: Novo Mercado, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2. Considerando o objetivo geral desta pesquisa, a escolha desses segmentos de listagem mostrou-se fundamental para este estudo, pois eles possuem regras de governança corporativa específicas para o mercado de capitais brasileiro.

Adicionalmente, optou-se pela exclusão das companhias financeiras de capital aberto, devido ao fato dessas apresentarem características operacionais que são inerentes a seu negócio, o que dificulta a comparabilidade com as companhias não financeiras. Também se retiraram da amostra empresas que apresentavam ausência de alguma informação em todos os anos analisados.

A partir disso, o total de companhias que compõem a amostra do estudo são 168, conforme pode ser verificado na Tabela 1. Considerando o desbalanceamento do painel de dados, ocasionado principalmente pela ausência do formulário de referência no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o que culminou na falta de informações para as variáveis de governança corporativa, as 168 companhias geraram 469 observações.

Tabela 1. Descrição da amostra

Descrição	Quantidade
Total de companhias que estavam cadastradas no site da B3, no dia 22 de agosto de 2019, nos segmentos de listagem: Novo Mercado, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 e que não pertenciam ao setor financeiro	172
Total de companhias que foram excluídas da amostra por ausência de informações	(4)
Total de companhias que compõem a amostra	168

Fonte: Elaborada pela autora.

O período de análise deste trabalho refere-se aos anos de 2016 a 2018. A escolha do ano de 2016, para ser o primeiro ano de análise, deve-se ao fato de que, a partir de 1º de janeiro desse

ano, passou a vigorar, até então, a última versão da Norma Brasileira de Contabilidade Técnica Geral (NBC TG) 40 - Instrumentos Financeiros: Evidenciação, denominada como revisão 2 (R2), emitida em outubro de 2015 pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC).

Com a elaboração da NBC TG 48 - Instrumentos Financeiros, correlata a IFRS 9, o CFC realizou alterações na NBC TG 40, principalmente no que se refere à divulgação da natureza e extensão dos riscos de crédito. Portanto, novos itens sobre as práticas de gerenciamento de risco de crédito, sobre os valores resultantes de perdas de crédito esperadas e sobre a exposição da entidade a risco de crédito passaram a ser exigidos na divulgação das notas explicativas, a partir de 1º de janeiro de 2018, quando entrou em vigor a revisão 3 (R3) da NBC TG 40.

Ressalta-se que essa norma é a regulamentação do Conselho Federal de Contabilidade para o CPC 40 - Instrumentos financeiros: Evidenciação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), que é a correlata no Brasil a IFRS 7 - *Financial Instruments: Disclosures* do IASB.

3.3 Descrição das Variáveis Utilizadas e Coleta de Dados

Com o intuito de responder ao problema de pesquisa proposto, as variáveis descritas abaixo foram utilizadas no modelo de dados em painel:

➤ Variável dependente

a) Nível de divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros ($DIVULG_{i,t}$)

A variável dependente do modelo de dados em painel é o nível de divulgação total da natureza e extensão dos riscos de crédito, liquidez e mercado. Para se apurar o nível de divulgação, primeiramente elaborou-se um *Checklist* (vide Figura 3), tendo como base os itens obrigatórios da NBC TG 40 (R2 e R3) - Instrumentos financeiros: Evidenciação, no que se refere a natureza e extensão dos riscos.

O *Checklist* utilizado nesta pesquisa para os anos de 2016 e 2017 contém 33 itens que vigoraram nesses dois períodos, sendo: 13 itens referentes a risco de crédito, 9 itens referentes

a risco de liquidez e 11 itens referentes a risco de mercado. O *Checklist* utilizado para o ano de 2018 contém 51 itens, sendo: 31 itens referentes a risco de crédito, 9 itens referentes a risco de liquidez e 11 itens referentes a risco de mercado. O aumento da quantidade de itens em 2018 refere-se às alterações ocorridas na norma contábil, que entraram em vigor a partir de 1º de janeiro desse ano.

Figura 3. Checklist de Divulgação da Natureza e Extensão dos Riscos

NATUREZA E EXTENSÃO DOS RISCOS DECORRENTES DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS			Vigência	Vigência
Tipo	Item	Requisito de divulgação	2016/2017	2018
Divulgação qualitativa				
Risco de crédito	NBC TG 40.33	Para cada tipo de risco decorrente de instrumentos financeiros, a entidade deve divulgar:		
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.33(a)	a exposição ao risco e como ele surge;	Sim	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.33(b)	seus objetivos, políticas e processos para gerenciar os riscos e os métodos utilizados para mensurar o risco; e	Sim	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.33(c)	(c) quaisquer alterações em (a) ou (b) do período anterior.	Sim	Sim
Divulgação quantitativa				
Risco de crédito	NBC TG 40.34	Para cada tipo de risco decorrente de instrumentos financeiros, a entidade deve divulgar:		
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.34(a)	sumário de dados quantitativos sobre sua exposição aos riscos ao término do período de reporte. Essa divulgação deve estar baseada nas informações fornecidas internamente ao pessoal-chave da administração da entidade (conforme definido na NBC TG 05 – Divulgação sobre Partes Relacionadas), por exemplo, o conselho de administração da entidade ou o seu presidente executivo;	Sim	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.34(b)	as divulgações requeridas nos itens 36 a 42, na extensão não fornecida em (a);	Sim	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.34(c)	concentrações de risco, se não forem evidentes a partir das divulgações feitas de acordo com (a) e (b).	Sim	Sim

Figura 3. Checklist de Divulgação da Natureza e Extensão dos Riscos (continuação)

NATUREZA E EXTENSÃO DOS RISCOS DECORRENTES DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS			Vigência	Vigência
Tipo	Item	Requisito de divulgação	2016/2017	2018
Práticas de gerenciamento de risco de crédito				
Risco de crédito	NBC TG 40.35F	A entidade deve explicar suas práticas de gerenciamento de risco de crédito e como elas se relacionam com o reconhecimento e a mensuração de perdas de crédito esperadas. Para atingir esse objetivo, a entidade deve divulgar informações que permitam aos usuários das demonstrações contábeis compreenderem e avaliarem:		
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35F(a)	como a entidade determinou se o risco de crédito de instrumentos financeiros aumentou, significativamente, desde o reconhecimento inicial, incluindo se e como: (i) os instrumentos financeiros são considerados como tendo baixo risco de crédito, de acordo com o item 5.5.10 da NBC TG 48, incluindo as classes de instrumentos financeiros aos quais eles se aplicam; e (ii) foi refutada a suposição no item 5.5.11 da NBC TG 48 de que houve aumento significativo no risco de crédito desde o reconhecimento inicial, quando os ativos financeiros estiverem vencidos há mais de 30 dias;	Não	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35F(b)	definições de inadimplência da entidade, incluindo os motivos para a escolha dessas definições;	Não	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35F(c)	como os instrumentos foram agrupados se as perdas de crédito esperadas foram mensuradas de forma coletiva;	Não	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35F(d)	como a entidade determinou que ativos financeiros são ativos financeiros com problemas de recuperação de crédito;	Não	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35F(e)	a política de baixa da entidade, incluindo os indicadores de que não existe expectativa razoável de recuperação e informações sobre a política para ativos financeiros que são baixados, mas que ainda estão sujeitos à atividade de aplicação; e	Não	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35F(f)	como os requisitos do item 5.5.12 da NBC TG 48, para a modificação dos fluxos de caixa contratuais de ativos financeiros, foram aplicados, incluindo como a entidade: (i) determina se o risco de crédito sobre o ativo financeiro que foi modificado, enquanto a provisão para perdas foi mensurada pelo valor equivalente às perdas permanentes de crédito esperadas, melhorou na medida em que a provisão para perdas é revertida para ser mensurada pelo valor equivalente a perdas de crédito esperadas para 12 meses, de acordo com o item 5.5.5 da NBC TG 48; e (ii) monitora a extensão pela qual a provisão para perdas sobre ativos financeiros que atendem aos critérios do inciso (i) é subsequentemente remensurada pelo valor equivalente às perdas permanentes de crédito esperadas de acordo com o item 5.5.3 da NBC TG 48.	Não	Sim

Figura 3. Checklist de Divulgação da Natureza e Extensão dos Riscos (continuação)

NATUREZA E EXTENSÃO DOS RISCOS DECORRENTES DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS			Vigência	Vigência
Tipo	Item	Requisito de divulgação	2016/2017	2018
Risco de crédito	NBC TG 40.35G	A entidade deve explicar as informações, premissas e técnicas de estimativa utilizadas para aplicar os requisitos da Seção 5.5 da NBC TG 48. Para esse fim, a entidade deve divulgar:		
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35G(a)	a base das informações, premissas e técnicas de estimativa utilizadas para: (i) mensurar as perdas permanentes de crédito esperadas e as perdas de crédito esperadas para 12 meses; (ii) determinar se o risco de crédito de instrumentos financeiros aumentou, significativamente, desde o reconhecimento inicial; e (iii) determinar se o ativo financeiro é ativo financeiro com problemas de recuperação de crédito;	Não	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35G(b)	como informações com vistas ao futuro foram incorporadas na determinação de perdas de crédito esperadas, incluindo o uso de informações macroeconômicas; e	Não	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35G(c)	alterações nas técnicas de estimativa ou premissas significativas ocorridas durante o período de relatório e os motivos dessas alterações.	Não	Sim
Informações qualitativas e quantitativas sobre valores resultantes de perdas de crédito esperadas				
Risco de crédito	NBC TG 40.35H	Para explicar as alterações na provisão para perdas e os motivos dessas alterações, a entidade deve fornecer conciliação, por classe de instrumentos financeiros, desde o saldo de abertura até o saldo final da provisão para perdas, em tabela, indicando, separadamente, as alterações durante o período:		
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35H(a)	da provisão para perdas mensurada pelo valor equivalente a perdas de crédito esperadas para 12 meses;	Não	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35H(b)	da provisão para perdas mensurada pelo valor equivalente a perdas permanentes de crédito esperadas para: (i) instrumentos financeiros para os quais o risco de crédito aumentou, significativamente, desde o reconhecimento inicial, mas que não são ativos financeiros com problemas de recuperação de crédito; (ii) ativos financeiros que apresentam problemas de recuperação de crédito na data do relatório (mas que não foram comprados ou originados com problemas de recuperação de crédito); e (iii) contas a receber de clientes, ativos contratuais ou recebíveis de arrendamento para os quais as provisões para perdas são mensuradas de acordo com o item 5.5.15 da NBC TG 48;	Não	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35H(c)	ativos financeiros comprados ou originados com problemas de recuperação de crédito. Além da conciliação, a entidade deve divulgar o valor total das perdas de crédito esperadas não descontadas no reconhecimento inicial sobre ativos financeiros inicialmente reconhecidos durante o período de relatório.	Não	Sim

Figura 3. Checklist de Divulgação da Natureza e Extensão dos Riscos (continuação)

NATUREZA E EXTENSÃO DOS RISCOS DECORRENTES DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS			Vigência	Vigência
Tipo	Item	Requisito de divulgação	2016/2017	2018
Risco de crédito	NBC TG 40.35J	Para permitir aos usuários das demonstrações contábeis compreenderem a natureza e o efeito de modificações dos fluxos de caixa contratuais sobre ativos financeiros, que não resultaram em desreconhecimento, e o efeito dessas modificações na mensuração de perdas de crédito esperadas, a entidade deve divulgar:		
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35J(a)	o custo amortizado antes da modificação e o ganho ou a perda líquida na modificação reconhecidos para ativos financeiros para os quais os fluxos de caixa contratuais foram modificados durante o período de relatório, enquanto tinham provisão para perdas mensurada pelo valor equivalente às perdas permanentes de crédito esperadas; e	Não	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35J(b)	o valor contábil bruto no final do período de relatório de ativos financeiros, que foram modificados, desde o reconhecimento inicial na época em que a provisão para perdas foi mensurada, para o valor equivalente às perdas permanentes de crédito esperadas e para os quais a provisão para perdas mudou durante o período de relatório para o valor equivalente a perdas de crédito esperadas para 12 meses.	Não	Sim
Risco de crédito	NBC TG 40.35K	Para permitir aos usuários das demonstrações contábeis compreenderem o efeito da garantia e outras melhorias de crédito sobre os valores resultantes de perdas de crédito esperadas, a entidade deve divulgar, por classe de instrumento financeiro:		
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35K(a)	o valor que melhor representa sua exposição máxima ao risco de crédito ao final do período de relatório, sem levar em consideração qualquer garantia detida ou outra melhoria de crédito (por exemplo, acordos de compensação que não se qualifiquem para compensação, de acordo com a NBC TG 39);	Não	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35K(b)	a descrição narrativa da garantia detida e outras melhorias de crédito, incluindo: (i) descrição da natureza e qualidade da garantia detida; (ii) explicação de quaisquer alterações significativas na qualidade dessa garantia ou melhorias de crédito como resultado de deterioração ou alterações nas políticas de garantia da entidade durante o período de relatório; e (iii) informações sobre instrumentos financeiros para os quais a entidade não reconheceu provisão para perdas devido à garantia;	Não	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35K(c)	informações quantitativas sobre a garantia detida e outras melhorias de crédito (por exemplo, quantificação da extensão em que a garantia e outras melhorias de crédito reduzem o risco de crédito) para ativos financeiros que apresentam problemas de recuperação de crédito na data do relatório.	Não	Sim

Figura 3. Checklist de Divulgação da Natureza e Extensão dos Riscos (continuação)

NATUREZA E EXTENSÃO DOS RISCOS DECORRENTES DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS			Vigência	Vigência
Tipo	Item	Requisito de divulgação	2016/2017	2018
Risco de crédito	NBC TG 40.35L	A entidade deve divulgar o valor contratual em aberto em ativos financeiros, que foram baixados durante o período de relatório e ainda estão sujeitos à atividade de execução.		
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35L	A entidade deve divulgar o valor contratual em aberto em ativos financeiros, que foram baixados durante o período de relatório e ainda estão sujeitos à atividade de execução.	Não	Sim
Exposição a risco de crédito				
Risco de crédito	NBC TG 40.35M	Para permitir aos usuários das demonstrações contábeis avaliarem a exposição ao risco de crédito da entidade e compreenderem suas concentrações de risco de crédito significativas, a entidade deve divulgar, por graus de classificação de risco, o valor contábil bruto de ativos financeiros e a exposição a risco de crédito em compromissos de empréstimo e contratos de garantia financeira. Essas informações devem ser fornecidas, separadamente, para instrumentos financeiros:		
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35M(a)	para os quais a provisão para perdas é mensurada pelo valor equivalente a perdas de crédito esperadas para 12 meses;	Não	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35M(b)	para os quais a provisão para perdas é mensurada pelo valor equivalente a perdas permanentes de crédito esperadas e que são: (i) instrumentos financeiros para os quais o risco de crédito aumentou significativamente desde o reconhecimento inicial, mas que não são ativos financeiros com problemas de recuperação de crédito; (ii) ativos financeiros que apresentam problemas de recuperação de crédito na data do relatório (mas que não foram comprados ou originados com problemas de recuperação de crédito); e (iii) contas a receber de clientes, ativos contratuais ou recebíveis de arrendamento para os quais as provisões para perdas devem ser mensuradas de acordo com o item 5.5.15 da NBC TG 48;	Não	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.35M(c)	que sejam ativos financeiros comprados ou originados com problemas de recuperação de crédito.	Não	Sim

Figura 3. Checklist de Divulgação da Natureza e Extensão dos Riscos (continuação)

NATUREZA E EXTENSÃO DOS RISCOS DECORRENTES DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS			Vigência	Vigência
Tipo	Item	Requisito de divulgação	2016/2017	2018
Risco de crédito				
Risco de crédito	NBC TG 40.36	Para todos os instrumentos financeiros dentro do alcance desta norma, mas para os quais os requisitos de redução ao valor recuperável da NBC TG 48 não se aplicam, a entidade deve divulgar por classe de instrumento financeiro:		
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.36(a)	o montante que melhor representa sua exposição máxima ao risco de crédito ao término do período de reporte sem considerar quaisquer garantias mantidas, ou outros instrumentos de melhoria de crédito (por exemplo, contratos que permitam a compensação pelo valor líquido – <i>netting agreements</i> –, mas que não se qualificam para compensação, segundo a NBC TG 39); essa divulgação não é requerida para instrumentos financeiros, cujos valores contábeis melhor representem a máxima exposição ao risco de crédito;	Sim	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.36(b)	descrição da garantia mantida como título e valor mobiliário (<i>security</i>) e de outros instrumentos de melhoria de crédito, e seus efeitos financeiros (por exemplo: quantificação da extensão na qual a garantia e outros instrumentos de melhoria de crédito mitigam o risco de crédito) com relação ao montante que melhor representa a exposição máxima ao risco de crédito (quer seja divulgado de acordo com o item (a) ou representado por meio do valor contábil do instrumento financeiro);	Sim	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.36(c)	informações sobre a qualidade do crédito de ativos financeiros que não estão nem vencidos nem com evidências de perdas;	Sim	Não (item excluído)
Risco de crédito	NBC TG 40.37	A entidade deve divulgar por classe de ativo financeiro:		
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.37(a)	uma análise dos vencimentos dos ativos financeiros (<i>aging analysis</i>) que estão vencidos ao final do período de reporte, mas para os quais não foi considerada perda por não recuperabilidade; e	Sim	Não (item excluído)
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.37(b)	uma análise dos ativos financeiros que foram individualmente considerados sujeitos à não recuperabilidade (<i>impaired</i>) ao término do período de reporte, incluindo os fatores que a entidade considerou determinantes para qualificá-los como tal.	Sim	Não (item excluído)

Figura 3. Checklist de Divulgação da Natureza e Extensão dos Riscos (continuação)

NATUREZA E EXTENSÃO DOS RISCOS DECORRENTES DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS			Vigência	Vigência
Tipo	Item	Requisito de divulgação	2016/2017	2018
Risco de crédito	NBC TG 40.38	Quando a entidade obtém ativos financeiros ou não financeiros durante o período, por meio da posse de garantias que mantém como títulos e valores mobiliários (<i>securities</i>) ou outros instrumentos que visem melhorar o nível de recuperação do crédito (por exemplo, garantias), e tais ativos satisfizerem ao critério de reconhecimento previsto em outras normas do CFC, a entidade deve divulgar para esses ativos mantidos na data de reporte:		
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.38(a)	a natureza e o valor contábil dos ativos; e	Sim	Sim
Risco de crédito (Contas a receber e outros recebíveis)	NBC TG 40.38(b)	quando os ativos não são prontamente conversíveis em caixa, a política adotada pela entidade para alienação de tais ativos ou para seu uso em suas operações.	Sim	Sim
NATUREZA E EXTENSÃO DOS RISCOS DECORRENTES DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS			Vigência	Vigência
Tipo	Item	Requisito de divulgação	2016/2017	2018
Divulgação qualitativa				
Risco de liquidez	NBC TG 40.33	Para cada tipo de risco decorrente de instrumentos financeiros, a entidade deve divulgar:		
Risco de liquidez	NBC TG 40.33(a)	a exposição ao risco e como ele surge;	Sim	Sim
Risco de liquidez	NBC TG 40.33(b)	seus objetivos, políticas e processos para gerenciar os riscos e os métodos utilizados para mensurar o risco; e	Sim	Sim
Risco de liquidez	NBC TG 40.33(c)	(c) quaisquer alterações em (a) ou (b) do período anterior.	Sim	Sim
Divulgação quantitativa				
Risco de liquidez	NBC TG 40.34	Para cada tipo de risco decorrente de instrumentos financeiros, a entidade deve divulgar:		
Risco de liquidez	NBC TG 40.34(a)	sumário de dados quantitativos sobre sua exposição aos riscos ao término do período de reporte. Essa divulgação deve estar baseada nas informações fornecidas internamente ao pessoal chave da administração da entidade (conforme definido na NBC TG 05 – Divulgação sobre Partes Relacionadas), por exemplo, o conselho de administração da entidade ou o seu presidente executivo;	Sim	Sim
Risco de liquidez	NBC TG 40.34(b)	as divulgações requeridas nos itens 36 a 42, na extensão não fornecida em (a);	Sim	Sim
Risco de liquidez	NBC TG 40.34(c)	concentrações de risco, se não forem evidentes a partir das divulgações feitas de acordo com os itens 34 (a) e (b).	Sim	Sim

Figura 3. Checklist de Divulgação da Natureza e Extensão dos Riscos (continuação)

NATUREZA E EXTENSÃO DOS RISCOS DECORRENTES DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS			Vigência	Vigência
Tipo	Item	Requisito de divulgação	2016/2017	2018
Risco de liquidez				
Risco de liquidez	NBC TG 40.39	A entidade deve divulgar:		
Risco de liquidez	NBC TG 40.39(a)	uma análise dos vencimentos para passivos financeiros não derivativos (incluindo contratos de garantia financeira) que demonstre os vencimentos contratuais remanescentes; e	Sim	Sim
Risco de liquidez	NBC TG 40.39(b)	uma análise dos vencimentos para os instrumentos financeiros derivativos passivos. A análise dos vencimentos deve incluir os vencimentos contratuais remanescentes para aqueles passivos financeiros derivativos para os quais o vencimento contratual é essencial para o entendimento do momento de recebimento dos fluxos de caixa.	Sim	Sim
Risco de liquidez	NBC TG 40.39(c)	uma descrição de como ela administra o risco de liquidez inerente a (a) e (b).	Sim	Sim
NATUREZA E EXTENSÃO DOS RISCOS DECORRENTES DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS				
Tipo	Item	Requisito de divulgação	Vigência	Vigência
Divulgação qualitativa				
Risco de mercado	NBC TG 40.33	Para cada tipo de risco decorrente de instrumentos financeiros, a entidade deve divulgar:		
Risco de mercado	NBC TG 40.33(a)	a exposição ao risco e como ele surge;	Sim	Sim
Risco de mercado	NBC TG 40.33(b)	seus objetivos, políticas e processos para gerenciar os riscos e os métodos utilizados para mensurar o risco; e	Sim	Sim
Risco de mercado	NBC TG 40.33(c)	(c) quaisquer alterações em (a) ou (b) do período anterior.	Sim	Sim
Divulgação quantitativa				
Risco de mercado	NBC TG 40.34	Para cada tipo de risco decorrente de instrumentos financeiros, a entidade deve divulgar:		
Risco de mercado	NBC TG 40.34(a)	sumário de dados quantitativos sobre sua exposição aos riscos ao término do período de reporte. Essa divulgação deve estar baseada nas informações fornecidas internamente ao pessoal chave da administração da entidade (conforme definido na NBC TG 05 – Divulgação sobre Partes Relacionadas), por exemplo, o conselho de administração da entidade ou o seu presidente executivo;	Sim	Sim
Risco de mercado	NBC TG 40.34(b)	as divulgações requeridas nos itens 36 a 42, na extensão não fornecida em (a);	Sim	Sim
Risco de mercado	NBC TG 40.34(c)	concentrações de risco, se não forem evidentes a partir das divulgações feitas de acordo com os itens 34 (a) e (b).	Sim	Sim

Figura 3. Checklist de Divulgação da Natureza e Extensão dos Riscos (continuação)

NATUREZA E EXTENSÃO DOS RISCOS DECORRENTES DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS			Vigência	Vigência
Tipo	Item	Requisito de divulgação	2016/2017	2018
Análise de sensibilidade				
Risco de mercado	NBC TG 40.40	A menos que a entidade cumpra o item 41, ela deve divulgar:		
Risco de mercado	NBC TG 40.40(a)	uma análise de sensibilidade para cada tipo de risco de mercado aos quais a entidade está exposta ao fim do período contábil, mostrando como o resultado e o patrimônio líquido seriam afetados pelas mudanças no risco relevante variável que sejam razoavelmente possíveis naquela data;	Sim	Sim
Risco de mercado	NBC TG 40.40(b)	os métodos e os pressupostos utilizados na elaboração da análise de sensibilidade; e	Sim	Sim
Risco de mercado	NBC TG 40.41	Se a entidade elaborar uma análise de sensibilidade, tal como a do valor em risco (<i>value-at-risk</i>), que reflète interdependências entre riscos variáveis (por exemplo, taxas de juros e taxas de câmbio) e o utilizar para administrar riscos financeiros, ela pode utilizar essa análise de sensibilidade no lugar da análise especificada no item 40. A entidade deve divulgar também:		
Risco de mercado	NBC TG 40.41(a)	Uma explicação do método utilizado na elaboração de tal análise de sensibilidade e dos principais parâmetros e pressupostos subjacentes aos dados fornecidos; e	Sim	Sim
Risco de mercado	NBC TG 40.41(b)	Uma explicação do objetivo do método utilizado e das limitações que podem resultar na incapacidade da informação de refletir completamente o valor justo dos ativos e passivos envolvidos.	Sim	Sim
Outras divulgações de risco de mercado				
Risco de mercado	NBC TG 40.42	Quando as análises de sensibilidade divulgadas de acordo com os itens 40 ou 41 não forem representativas do risco inerente de instrumento financeiro (por exemplo, porque a exposição do final do período não reflete a exposição durante o ano), a entidade deve divulgar esse fato e a razão pela qual considera que as análises de sensibilidade não são representativas.		
Risco de mercado	NBC TG 40.42	Quando as análises de sensibilidade divulgadas de acordo com os itens 40 ou 41 não forem representativas do risco inerente de instrumento financeiro (por exemplo, porque a exposição do final do período não reflete a exposição durante o ano), a entidade deve divulgar esse fato e a razão pela qual considera que as análises de sensibilidade não são representativas.	Sim	Sim

Fonte: Elaborada pela autora, com base nos requisitos obrigatórios da NBC TG 40 (R2 e R3).

PONTUAÇÃO GERAL
SOMATÓRIO DE PONTOS IDENTIFICADOS TODOS OS RISCOS (1)
TOTAL DE PONTOS APLICÁVEIS À EMPRESA TODOS OS RISCOS (2)
ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO TODOS OS RISCOS (1) ÷ (2)

Com base na metodologia aplicada nos estudos de Hassan (2009), Tauringana e Chithambo (2016), Atanasovski (2015), Taylor et al. (2008) e Lopes e Rodrigues (2007), cada item do *Checklist* foi considerado com o mesmo grau de relevância, por se tratar de item obrigatório da norma e pontuado como 1, quando a divulgação era completa, e 0, quando a informação requerida não era divulgada. Diferentemente da metodologia dos estudos citados, esta pesquisa também buscou pontuar as informações na qual sua divulgação foi parcial. A partir disso, a pontuação dada para cada item do *Checklist* pode ser assim descrita:

Tabela 2. Descrição da pontuação do *Checklist*

Pontuação	Descrição
1	Divulgação completa das informações requeridas.
0,5	Divulgação parcial das informações requeridas.
0	Não divulgação das informações requeridas.
Não aplicável	Item requerido pela norma, mas sua divulgação não é aplicável à empresa (desconsiderado).

Fonte: Elaborada pela autora.

A partir da pontuação encontrada, considerando todos os itens divulgados do risco de crédito, liquidez e mercado, apurou-se um índice de divulgação das informações totais de risco, calculado pela soma de todos os itens divulgados dividido pelo total de itens aplicáveis à entidade, conforme pode ser demonstrado abaixo:

$$\text{Nível de divulgação} = \text{Total de itens divulgados} / \text{Total de itens aplicáveis à entidade}$$

A análise das informações de risco requeridas pela norma foi realizada tendo como base as demonstrações financeiras, principalmente as notas explicativas das companhias da amostra, que foram obtidas no site da CVM.

➤ **Variáveis independentes**

b) Tamanho do Conselho de Administração ($TAC_{i,t}$)

O conselho de administração é o responsável pela eficácia de todo o processo de gerenciamento de risco e do controle interno de uma companhia, por isso desempenha um papel importante na governança corporativa das empresas (Ntim et al., 2013). Para Singh, Mathur e Gleason (2004), a teoria da agência indicaria que os maiores conselhos de administração proporcionam uma diversificação do conhecimento do negócio, no qual a

entidade está inserida. Esse fato pode aumentar a eficácia no monitoramento e impactar maior transparência na prestação de contas.

De acordo com Al-Shammari (2014), a teoria da sinalização também indicaria que o tamanho do conselho pode influenciar positivamente as divulgações de informações corporativas, tais como o desempenho da companhia e as divulgações de risco. Por isso, quanto maior o tamanho do conselho, mais incentivados os conselheiros são para sinalizar informações aos acionistas.

Jensen (1993), por outro lado, sugere que os maiores conselhos de administração não necessariamente indicariam boa coordenação, comunicação e monitoramento das atividades das entidades, o que poderia impactar negativamente os *disclosures*. Portanto, na visão do autor, um conselho de administração com poucos integrantes pode ser mais eficaz no desempenho de seu papel na governança corporativa.

Contrariando a ideia de Jensen (1993), os achados das pesquisas de Al-Shammari (2014), Elzahar e Hussainey (2012), Elshandidy e Neri (2015) e Ntim et al. (2013) indicaram que, quanto maior o tamanho do conselho de administração, mais informações a respeito das companhias são divulgadas. A partir desses estudos empíricos, formulou-se a seguinte hipótese:

Hipótese 1: O tamanho do conselho de administração possui relação positiva com o nível de divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros.

A variável tamanho do conselho de administração foi obtida através do formulário de referência, disponível no site da CVM, e sua representação se dá pela seguinte fórmula:

$\text{Tamanho do conselho} = \text{Somatório do número de membros do conselho de administração}$

c) Independência do Conselho ($IC_{i,t}$)

A independência do conselho de administração pode ser obtida com a existência de membros independentes em sua composição. Segundo Agyei-Mensah (2017), o conselheiro

independente é um membro do conselho de administração que não possui vínculo empregatício com a entidade. Sua participação no conselho reforça os mecanismos de controle da empresa, devido ao monitoramento independente que é realizado.

Na opinião de Fama e Jensen (1983), a presença de conselheiros independentes reduziria os custos de agência, o que também poderia impactar a redução da assimetria de informações, partindo do pressuposto de que esses conselheiros exigiriam mais divulgação. O fato de eles se envolverem pouco no gerenciamento diário da empresa impacta uma maior exposição ao risco profissional. Por isso, eles seriam incentivados a exigir mais divulgação de informações sobre a companhia, para equilibrar os riscos de sua reputação (Oliveira et al., 2011).

Portanto, é esperado que conselhos de administração que tenham proporções maiores de conselheiros independentes sejam mais eficazes no monitoramento e influenciem na qualidade dos relatórios financeiros (Al-Shammari, 2014). A partir disso, formulou-se a seguinte hipótese:

Hipótese 2: A proporção de conselheiros independentes no conselho de administração possui relação positiva com o nível de divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros.

O número de conselheiros independentes foi obtido através do formulário de referência, disponível no site da CVM, e sua proporção pode ser assim representada:

$$\text{Independência do conselho} = \frac{\text{Somatório do número de conselheiros independentes}}{\text{Total de membros do conselho de administração}}$$

d) Concentração de Propriedade ($CONPR_{i,t}$)

Atanasovski (2015) afirma que a estrutura de propriedade pode levar a administração da companhia a divulgar mais ou menos informações. Para Agyei-Mensah (2017) e Kim e Lee (2003), a concentração acionária influenciaria o nível de divulgação de informações de risco, pois os acionistas majoritários estariam mais interessados no desempenho econômico e

financeiro da entidade, quando comparado com os acionistas que possuem menor número de ações.

Quando há concentração de propriedade os custos de agência tendem a ser menores, do que em estruturas de capital pulverizadas. Isso ocorre porque os maiores acionistas da empresa conseguem participar mais ativamente do monitoramento e controle da companhia, assim haveria menos necessidade de divulgação de informações (Oliveira et al., 2011; Jensen & Meckling, 1976; Ntim et al., 2013).

Quando a estrutura de capital é pulverizada, os problemas de agência tendem a aumentar. Para os acionistas com menores proporções de capital, é mais difícil monitorar as atividades da administração, principalmente porque, em geral, o custo desse monitoramento tende a ser maior do que o retorno que os acionistas obteriam considerando o melhor desempenho da entidade. Por isso, seriam esperados maiores níveis de divulgação quando não há concentração de capital (Elshandidy & Neri, 2015; Oliveira et al., 2011; Taylor et al., 2008). A partir desses pressupostos, formulou-se a seguinte hipótese:

Hipótese 3: A concentração de propriedade possui relação negativa com o nível de divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros.

A variável concentração de capital foi obtida através do software Economática® e representa o somatório do percentual de ações dos três maiores acionistas da companhia. A escolha desta *proxy* foi baseada nos achados da pesquisa de Leal, Da Silva e Valadares (2002), que analisaram a estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras, não controladas pelo governo, listadas na BOVESPA no final de 1998.

Os resultados dessa pesquisa indicaram que, quando não há um acionista controlador, o maior acionista possui parte significativa dos direitos de votos e que, em geral, uma entidade é controlada pelos três maiores acionistas. A *proxy* da variável concentração de capital pode ser assim representada:

Concentração de propriedade = Somatório do percentual de ações dos três maiores acionistas
--

e) Dualidade do CEO ($DUCEO_{i,t}$)

Quando um indivíduo exerce a função de CEO combinada com a de ser o presidente do conselho de administração, existe uma concentração do poder de decisão, o que resulta em uma dualidade de papéis. Essa dualidade pode prejudicar a governança corporativa da companhia, principalmente no que se refere à divulgação de informações aos acionistas (Li et al., 2008; Al-Shammari, 2014; Ntim et al., 2013).

Segundo a teoria da agência, as funções combinadas na gestão da companhia podem colocar em risco a imparcialidade dos gestores, ou seja, o CEO pode apresentar comportamento oportunista devido a sua influência no conselho de administração. A partir disso, é provável que o profissional que exerça a dualidade de papéis esteja mais alinhado com a administração do que com os acionistas, o que pode impactar a redução de *disclosure* (Al-Shammari, 2014; Forker, 1992). Com base nesses pressupostos, formulou-se a seguinte hipótese:

Hipótese 4: A existência de dualidade do CEO na companhia possui relação negativa com o nível de divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros.

A variável dualidade do CEO foi obtida através do formulário de referência, disponível no site da CVM, e pode ser assim representada:

Dualidade do CEO = *Dummy* (1 = O presidente do conselho de administração e o CEO são a mesma pessoa, e 0 caso contrário).

f) Comitê de Auditoria ($COAUD_{i,t}$)

O comitê de auditoria tem como foco a confiabilidade e integridade das informações, objetivando proteger a entidade e as partes interessadas. Pode-se definir o comitê de auditoria como um órgão relevante no suporte ao conselho de administração, pois auxilia no monitoramento da qualidade das demonstrações financeiras, nos controles internos e no gerenciamento de risco (IBGC, 2017; Forker, 1992).

Considerando que o comitê de auditoria participa das escolhas sobre as políticas contábeis a serem utilizadas pela entidade, é esperado, portanto, que ter um comitê de auditoria influencie nos procedimentos tanto da elaboração quanto da divulgação dos relatórios financeiros (Khan, Muttakin, & Siddiqui, 2013).

Para Mangena e Pike (2005), o comitê de auditoria está associado a relatórios financeiros confiáveis, contribuindo para a redução de fraude ou erro. Desta forma, o comitê pode ser visto como um elemento relevante no processo de governança corporativa. A partir disso, formulou-se a seguinte hipótese:

Hipótese 5: A existência de comitê de auditoria na companhia possui relação positiva com o nível de divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros.

A variável comitê de auditoria foi obtida através do formulário de referência, disponível no site da CVM, e pode ser assim representada:

Comitê de auditoria = *Dummy* (1 = Existe comitê de auditoria na companhia e 0 caso contrário).

➤ **Variáveis independentes de controle**

g) Tamanho da companhia ($TAM_{i,t}$)

Segundo Costa et al. (2017), Hassan (2014), Birt, Rankin e Song (2013), Taylor et al. (2008), Hassan, Saleh e Rahman (2008), Ali, Ahmed e Henry (2004), Lopes e Rodrigues (2007), Wallace, Naser e Mora (1994), Inchausti (1997) e King, Pownall e Waymire (1990), é improvável que empresas de tamanhos distintos tenham os mesmos incentivos de divulgação de suas informações financeiras e patrimoniais.

Conforme Tauringana e Chithambo (2016), a elaboração e divulgação de informações têm um alto custo, por isso as empresas maiores, supostamente com mais recursos financeiros, conseguiriam produzir demonstrações contábeis mais abrangentes e detalhadas. Al-Shammari

(2014) e Inchausti (1997) também argumentam, de acordo com a teoria da agência, que as maiores empresas precisam divulgar mais informações para uma gama maior de usuários e que esse fato impactaria a redução tanto da assimetria de informação quanto dos custos de agência.

A variável ativo total foi escolhida neste estudo como a *proxy* de tamanho, com base nas pesquisas de Agyei-Mensah (2017), Costa et al. (2017), Hassan (2014), Birt et al. (2013), Taylor et al. (2008), Hassan et al. (2008), Lopes e Rodrigues (2007), Ali et al. (2004), Wallace et al. (1994) e Inchausti (1997) que também utilizaram a mesma para mensurar o tamanho das companhias que compunham a amostra. Essa variável foi obtida através do software Economática® e pode ser assim representada:

Tamanho = Log do Ativo total

h) Rentabilidade do Ativo ($ROA_{i,t}$)

De acordo com Pereira (2008) e Lanzana (2004), o desempenho das entidades influencia no nível de *disclosure* das demonstrações financeiras. Para Inchausti (1997), quanto maior o desempenho, maior será o nível de divulgação das informações sobre a posição financeira e patrimonial da entidade.

Wallace et al. (1994), Inchausti (1997), Pereira (2008) e Ali et al. (2004) argumentam que a administração tende a divulgar informações mais detalhadas das companhias quando essas demonstram bons resultados. Os gestores fariam isso com o objetivo de apoiar-se na continuidade de seus empregos e também em acordos de remuneração. Em suma, os gestores estão preocupados em dar boas notícias ao mercado para evitar possíveis desvalorizações no valor da empresa.

Na opinião de Al-Shammari (2014), a teoria da sinalização pode ser aplicada neste caso, pois níveis mais altos de rentabilidade podem indicar melhor gerenciamento de risco, por isso os gestores seriam motivados a sinalizar para o mercado, através da divulgação do relatório financeiro, seus sucessos na gestão da companhia.

A variável ROA foi escolhida neste estudo como a *proxy* de desempenho, com base nas pesquisas de Agyei-Mensah (2017), Costa et al. (2017), Hassan (2014), Ali et al. (2004), Lanzana (2004), Hassan et al. (2008) e Owusu-Ansah (1998), que também utilizaram a mesma para mensurar o desempenho das empresas da amostra. Os dados do lucro líquido e do ativo total, utilizados para o cálculo do ROA, foram obtidos através do software Economática®. A fórmula desta *proxy* de desempenho pode ser assim representada:

ROA = Lucro líquido / Ativo total médio

i) Alavancagem ($ALAV_{i,t}$)

Para Ali et al. (2004), Lopes e Rodrigues (2007) e Lanzana (2004), o aumento de recursos de capital de terceiros eleva os níveis de endividamento das empresas, impactando assim a transferência da riqueza dos acionistas para os credores, o que aumenta os custos de agência e o risco da companhia.

Enfatizam Lopes e Rodrigues (2007) que a conformidade com as normas internacionais de contabilidade e os altos níveis de divulgação das informações financeiras e patrimoniais podem ser considerados mecanismos para reduzir os custos de agências e a assimetria informacional. Diante disso, para Hassan et al. (2008), as empresas mais endividadas divulgariam mais informações para o mercado, objetivando atender as necessidades dos credores por informações a respeito da entidade.

Considerando a teoria da sinalização, Al-Shammari (2014) afirma que grandes entidades tendem a serem mais dependentes de recursos de terceiros, por isso elas seriam mais incentivadas a divulgar informações sobre risco, objetivando sinalizar aos usuários sua capacidade de cumprir com suas obrigações.

A variável alavancagem foi escolhida neste estudo como a *proxy* de endividamento, tendo como base as pesquisas de Birt et al. (2013), Mapurunga et al. (2011), Lanzana (2004), Hassan et al. (2008), Abraham e Cox (2007), Hassan (2014), Amran et al. (2009), Al-Shammari (2014), Lopes e Rodrigues (2007) e Taylor et al. (2008), que também utilizaram a mesma para mensurar o endividamento das empresas da amostra.

As informações sobre a dívida total (passivo circulante e não circulante) e o ativo total, utilizados para o cálculo da alavancagem, foram obtidos através do software Economática®. A fórmula desta *proxy* de endividamento pode ser assim representada:

$$\text{Alavancagem} = \text{Dívida total} / \text{Ativo total}$$

j) Ano de 2018 ($ANO2018_{i,t}$)

A mudança ou a implementação de uma nova norma pode ser um indicativo de que alterações no nível de divulgação de informações contábil-financeiras possam vir a ocorrer, principalmente quando a adoção da norma ainda é recente. No Brasil, os achados das pesquisas de Mapurunga et al. (2011), Santos et al. (2014) e Costa et al. (2017) reforçam essa questão.

O estudo de Mapurunga et al. (2011), por exemplo, investigaram o nível de divulgação de informações acerca de instrumentos financeiros derivativos, para uma amostra de empresas de 2009, com base no CPC 14 - Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação (Fase I), que foi aprovado pelo CPC em 2008, passando a vigorar no ano seguinte. Em suma, o resultado desta pesquisa apontou baixo nível de divulgação de informações sobre instrumentos financeiros.

Santos et al. (2014) pesquisaram o nível de conformidade das empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa com as divulgações requeridas pelas IFRS, no primeiro ano de sua adoção. Os autores apontaram baixo nível de divulgação de conformidade com as normas internacionais.

O estudo de Costa et al. (2017) foi realizado para uma amostra de empresas do ano de 2013 e investigou algumas exigências de divulgação do CPC 40 (R1) - Instrumentos Financeiros: Evidenciação, que foi aprovado pelo CPC em 2012, passando a vigorar no ano seguinte. Os achados dessa pesquisa também apontaram baixo nível de divulgação de informações.

A partir desses indicativos, esta pesquisa também testa a influência das alterações ocorridas na Norma Brasileira de Contabilidade NBC TG 40, que passaram a vigorar a partir de 1º de

janeiro de 2018, no nível de divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros. A *proxy* utilizada para mensurar a vigência de novos itens da norma foi uma *Dummy* que pode ser assim representada:

Ano de 2018 = *Dummy* (1 = Se o ano de divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos for 2018 e 0 caso contrário).

k) Segmento de listagem Novo Mercado ($NM_{i,t}$)

De acordo com Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012) o segmento de listagem Novo Mercado se destaca dos demais segmentos (Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2) por apresentar o nível máximo de governança corporativa da bolsa de valores brasileira. “Esse segmento especial implica a adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da divulgação de políticas e existência de estruturas de fiscalização e controle” (B3, 2020, p. 01).

Esse segmento está destinado à negociação de ações de entidades que aceitam divulgar voluntariamente práticas de governança corporativa adicionais às que já são exigidas pela lei brasileira. A criação desse segmento de listagem, nos anos 2000, tinha como objetivo formar um mercado que apresentasse menor grau de assimetria de informações e proporcionasse aumento da credibilidade dos usuários das informações contábil-financeiras, atraindo, assim, mais investimentos para o mercado de capitais (Moreiras, Tambosi Filho, & Garcia, 2012; Gonçalves, Weffort, Peleias, & Gonçalves, 2008; Aguiar, Corrar, & Batistella, 2004).

A partir disso, entende-se que companhias que estão listadas nesse segmento, devido às exigências de divulgação da B3, possuem o maior nível de divulgação de informações com o mercado financeiro, quando se compara com aos demais segmentos de listagem (Nascimento, Moura, De Luca, & Vasconcelos, 2013; Gonçalves et al., 2008).

Levando em conta esse aspecto e considerando que a adoção voluntária a esse segmento de listagem é uma das formas da B3 de segregar as companhias de acordo com cada perfil, a variável Novo Mercado foi considerada neste estudo como uma variável independente de controle. Tal dado foi obtido no site da B3 e pode ser assim representado:

Novo Mercado = *Dummy* (1 = Se a empresa está classificada no segmento de listagem do Novo Mercado e 0 caso contrário).

Na Tabela 3, é apresentado o resumo das variáveis do modelo, bem como os sinais esperados para cada variável independente.

Tabela 3. Variáveis do modelo econométrico

Sigla	Descrição	Estudos Anteriores	Associação Esperada
$DIVULG_{i,t}$	Nível de divulgação total dos riscos decorrentes de instrumentos financeiros	Agyei-Mensah (2017), Tauringana e Chithambo (2016) e Atanasovski (2015).	Variável Dependente
Variáveis independentes			
$TAC_{i,t}$	Somatório do número de membros do conselho de administração	Agyei-Mensah (2017), Zango, Kamardin e Ishak (2016), Elshandidy e Neri (2015), Al-Shammari (2014), Ntim et al. (2013), Elzahar e Hussainey (2012), Ntim, Opong e Danbolt (2012), Singh et al. (2004) e Abraham e Cox (2007).	+
$IC_{i,t}$	Somatório do número de conselheiros independentes / Total de membros do conselho de administração	Agyei-Mensah (2017), Tauringana e Chithambo (2016), Elshandidy e Neri (2015), Al-Shammari (2014), Ntim et al. (2013), Elzahar e Hussainey (2012), Oliveira et al. (2011), Lopes e Rodrigues (2007) e Singh et al. (2004).	+
$CONPR_{i,t}$	Somatório do percentual de ações dos três maiores acionistas	Agyei-Mensah (2017), Elshandidy e Neri (2015), Atanasovski (2015), Ntim et al. (2013), Oliveira et al. (2011), Taylor et al. (2008), Lopes e Rodrigues (2007) e Singh et al. (2004).	-
$DUCEO_{i,t}$	<i>Dummy</i> (1 = O presidente do conselho de administração e o CEO são a mesma pessoa, 0 caso contrário)	Elshandidy e Neri (2015), Al-Shammari (2014), Ntim et al. (2013), Khan, Muttakin e Siddiqui (2013), Soheilyfar, Tamimi, Ahmadi e Takhtaei (2014), Elzahar e Hussainey (2012) e Forker (1992).	-
$COAUD_{i,t}$	<i>Dummy</i> (1 = Existe comitê de auditoria na companhia, 0 caso contrário)	Agyei-Mensah (2017), Zango et al. (2016), Al-Shammari (2014), Mangena e Pike (2005), Forker (1992), Ho e Wong (2001) e Felo, Krishnamurthy e Solieri (2003).	+
Variáveis independentes de controle			
$TAM_{i,t}$	Log do Ativo total	Agyei-Mensah (2017), Costa et al. (2017), Elshandidy e Neri (2015), Atanasovski (2015), Hassan (2014), Birt et al. (2013), Taylor et al. (2008), Hassan et al. (2008), Lopes e Rodrigues (2007), Ali et al. (2004), Wallace et al. (1994) e Inchausti (1997).	+
$ROA_{i,t}$	Lucro líquido / Ativo total médio	Agyei-Mensah (2017), Costa et al. (2017), Hassan (2014), Ntim et al. (2013), Ali et al. (2004), Lanzana (2004), Hassan et al. (2008) e Owusu-Ansah (1998).	+

Tabela 3. Variáveis do modelo econométrico (continuação)

Sigla	Descrição	Estudos Anteriores	Associação Esperada
Variáveis independentes de controle			
$ALAV_{i,t}$	Dívida total / Ativo total	Al-Shammari (2014), Birt et al. (2013), Ntim et al. (2013), Mapurunga et al. (2011), Amran et al. (2009), Hassan et al. (2008), Taylor et al. (2008) e Abraham e Cox (2007).	+
$ANO2018_{i,t}$	<i>Dummy</i> (1 = Se o ano de divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos for 2018 e 0 caso contrário)	Contribuição da pesquisa	-
$NM_{i,t}$	<i>Dummy</i> (1 = Se empresa está classificada no segmento de listagem do Novo Mercado e 0 caso contrário)	Moreiras et al. (2012), Nascimento et al. (2013), Gallon, Beuren e Hein (2008) e Beiruth, Brugni, Fávero e Goes (2014).	+

Fonte: Elaborada pela autora.

Em suma, para as variáveis de interesse que se referem aos determinantes da governança corporativa, espera-se sinal positivo para TAC, IC e COAUD, o que equivale dizer, quanto maior o valor dessas variáveis, maior será o nível de divulgação de informações de risco. E, para as variáveis CONPR e DUCCEO, espera-se sinal negativo, portanto, quanto maior o valor dessas variáveis, menor será o nível de divulgação de informações de risco.

3.4 Abordagem Estatística

3.4.1 Estatística Descritiva

Antes da aplicação de modelagem econométrica aos dados do estudo, faz-se necessária a utilização da estatística descritiva para que se possa analisar os comportamentos das variáveis amostradas. A estatística descritiva é composta por gráficos que evidenciam o comportamento das variáveis estudadas ao longo do tempo. Além disso, neste trabalho, são utilizadas medidas de resumo e variabilidade com o intuito de evidenciar possíveis tendências nos comportamentos das variáveis ao longo do período de análise.

Esta pesquisa também faz uso do teste de médias objetivando verificar a existência de diferenças estatisticamente significativas entre segregações específicas da amostra. As principais partições consideradas nesse estudo, que contribuem para responder aos objetivos específicos, se referem aos setores que integram a amostra, os níveis de governança

corporativa e os períodos que antecedem e sucedem a adoção da norma NBC TG 40 (R3) - Instrumentos Financeiros: Evidenciação.

Nos testes estatísticos de diferenças de médias, pode-se utilizar o teste *t-Student* ou o teste não paramétrico de Mann-Whitney, quando se deseja comparar dois grupos não pareados (independentes). A diferença entre ambos os testes se deve à pressuposição de normalidade dos dados, evidenciada pelo teste de *t-Student* e o relaxamento de tal exigência pelo teste de Mann-Whitney que, devido a isso, corresponde ao teste não paramétrico. Caso haja interesse em se verificar a diferença entre mais de dois grupos não pareados, deve-se utilizar o teste de Kruskal Wallis, que é a versão do teste de Mann Whitney quando se deseja comparar mais de dois grupos (Siegel & Castellan, 2006).

Portanto, no teste de Kruskal Wallis, a verificação de existência estatisticamente significativa não se dá aos pares como no teste de Mann-Whitney; o objetivo é testar a hipótese nula de que todos os grupos possuem funções de distribuições iguais contra a hipótese alternativa de que ao menos um dos grupos possui função de distribuição diferente, ou seja, pelo menos um grupo é diferente dos demais (Siegel & Castellan, 2006).

3.4.2 Métodos Econométricos

Objetivando identificar os determinantes da governança corporativa que influenciam na divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros, das companhias não financeiras listadas na B3, no período de 2016 a 2018, faz-se necessária a utilização de um modelo de regressão múltipla. Essa técnica é adequada quando se almeja antecipar as mudanças na variável dependente, resultantes das alterações nas variáveis explicativas, abordando para tal uma *proxy* dependente associada a duas ou mais variáveis independentes (Hair, Black, Babin, Anderson, & Tatham, 2009).

Os dados que compõem esta regressão múltipla são classificados como dados em painel, que, de acordo com Baltagi (2005), se refere ao conjunto de informações observadas de unidades amostrais como famílias, países, empresas, entre outros, agrupadas em uma seção transversal no decorrer do tempo. Corroborando esse conceito, Wooldridge (2002) afirma que dados em painel é uma mescla entre séries temporais e *cross-section*, o que torna essa metodologia adequada para se estudar fatores que se relacionam no tempo e no espaço.

Segundo Cameron e Trivedi (2005), a técnica de dados em painel expressa vantagens em comparação às demais metodologias, evidenciadas por: elevação da precisão na estimação dos parâmetros, que é resultante do aumento no número de observações como consequência da combinação de vários períodos de tempo para cada indivíduo; e estimação consistente do modelo de efeitos fixos, pela análise da heterogeneidade individual não observada. Conforme Greene (2003), os parâmetros do modelo de dados em painel, apresentado pela equação 1, dada a seguir, podem ser estimados por três abordagens a saber: *Pooled*, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios.

$$y_{it} = x'_{it}\beta + z'_i\alpha + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

em que y_{it} se refere à variável resposta; x_{it} representa um vetor de dimensão $(k \times 1)$ composto por k variáveis explicativas; β é o vetor de parâmetros; $z_i\alpha$ é o termo associado à heterogeneidade não observada; e ε_{it} , o termo de erro. Complementando, i representa a i -ésima unidade amostral; n , o número de observações da amostra; e t , o t -ésimo período.

- **Modelo *Pooled***

De acordo com Baum (2006) e Greene (2003), no modelo *Pooled* a heterogeneidade não observada é desconsiderada, ou seja, assume-se que z_i possui apenas o termo constante, o que determina que os parâmetros α e β desta abordagem possam ser estimados de maneira eficiente pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Porém, segundo Gujarati e Porter (2011), para que esta estimativa seja realmente consistente e eficiente, é necessário que se atenda os pressupostos de adequabilidade do modelo.

Os pressupostos citados por Heij, De Boer, Franses, Kloek e Van Dijk (2004) são: os erros são variáveis aleatórias com média igual a 0; os resíduos são homocedásticos (variância dos resíduos é constante); há ausência de correlação em todos os pares de resíduos que integram o modelo; pressuposição de que todas as n observações são independentes do termo de erro; linearidade dos parâmetros do modelo (exigência de que a variável resposta se relacione de forma linear nos parâmetros α e β) e, por fim, assume-se que os resíduos são normalmente distribuídos.

São acrescentadas às pressuposições anteriormente descritas a necessidade de superioridade do número de observações comparativamente ao número de parâmetros a serem estimados pelo modelo proposto e a inexistência de multicolinearidade entre as variáveis independentes, variabilidade das variáveis explicativas e a correta especificação do modelo (Gujarati & Porter, 2011).

Neste contexto, faz-se necessária a verificação de todos os pressupostos, anteriormente citados, por meio de testes estatísticos apropriados, conforme descrito abaixo, para avaliar a adequabilidade do modelo *Pooled*.

- **Modelo de Efeitos Fixos**

Quando a heterogeneidade não observada está presente e correlacionada com as variáveis explicativas, é preciso que os efeitos dessas variáveis sejam estimados pela abordagem de Efeitos Fixos, uma vez que os parâmetros advindos de MQO, nesse caso, seriam tendenciosos e inconsistentes (Cameron & Trivedi, 2005). Neste sentido, Wooldridge (2002) afirma que, no modelo de Efeitos Fixos, o intercepto pode ser diferente entre os indivíduos, o que busca controlar os efeitos das variáveis omitidas, porém assume-se que o intercepto é invariante no tempo.

A abordagem de Efeitos Fixos possui algumas desvantagens evidenciadas por Gujarati e Porter (2011): o problema de falta de graus de liberdade e multicolinearidade originados pela inserção de um grande número de variáveis *dummy* no modelo proposto; e a incapacidade de identificação, por parte do modelo, dos efeitos dos parâmetros que não variam no tempo.

- **Modelo de Efeitos Aleatórios**

Os modelos Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios diferem-se em relação à forma como as variáveis independentes do modelo estão relacionadas à heterogeneidade não observada (componente do termo de erro do modelo). A abordagem de Efeitos Fixos pressupõe a existência de correlação entre os regressores e o erro específico. Diferentemente da abordagem anterior, a modelagem Efeitos Aleatórios considera a inexistência de correlação entre os regressores e a heterogeneidade não observada (Wooldridge, 2002).

- **Modelo de Mínimos Quadrados Generalizados (*Generalized Least Square_GLS*)**

A abordagem de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS) é aplicada quando se verifica o problema de ausência de variância constante dos termos de erro do modelo proposto (presença de heterocedasticidade) e/ou quando é verificada a presença de correlação entre os resíduos do modelo (Wooldridge, 2002).

É possível verificar que os parâmetros estimados pela abordagem de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS) possuem como característica apresentar melhores estimações lineares não tendenciosas para os parâmetros de interesse (Baum, 2001).

- **Teste de adequabilidade dos modelos de dados em painel**

A escolha entre as abordagens *Pooled*, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios se dá por meio da aplicação de testes estatísticos específicos. O teste de Chow detecta a viabilidade entre as metodologias *Pooled* e Efeitos Fixos, e apresenta em sua hipótese nula a consideração e adequabilidade da metodologia *Pooled*. O teste de Breusch-Pagan evidencia a adequação entre as modelagens *Pooled* e o Efeito Aleatório; analogamente ao teste anterior, a hipótese nula pressupõe a viabilidade do *Pooled* (Greene, 2003).

A verificação de adequabilidade entre as abordagens Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios é evidenciada por meio do teste Hausman que, em sua hipótese nula, pressupõe como metodologia adequada o modelo de Efeitos Aleatórios para estimação dos parâmetros do modelo proposto (Greene, 2003).

A adequabilidade das abordagens *Pooled*, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios está vinculada à ausência de heterocedasticidade e autocorrelação dos termos de erro do modelo. O não atendimento a esse pressuposto exigido por essas abordagens determina que sejam utilizadas abordagens alternativas que objetivam a mitigação de tais problemas. A verificação da existência de heterocedasticidade é feita por meio do teste de Breusch-Pagan modificado, que apresenta como pressuposição em sua hipótese nula a homocedasticidade dos resíduos do modelo (Greene, 2003).

O teste de Woodridge é usado para detectar a presença de autocorrelação nos resíduos do modelo e, em sua hipótese nula, considera a inexistência de autocorrelação dos resíduos do modelo estimado. A presença dos problemas de heterocedasticidade e/ou autocorrelação determina a viabilidade da abordagem de Método dos Mínimos Quadrados Generalizados (GLS). Essa modelagem corresponde a uma alternativa aos modelos de Efeitos Fixos e Aleatórios, que apresentam problemas de heterocedasticidade e/ou autocorrelação dos resíduos (Baum, 2001).

Nesse contexto, com vistas a responder ao objetivo geral proposto, este estudo estimou o seguinte modelo econométrico de dados em painel:

$$DIVULG_{i,t} = \beta_1 TAC_{i,t} + \beta_2 IC_{i,t} + \beta_3 CONPR_{i,t} + \beta_4 DUCCEO_{i,t} + \beta_5 COAUD_{i,t} + \beta_6 TAM_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 ALAV_{i,t} + \beta_9 ANO2018_{i,t} + \beta_{10} NM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

▪ **Variável dependente**

$DIVULG_{i,t}$: Nível de divulgação da natureza e extensão dos riscos decorrentes de instrumentos financeiros.

▪ **Variável independente (determinantes de governança corporativa)**

$TAC_{i,t}$: Tamanho do conselho de administração;

$IC_{i,t}$: Independência do conselho;

$CONPR_{i,t}$: Concentração de propriedade na empresa;

$DUCCEO_{i,t}$: Variável *dummy* se o presidente do conselho de administração e o CEO forem a mesma pessoa;

$COAUD_{i,t}$: Variável *dummy* para existência de comitê de auditoria na empresa.

▪ **Variáveis independentes de controle**

$TAM_{i,t}$: Log do ativo total;

$ROA_{i,t}$: Retorno sobre o ativo;

$ALAV_{i,t}$: Alavancagem;

$ANO2018_{i,t}$: Variável *dummy* para o ano de 2018;

$NM_{i,t}$: Variável *dummy* para empresas classificadas no segmento de listagem do Novo Mercado.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados os resultados dos procedimentos metodológicos utilizados para os dados que integram a amostra deste estudo. Esse tópico subdivide-se nas seguintes partes: (i) descrição dos dados do estudo; (ii) testes de normalidade e diferença de médias dos dados amostrados; e (iii) estimação dos modelos econométricos.

4.1 Descrição dos Dados do Estudo

Na Figura 4, apresentada abaixo, são evidenciados os gráficos de linha que demonstram o comportamento das variáveis analisadas neste estudo. A variável nível de divulgação total da natureza e extensão dos riscos de crédito, liquidez e mercado (DIVULG), no período de 2016 a 2017, apresenta um comportamento ascendente. Entretanto, a partir do ano de 2017, o nível de divulgação começa a diminuir. O período dessa redução é compatível com o início da vigência da NBC TG 40 (R3). Considerando a oscilação do nível de divulgação e baseando-se nos achados das pesquisas de Mapurunga et al. (2011), Santos et al. (2014) e Costa et al. (2017), supõe-se que a adoção dessa norma influenciou o nível de divulgação de informações de risco.

Com relação às variáveis de governança corporativa IC, DUCEO e COAUD, essas apresentam comportamento ascendente em todo o período de análise. Porém, para as demais variáveis de governança TAC e CONPR, identifica-se tendência de decréscimo no período observado.

O comportamento crescente da variável proporção de conselheiros independentes no conselho de administração (IC), observada pelo gráfico, pode ser um indicativo do bom desempenho do conselho no monitoramento da entidade. Conforme já afirmava Tauringana e Chithambo (2016), Elshandidy e Neri (2015) e Al-Shammari (2014), a proporção de conselheiros independentes está relacionada com a eficácia do conselho de administração em desempenhar suas funções. No ano de 2016, por exemplo, 87% das empresas da amostra possuíam no mínimo 1 (um) membro independente no conselho de administração, e, nos anos seguintes, essa proporção passa a ser aproximadamente de 92%.

A variável dualidade do CEO (DUCEO), embora apresente comportamento ascendente ao longo dos anos, verifica-se que a proporção de empresas nas quais o presidente do conselho de administração também exerce a função de CEO é baixa, ou seja, pouco representativa quando se compara ao total de empresas amostradas. No ano de 2017, apenas 2,5% das empresas da amostra possuíam profissionais que exerciam dupla função, e, no ano de 2018, apenas 4,88%. Adicionalmente, no ano de 2016 não foi encontrado dualidade do CEO. Essas análises sugerem que a maioria das empresas que compõem a amostra deste estudo se preocupam com a segregação de função entre o presidente da empresa e o CEO.

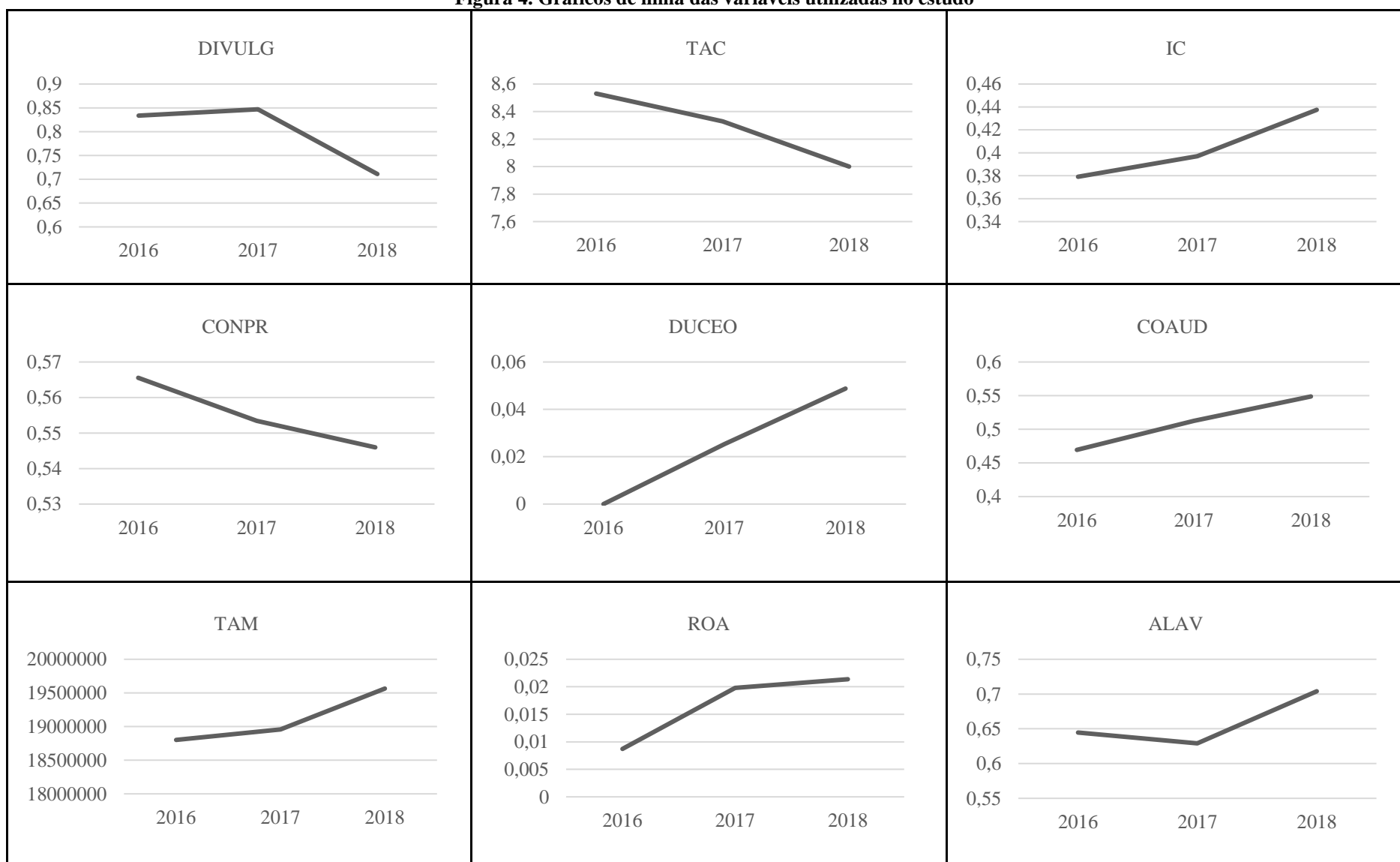
No que se refere ao comitê de auditoria (COAUD), ressalta-se que até 2017 era facultativa sua criação para todos os segmentos de listagem da B3 (Novo mercado, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2). A partir de 2018, a criação do comitê de auditoria tornou-se obrigatória apenas para as entidades que estivessem listadas no segmento Novo Mercado. Porém, independentemente do segmento de listagem ou da obrigatoriedade da criação do comitê, observa-se pelo gráfico uma tendência de crescimento ao longo dos anos no número de empresas com comitê de auditoria, o que sugere a possibilidade das companhias estarem se preocupando cada vez mais em dar maior suporte ao conselho de administração.

A análise gráfica da variável tamanho do conselho de administração (TAC) aponta tendência de decréscimo ao longo dos anos. A suposta redução da quantidade média de membros do conselho de administração, além da possibilidade de representar uma redução de custos para a companhia, também pode ser um indicativo, conforme já afirmava Jensen (1993), de que conselhos menores poderiam ser mais eficazes no monitoramento da entidade.

A variável concentração de propriedade (CONPR) também apontou tendência de decréscimo nos períodos analisados. A aparente redução pode ser um indicativo da pulverização do capital social, que, na visão de Brandão e Crisóstomo (2015), pode favorecer a qualidade da governança corporativa. Em geral, a estrutura de capital das companhias brasileiras é caracterizada pela concentração de propriedade (Caixe & Krauter, 2013). Constata-se, nos períodos analisados, que os três maiores acionistas das companhias amostradas possuem em média 55% das ações, o que, comparativamente a outros mercados de capitais, reforça a afirmativa de Caixe e Krauter (2013) sobre a concentração de propriedade no Brasil.

As variáveis tamanho da companhia (TAM) e o retorno sobre o ativo (ROA) apresentaram tendências de crescimento para os períodos observados, o que indica melhora na situação patrimonial e econômica das entidades. Porém, a variável alavancagem (ALAV) não apresentou o mesmo comportamento, sugerindo que as companhias ficaram mais endividadas entre o período de 2017 e 2018.

Figura 4. Gráficos de linha das variáveis utilizadas no estudo



Fonte: Dados da Pesquisa

As tabelas a seguir evidenciam as estatísticas descritivas dos dados amostrados, primeiramente para a divulgação total dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros e posteriormente para a divulgação dos riscos por natureza (risco de crédito, liquidez e mercado). Para cada tipo de divulgação (total e por natureza), foi realizada a segregação por nível de governança corporativa, período anterior e posterior a NBC TG 40 (R3), e por setor econômico.

A análise das tabelas permite verificar que os índices de divulgação, de forma geral, não apresentam alta dispersão dos dados em relação aos seus valores médios (baixo coeficiente de variação). Esse achado permite inferir que os níveis de divulgação analisados estão concentrados em torno de seus valores médios.

A Tabela 4 apresenta a análise descritiva do nível de divulgação total dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros. Verifica-se que as companhias listadas na B3 divulgam em média 80% das informações sobre os riscos que decorrem dos instrumentos financeiros. Segundo os critérios de classificação dos níveis de divulgação, abordados na pesquisa de Nascimento, Guerra, Fernandes e Colauto (2010), a média de 80% de divulgação enquadrar-se-ia como informações divulgadas parcialmente.

Nesse sentido, embora esse índice esteja próximo do nível de divulgação esperado (100%), pelo Conselho Federal de Contabilidade, constata-se que as empresas não financeiras de capital aberto, que estão em algum segmento de listagem da B3, ainda não cumprem todos os itens obrigatórios exigidos pela norma de evidenciação dos instrumentos financeiros, no que se refere a assuntos relacionados à natureza e extensão dos riscos. Esse achado pode ser um indicativo de que os usuários das demonstrações financeiras não possuem todas as informações, julgadas pelos órgãos reguladores de assuntos contábeis como fundamentais para o entendimento da exposição da entidade a riscos e como ela os gerenciam.

Comparativamente a outras pesquisas empíricas, que também analisaram a divulgação dos instrumentos financeiros, a saber, Atanasovski (2015) apurou uma média de 63%, Birt et al. (2013) identificaram uma média de divulgação de 57%, Agyei-Mensah (2017) encontrou uma média de 53% e o estudo de Tauringana e Chithambo (2016) encontrou uma média 40%, observa-se que o nível de divulgação de informações de risco, mesmo se baseando na mesma norma contábil, ainda que em períodos diferentes, pode variar entre países.

Com relação a essa divulgação, verifica-se que a maioria das empresas amostradas estão classificadas no segmento de listagem Novo Mercado (331), entretanto a maior média de divulgação parece não se evidenciar para esse tipo de classificação de governança corporativa. As empresas classificadas no segmento de listagem Nível 2 são as que apresentam maiores níveis médios de divulgação de informações sobre riscos (0,88).

No que tange à regulamentação da norma de divulgação de informações sobre os instrumentos financeiros, verifica-se que, no período de 2016 e 2017, ano de vigência da NBC TG 40 (R2), as empresas amostradas parecem apresentar maior nível médio de divulgação (0,84). Com a vigência da NBC TG 40 (R3), a partir de 2018, verifica-se que o nível médio de divulgação passa a ser 0,71.

Com relação aos setores econômicos, nos quais as empresas amostradas atuam, observa-se que a maior média de divulgação é para o setor de Saúde (0,84) e Utilidade Pública (0,83). O menor nível médio de divulgação de informações de risco é evidenciado no setor de Telecomunicações (0,64).

Tabela 4. Divulgação total dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros

<i>Índice de divulgação segregado por nível de governança corporativa</i>							
	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Máximo</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>CV</i>	<i>Quantidade</i>
Nível 2	0,88	0,93	1,00	0,52	0,13	14,29%	40
Bovespa Mais Nível 2	0,83	0,76	1,00	0,71	0,15	18,55%	3
Nível 1	0,83	0,86	1,00	0,38	0,15	18,60%	61
Novo mercado	0,79	0,84	1,00	0,19	0,18	23,30%	331
Bovespa Mais	0,72	0,75	1,00	0,09	0,26	36,01%	34
Total	0,80	0,86	1,00	0,09	0,18	23,21%	469
<i>Índice de divulgação segregado por regulamentação NBC TG 40</i>							
	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Máximo</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>CV</i>	<i>Quantidade</i>
NBC TG 40 (R2)	0,84	0,92	1,00	0,17	0,17	20,27%	305
NBC TG 40 (R3)	0,71	0,72	1,00	0,09	0,18	25,43%	164
<i>Índice de divulgação segregado por setor econômico</i>							
	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Máximo</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>CV</i>	<i>Quantidade</i>
Saúde	0,84	0,86	1,00	0,52	0,13	15,90%	34
Utilidade Pública	0,83	0,86	1,00	0,38	0,15	17,88%	77
Consumo não Cíclico	0,81	0,89	1,00	0,19	0,21	25,90%	44
Materiais Básicos	0,80	0,87	1,00	0,33	0,20	25,33%	41
Bens Industriais	0,79	0,82	1,00	0,33	0,18	22,55%	81
Consumo Cíclico	0,78	0,86	1,00	0,09	0,21	26,16%	147
Tecnologia da Informação	0,76	0,73	0,93	0,48	0,15	20,12%	17
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0,75	0,76	1,00	0,33	0,17	22,84%	19
Telecomunicações	0,64	0,62	0,79	0,53	0,12	18,37%	6
Outros	0,60	0,62	0,62	0,57	0,03	4,22%	3

Fonte: Dados da Pesquisa.

CV = Coeficiente de variação.

A Tabela 5 apresenta informações sobre a divulgação do risco de crédito, por nível de governança, regulamentação e também por setor. A média de divulgação de informações a respeito do risco de crédito, para as empresas listadas na B3, considerando o período analisado, foi de 71%. Com base nesse percentual médio de divulgação, pode-se inferir que as companhias não estão divulgando, em sua totalidade, conforme critérios da norma, informações que permitam que os usuários das demonstrações financeiras compreendam como são as práticas de gerenciamento de risco de crédito, utilizadas pela entidade, as exposições a riscos de crédito e as informações qualitativas e quantitativas a respeito dos valores que resultaram de perdas de crédito esperadas.

Para esse tipo de divulgação, o estudo de Birt et al. (2013) encontrou uma média de 52%; Dantas, Rodrigues, Rodrigues e Capelletto (2010) apuraram uma média de 36%; e Tauringana e Chithambo (2016) encontraram uma média 20% de conformidade dos itens divulgados com aqueles exigidos pela norma. Esses achados sugerem que o nível de divulgação de informações sobre o risco de crédito pode oscilar, a depender do país e da característica das empresas amostradas.

No que tange ao segmento de listagem, conforme pode ser observado, o Nível 2 parece, novamente, evidenciar o maior nível de divulgação de informações (0,79). O menor nível de divulgação a respeito desse assunto é evidenciado para as empresas classificadas no segmento Bovespa Mais (0,65).

Com relação à regulamentação da NBC TG 40, verifica-se que, durante a vigência da revisão 2, o nível de divulgação de informações sobre o risco de crédito era em média de 0,78. Após a vigência da revisão 3, que incluiu novas exigências de divulgação para os assuntos, como: (i) Práticas de gerenciamento de risco de crédito; (ii) Informações qualitativas e quantitativas sobre valores resultantes de perdas de crédito esperadas; e (iii) Exposição a risco de crédito, há indicativos de que o nível de divulgação tenha sofrido redução (0,57).

Ademais, pode-se identificar que as empresas que atuam nos setores de Saúde (0,79) e Materiais Básicos (0,76) apresentam os maiores níveis médios de divulgação de informações sobre o risco de crédito. Os menores níveis médios de divulgação são percebidos no setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis (0,62).

Tabela 5. Divulgação dos riscos de crédito

<i>Índice de divulgação segregado por nível de governança corporativa</i>							
	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Máximo</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>CV</i>	<i>Quantidade</i>
Nível 2	0,79	0,75	1,00	0,36	0,20	25,73%	40
Nível 1	0,73	0,75	1,00	0,17	0,23	31,53%	61
Novo mercado	0,70	0,75	1,00	0,07	0,25	35,05%	331
Bovespa Mais Nível 2	0,67	0,55	1,00	0,45	0,29	43,83%	3
Bovespa Mais	0,65	0,75	1,00	0,00	0,32	49,42%	34
Total	0,71	0,75	1,00	0,00	0,25	34,98%	469
<i>Índice de divulgação segregado por regulamentação NBC TG 40</i>							
	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Máximo</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>CV</i>	<i>Quantidade</i>
NBC TG 40 (R2)	0,78	0,75	1,00	0,00	0,22	28,18%	305
NBC TG 40 (R3)	0,57	0,56	1,00	0,00	0,24	42,15%	164
<i>Índice de divulgação segregado por setor econômico</i>							
	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Máximo</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>CV</i>	<i>Quantidade</i>
Saúde	0,79	0,75	1,00	0,36	0,18	22,43%	34
Materiais Básicos	0,76	0,75	1,00	0,22	0,23	30,29%	41
Consumo não Cíclico	0,73	0,75	1,00	0,18	0,24	33,35%	44
Utilidade Pública	0,71	0,75	1,00	0,17	0,23	32,80%	77
Tecnologia da Informação	0,70	0,75	1,00	0,27	0,19	26,97%	17
Consumo Cíclico	0,69	0,75	1,00	0,00	0,26	37,87%	147
Bens Industriais	0,68	0,75	1,00	0,08	0,27	40,53%	81
Telecomunicações	0,65	0,75	0,75	0,36	0,16	25,03%	6
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0,62	0,63	1,00	0,27	0,26	41,77%	19
Outros	0,87	1,00	1,00	0,60	0,23	26,65%	3

Fonte: Dados da Pesquisa.

CV = Coeficiente de variação.

A Tabela 6 apresenta informações sobre a divulgação do risco de liquidez. A média de divulgação de informações a respeito desse assunto, para as empresas listadas na B3, considerando o período analisado, foi de 85%. Embora esse índice esteja próximo do nível de divulgação esperado (100%), pelo Conselho Federal de Contabilidade, apurou-se que diversos requisitos obrigatórios não foram divulgados em notas explicativas.

Esses requisitos, em geral, estavam relacionados a assuntos que apresentariam aos usuários das demonstrações financeiras informações de como: (i) os riscos de liquidez surgem; (ii) quais eram os objetivos, políticas e processos para gerenciá-los; (iii) métodos que haviam sido utilizados para mensurá-los; (iv) informações quantitativas sobre a exposição aos riscos; e (v) uma análise dos prazos de vencimentos dos passivos financeiros. Esses achados sugerem, portanto, que as companhias brasileiras de capital aberto, que estão em algum segmento de listagem da B3, carecem de melhorias na divulgação de informações para esse tipo de risco, considerado como fundamental para o entendimento de possíveis dificuldades, da entidade, em cumprir as obrigações financeiras assumidas.

Comparativamente a outros estudos, os resultados da pesquisa de Birt et al. (2013) apontaram uma média de 61% de divulgação de informações sobre risco de liquidez, e Tauringana e Chithambo (2016) encontraram uma média de 5%. Esses achados indicam que o nível de divulgação de informações sobre o risco de liquidez pode oscilar, a depender do país e da característica das empresas amostradas.

Na análise da Tabela 6, também é possível verificar que as companhias do segmento de listagem Bovespa Mais Nível 2 (1,00) e o Nível 2 (0,98) apresentam os maiores níveis de divulgação de informações a respeito do risco de liquidez, e o menor nível está atrelado ao segmento Bovespa Mais (0,79).

Com a entrada em vigor da NBC TG 40 (R3), no que tange ao risco de liquidez, parece que não se evidenciaram mudanças nesse tipo de divulgação de risco, pois os níveis médios de divulgação (0,85) permaneceram inalterados.

As empresas que apresentaram o maior nível médio de divulgação de informações de risco de liquidez atuam nos setores de Utilidade Pública (0,95) e Materiais Básicos (0,90). O menor nível de divulgação está relacionado a empresas do setor de Telecomunicações (0,48).

Tabela 6. Divulgação dos riscos de liquidez

<i>Índice de divulgação segregado por nível de governança corporativa</i>							
	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Máximo</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>CV</i>	<i>Quantidade</i>
Bovespa Mais Nível 2	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00%	3
Nível 2	0,98	1,00	1,00	0,80	0,06	6,43%	40
Nível 1	0,88	1,00	1,00	0,40	0,17	19,49%	61
Novo mercado	0,83	1,00	1,00	0,00	0,29	35,25%	331
Bovespa Mais	0,79	1,00	1,00	0,40	0,24	30,68%	34
Total	0,85	1,00	1,00	0,00	0,27	31,39%	469
<i>Índice de divulgação segregado por regulamentação NBC TG 40</i>							
	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Máximo</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>CV</i>	<i>Quantidade</i>
NBC TG 40 (R2)	0,85	1,00	1,00	0,00	0,27	31,90%	305
NBC TG 40 (R3)	0,85	1,00	1,00	0,00	0,26	30,51%	164
<i>Índice de divulgação segregado por setor econômico</i>							
	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Máximo</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>CV</i>	<i>Quantidade</i>
Utilidade Pública	0,95	1,00	1,00	0,40	0,14	15,04%	77
Materiais Básicos	0,90	1,00	1,00	0,33	0,18	19,57%	41
Bens Industriais	0,85	1,00	1,00	0,00	0,28	33,08%	81
Consumo Cíclico	0,83	1,00	1,00	0,00	0,30	36,81%	147
Saúde	0,83	1,00	1,00	0,20	0,25	30,10%	34
Consumo não Cíclico	0,81	1,00	1,00	0,00	0,31	38,57%	44
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0,80	0,75	1,00	0,40	0,21	26,72%	19
Tecnologia da Informação	0,80	1,00	1,00	0,50	0,22	27,60%	17
Telecomunicações	0,48	0,60	0,75	0,17	0,25	52,02%	6
Outros	0,50	0,50	0,50	0,50	0,00	0,00%	3

Fonte: Dados da Pesquisa.

CV = Coeficiente de variação.

A Tabela 7 apresenta informações sobre a divulgação do risco de mercado. A média de divulgação de informações a respeito desse assunto, para as empresas listadas na B3, considerando o período analisado, foi de 91%. Embora esse índice esteja próximo do nível de divulgação esperado (100%), pelo Conselho Federal de Contabilidade, apurou-se que algumas informações obrigatórias não foram divulgadas em notas explicativas, tais como: (i) o surgimento do risco de mercado; (ii) quais os objetivos, políticas e processos para gerenciar esse risco; (iii) métodos utilizados para a mensuração do risco; (iv) informações quantitativas sobre a exposição ao risco de mercado; e (v) a análise de sensibilidade.

Comparativamente a outros estudos, Birt et al. (2013) encontraram uma média de 59% de divulgação de informações sobre risco de mercado, Costa et al. (2017) encontraram uma média de 48%, e Taurigana e Chithambo (2016) encontraram uma média 15%. Esses achados sugerem que o nível de divulgação de informações sobre o risco de mercado pode oscilar, a depender do país e da característica das empresas amostradas.

Adicionalmente, baseando-se nos achados da pesquisa, supõe-se que o nível médio de divulgação de informações a respeito do risco de mercado pode ser um indicativo de que empresas não financeiras de capital aberto, que estão em algum segmento de listagem da B3, enfatizam mais divulgações do risco de mercado do que informações a respeito do risco de crédito ou de liquidez.

Quando se trata da divulgação por segmento de listagem, verifica-se que a maior divulgação é percebida para as empresas classificadas no segmento de listagem Bovespa Mais Nível 2 (1,00), seguido dos segmentos Nível 2 (0,93) e Nível 1 (0,93), e, a priori, parece que não se evidenciaram mudanças nesses dois níveis. A menor divulgação de risco é percebida para o segmento Bovespa Mais (0,79), analogamente ao que foi evidenciado para todos os outros tipos de riscos aqui apresentados.

Com a entrada em vigor da NBC TG 40 (R3), no que tange ao risco de mercado, parece que não se evidenciaram mudanças nesse tipo de divulgação de risco, pois os níveis médios de divulgação (0,91) permaneceram inalterados.

Por fim, em relação ao setor de atuação, verifica-se uma maior divulgação de informações de risco de mercado por parte das empresas inseridas nos setores Consumo não Cíclico (0,95), Petróleo, Gás e Biocombustíveis (0,94), Utilidade Pública (0,94) e Saúde (0,94). Os menores níveis de divulgação estão vinculados a empresas atuantes no setor de Materiais Básicos (0,84) e Tecnologia da Informação (0,84).

Tabela 7. Divulgação dos riscos de mercado

<i>Índice de divulgação segregado por nível de governança corporativa</i>							
	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Máximo</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>CV</i>	<i>Quantidade</i>
Bovespa Mais Nível 2	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00%	3
Nível 2	0,93	1,00	1,00	0,43	0,15	16,18%	40
Nível 1	0,93	1,00	1,00	0,60	0,12	12,47%	61
Novo mercado	0,92	1,00	1,00	0,00	0,17	18,25%	328
Bovespa Mais	0,79	1,00	1,00	0,00	0,33	41,41%	34
Total	0,91	1,00	1,00	0,00	0,18	19,68%	466
<i>Índice de divulgação segregado por regulamentação NBC TG 40</i>							
	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Máximo</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>CV</i>	<i>Quantidade</i>
NBC TG 40 (R2)	0,91	1,00	1,00	0,00	0,18	19,44%	303
NBC TG 40 (R3)	0,91	1,00	1,00	0,00	0,18	20,19%	163
<i>Índice de divulgação segregado por setor econômico</i>							
	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Máximo</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>CV</i>	<i>Quantidade</i>
Consumo não Cíclico	0,95	1,00	1,00	0,40	0,16	16,68%	44
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0,94	1,00	1,00	0,40	0,15	16,00%	19
Utilidade Pública	0,94	1,00	1,00	0,43	0,14	14,69%	77
Saúde	0,94	1,00	1,00	0,60	0,14	14,63%	34
Bens Industriais	0,93	1,00	1,00	0,57	0,12	13,40%	81
Consumo Cíclico	0,90	1,00	1,00	0,00	0,19	21,20%	144
Telecomunicações	0,90	0,90	1,00	0,80	0,11	12,17%	6
Materiais Básicos	0,84	1,00	1,00	0,00	0,30	35,75%	41
Tecnologia da Informação	0,84	0,80	1,00	0,60	0,15	17,42%	17
Outros	0,53	0,50	0,60	0,50	0,06	10,83%	3

Fonte: Dados da Pesquisa.

CV = Coeficiente de variação.

A verificação da significância estatística das diferenças de médias é apresentada no tópico a seguir por meio de teste de diferença de médias.

4.2 Testes de Normalidade e Diferença de Médias dos Dados Amostrados

Os testes de normalidade e de diferença de médias, apresentados neste tópico, foram realizados considerando a divulgação total dos riscos que decorrem dos instrumentos financeiros e a divulgação dos riscos por natureza (risco de crédito, liquidez e mercado). Para cada tipo de divulgação (total e por natureza), foi realizada a segregação por nível de governança corporativa, período anterior e posterior a NBC TG 40 (R3), e por setor econômico.

Para a correta aplicação do teste de diferença de médias, primeiramente, fez-se o teste de Doornik-Hansen com a finalidade de verificar a normalidade da variável nível de divulgação. O resultado desse teste evidencia a inexistência de normalidade da variável nível de

divulgação total, nível de divulgação de informações a respeito do risco de crédito, liquidez e mercado, o que determina a aplicação do teste não paramétrico de diferença de médias de Kruskal Wallis para a verificação de existências de diferenças estatisticamente significativas.

A Tabela 8, evidenciada abaixo, mostra os resultados do teste de normalidade de Doornik-Hansen e de diferença de médias de Kruskal Wallis, para a divulgação total dos riscos decorrentes de instrumentos financeiros, segregado por nível de governança corporativa, período anterior e posterior a NBC TG 40 (R3), e por setor econômico.

Tabela 8. Teste Normalidade e de Diferença de Médias para a divulgação total

<i>Índice de Divulgação total dos riscos</i>	
<i>Teste de Normalidade de Doornik-Hansen</i>	
D-H	<i>149,2739***</i>
P-valor	<i>(0,000)</i>
<i>Teste de Diferença de Médias de Kruskal Wallis</i>	
<i>Níveis de Governança</i>	
Estatística Qui-quadrado	<i>12,555**</i>
P-valor	<i>(0,0137)</i>
<i>Vigência da norma NBC TG 40 (R2) e (R3)</i>	
Estatística Qui-quadrado	<i>65,852***</i>
P-valor	<i>(0,0001)</i>
<i>Setores Econômicos</i>	
Estatística Qui-quadrado	<i>17,677**</i>
P-valor	<i>(0,0391)</i>

Fonte: Dados da pesquisa.

Notas: As significâncias estatísticas dos testes são representadas por meio da seguinte simbologia: *10%; **5%; ***1%.

A observação dessa tabela permite verificar a existência de diferença estatisticamente significativa, em relação ao nível de divulgação total dos riscos que decorrem dos instrumentos financeiros, para as empresas classificadas em segmentos de listagem distintos. Esse achado corrobora a análise da estatística descritiva, apresentada na Tabela 4, portanto, ao nível de significância de 5% e 10%, é possível afirmar que o maior nível médio de divulgação de informações totais de risco foi realizado pelas empresas que estão listadas no segmento Nível 2, e o menor nível médio de divulgação está atrelado ao segmento Bovespa Mais.

Pesquisas como as de Gonçalves, Weffort, Peleias e Gonçalves (2008) e Meneses, Ponte e Mapurunga (2013) também identificaram melhores índices de divulgação para o segmento de listagem Nível 2, contrariando, portanto, o esperado de que níveis mais rigorosos de

governança corporativa, como o Novo Mercado, apresentariam os níveis mais altos de divulgação.

De acordo com a B3 (2020), embora existam algumas diferenças entre a regulamentação do Novo Mercado e do Nível 2, eles são considerados similares. Portanto, pressupõe-se que a similaridade na regulamentação desses segmentos tenha sido um dos fatores que possa ter contribuído para o Nível 2 se destacar mais do que o Novo Mercado, que é oficialmente o segmento de listagem da B3 que representa o mais elevado padrão de governança corporativa.

Em relação à vigência da norma NBC TG 40 (R2) e (R3), o teste de médias evidencia existência de diferenças estatisticamente significativas nos dois períodos. Portanto, ao nível de significância de 1%, constata-se que a vigência da NBC TG 40 (R3) favoreceu a ocorrência de menores níveis de divulgação de informações de risco, por parte das empresas que integram a amostra da pesquisa.

No que tange ao setor econômico, o teste de Kruskal Wallis aponta diferenças estatisticamente significativas entre os setores amostrados, considerando tantos os níveis de significância de 5% e 10%. Nesse contexto, pode-se afirmar, portanto, conforme foi evidenciado na Tabela 4, que há maior nível médio de divulgação de informações de risco nos setores de Saúde e Utilidade Pública, e o menor nível ocorre no setor de Telecomunicações.

Um ponto em comum entre as companhias da amostra que estão classificadas nos setores de Saúde e Utilidade Pública é que a maioria delas são consideradas grupo econômico, o que significa que as informações contábeis divulgadas se referem à controladora e todas as suas controladas. Baseando-se no fato de que, no período entre 2016 e 2018, houve aumento nas operações de combinações de negócios nesses setores, conforme apontado no levantamento realizado pela PricewaterhouseCoopers (PWC, 2019), sugere-se que grupos econômicos envidam mais esforços para ter melhores práticas de governança corporativa, objetivando atender uma gama maior de usuários de suas demonstrações financeiras com melhores níveis de divulgação de informações de risco.

Com relação às empresas do setor de Telecomunicações, a ausência de divulgação de algumas informações obrigatórias, nesse setor, também já foi evidenciada nas pesquisas de Souza, Ávila e Tavares (2017) e Oliveira, Crabbi e Rodrigues (2020), sugerindo, portanto, que o

setor de Telecomunicações possui algumas deficiências na divulgação de informações para com o mercado de capitais.

Comparativamente a outras pesquisas, observa-se que, a depender da amostra e do objeto de estudo, os resultados podem variar entre os setores, por exemplo: os resultados da pesquisa de Klann, Kreuzberg e Beck (2014) indicaram que foi o setor de Construção e Transporte que apresentou o melhor nível de divulgação de risco; já nos setores de Petróleo, Gás e Biocombustíveis e Tecnologia da Informação encontraram os menores níveis de divulgação.

A Tabela 9 apresenta o teste de normalidade e de diferença de médias para a divulgação de informações a respeito do risco de crédito.

Tabela 9. Teste Normalidade e de Diferença de Médias para a divulgação de risco de crédito

<i>Índice de Divulgação dos riscos de crédito</i>	
<i>Teste de Normalidade de Doornik-Hansen</i>	
D-H	70,0995 ***
P-valor	(0,000)
<i>Teste de Diferença de Médias de Kruskal Wallis</i>	
<i>Níveis de Governança</i>	
Estatística Qui-quadrado	5,299
P-valor	(0,2579)
<i>Vigência da norma NBC TG 40 (R2) e (R3)</i>	
Estatística Qui-quadrado	77,741***
P-valor	(0,0001)
<i>Setores Econômicos</i>	
Estatística Qui-quadrado	11,114
P-valor	(0,2679)

Fonte: Dados da pesquisa.

Notas: As significâncias estatísticas dos testes são representadas por meio da seguinte simbologia: *10%; **5%; ***1%.

Observa-se, no que tange à divulgação do risco de crédito, que não há diferenças estatisticamente significativas, em relação aos níveis de governança corporativa e aos setores econômicos para as empresas amostradas neste estudo. Portanto, afirma-se que, independentemente do setor ou do nível de governança, as companhias da amostra possuem estatisticamente a mesma média de divulgação de informações de risco de crédito.

A existência de diferenças estatisticamente significativas é verificada somente para a norma NBC TG 40, o que permite afirmar que, após a entrada em vigor da regulamentação da NBC

TG 40 (R3), há um decréscimo dos valores referentes à divulgação de informações a respeito do risco de crédito, conforme apontado anteriormente pela estatística descritiva (Tabela 5).

Essa redução no nível de divulgação foi causada pela não evidenciação, em nota explicativa, dos novos itens requeridos pela revisão 3 da norma, que, em síntese, envolvem: (i) como as entidades determinaram o aumento do risco de crédito de um ativo financeiro; (ii) os critérios que foram utilizados para definir inadimplência; (iii) os fatores que determinaram quais ativos apresentavam problemas de recuperação de crédito; (iv) as alterações na provisão para perdas e seus respectivos motivos; (v) as informações sobre a natureza e o efeito das modificações nos fluxos de caixa contratuais dos ativos que não resultaram em desreconhecimento; e (vi) o efeito de garantias e outras melhorias de crédito sobre os valores resultantes de perdas de crédito esperadas.

Esses achados sugerem, portanto, que as companhias brasileiras de capital aberto, que estão em algum segmento de listagem da B3, carecem de melhorias na divulgação de informações para esse tipo de risco, considerado como essencial para o entendimento de variações que possam vir a ocorrer nos ativos financeiros que envolvem, principalmente, Contas a receber e Outros recebíveis da entidade.

A Tabela 10 apresenta o teste de normalidade e de diferença de médias para a divulgação de informações a respeito do risco de liquidez.

Tabela 10. Teste Normalidade e de Diferença de Médias para a divulgação de risco de liquidez

<i>Índice de Divulgação dos riscos de liquidez</i>	
<i>Teste de Normalidade de Doornik-Hansen</i>	
D-H	801,8074 ***
P-valor	(0,000)
<i>Teste de Diferença de Médias de Kruskal Wallis</i>	
<i>Níveis de Governança</i>	
Estatística Qui-quadrado	13,650 **
P-valor	(0,0085)
<i>Vigência da norma NBC TG 40 (R2) e (R3)</i>	
Estatística Qui-quadrado	0,001
P-valor	(0,9709)
<i>Setores Econômicos</i>	
Estatística Qui-quadrado	39,746***
P-valor	(0,0001)

Fonte: Dados da pesquisa.

Notas: As significâncias estatísticas dos testes são representadas por meio da seguinte simbologia: *10%; **5%; ***1%.

A análise da divulgação de informações a respeito do risco de liquidez permite verificar que há existência de diferenças estatisticamente significativas em relação aos níveis de governança corporativa e aos setores econômicos. Esse achado confirma os resultados evidenciados pela estatística descritiva, na Tabela 6, que aponta as empresas dos segmentos de listagem Bovespa Mais Nível 2 e Nível 2 como as que apresentam os maiores níveis de divulgação, enquanto os menores níveis são evidenciados para o segmento Bovespa Mais. Esses resultados sugerem, portanto, que nem sempre o melhor nível de governança corporativa, segundo a B3 (2020), apresentará os índices mais altos de divulgação.

O teste de diferença de médias para a norma NBC TG 40 não aponta diferença estatística entre os períodos anterior e posterior à terceira revisão da norma (R3). Considerando que as alterações da norma não impactaram os requisitos exigidos para o risco de liquidez, esse achado é consistente, pois o nível de divulgação em relação a esse assunto permaneceu estatisticamente inalterado.

Com relação aos setores, o teste de Kruskal Wallis indica diferenças estatisticamente significativas entre os setores amostrados, portanto, conforme apontado nos resultados da estatística descritiva, as empresas que atuam no setor de Utilidade Pública evidenciam os maiores níveis de divulgação de informações sobre o risco de liquidez, e os menores níveis são evidenciados para as empresas de Telecomunicações.

Baseando-se nos achados de que empresas que prestam serviço de necessidade básica para a população, ou seja, as que pertencem ao setor de Utilidade Pública, são as que mais divulgam informações de risco de liquidez, pressupõe-se que pertencer a um setor altamente regulado, principalmente com interferências governamentais, possa contribuir para ter bons níveis de divulgação de informações.

Quando se trata do setor que evidenciou o menor nível de divulgação de informações de risco de liquidez, igualmente ao resultado da divulgação total dos riscos, o setor de Telecomunicações novamente se apresenta com baixos índices, reforçando, portanto, a ideia de que esse setor possui deficiências na divulgação de informações para com o mercado de capitais.

A Tabela 11 apresenta o teste de normalidade e de diferença de médias para a divulgação de informações a respeito do risco de mercado.

Tabela 11. Teste Normalidade e de Diferença de Médias para a divulgação de risco de mercado

<i>Índice de Divulgação dos riscos de mercado</i>	
<i>Teste de Normalidade de Doornik-Hansen</i>	
D-H	2293,9333 ***
P-valor	(0,000)
<i>Teste de Diferença de Médias de Kruskal Wallis</i>	
<i>Níveis de Governança</i>	
Estatística Qui-quadrado	7,699
P-valor	(0,1033)
<i>Vigência da norma NBC TG 40 (R2) e (R3)</i>	
Estatística Qui-quadrado	465,000***
P-valor	(0,0001)
<i>Setores Econômicos</i>	
Estatística Qui-quadrado	30,865***
P-valor	(0,0003)

Fonte: Dados da pesquisa.

Notas: As significâncias estatísticas dos testes são representadas por meio da seguinte simbologia: *10%; **5%; ***1%.

Verifica-se na tabela acima a inexistência de diferenças estatisticamente significativas entre os níveis de governança das empresas que integram a amostra desse estudo. Portanto, pode-se afirmar que independentemente do segmento de listagem, a média de divulgação de informações a respeito desse assunto são estatisticamente iguais.

Em relação à norma NBC TG 40, apesar de alguns valores da estatística descritiva (Tabela 7) não apresentarem diferença, até a segunda casa decimal, o teste de diferença de médias aponta a existência de dissimilaridade entre as médias de divulgação de informações de risco de mercado. Diante disso, afirma-se que o nível de divulgação desse tipo de risco era maior durante a vigência da norma NBC TG 40 (R2), ou seja, nos períodos de 2016 e 2017.

Entretanto, é importante enfatizar que as alterações ocorridas nessa norma, a partir de 2018, não modificaram os requisitos obrigatórios de divulgação de informações do risco de mercado. A pequena redução de 0,0004 identificada no nível de divulgação, quando se analisa o período de vigência da NBC TG 40 (R2) e (R3), é explicada pela não evidenciação de algumas informações, que haviam sido apresentadas no período de 2016 e/ou 2017, mas que, no ano de 2018, foram retiradas das notas explicativas. Ressalta-se que esse resultado

encontrado é uma exceção, quando se trata de divulgação de informações contábil-financeiras. Isso porque, uma vez divulgada uma informação em nota explicativa, e partindo-se do pressuposto de que essa divulgação ainda continua sendo requerida, dificilmente essa informação será retirada dos demonstrativos financeiros subsequentes.

No que tange ao setor econômico, há diferenças estatisticamente significativas no nível de divulgação de informações de risco de mercado. Esse achado permite confirmar os resultados evidenciados pela estatística descritiva, apresentada no tópico anterior, que apontam que as empresas do setor de Consumo não Cíclico apresentam o maior nível médio de divulgação de informações a respeito de risco de mercado; seguem-se, respectivamente, as empresas que estão nos setores de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, Utilidade Pública e Saúde.

Considerando o fato de que esses setores estão voltados para os negócios da Agropecuária, Petróleo, Gás e Biocombustíveis, Água e Saneamento, Energia Elétrica e Medicamentos, em que é frequente a proteção contra as oscilações devido a mudanças nas taxas de juros, moeda ou em qualquer outro tipo de riscos de preço, sugere-se que esses setores se empenham mais para divulgarem informações a respeito de risco de mercado porque esse risco está diretamente atrelado aos seus negócios.

Os menores níveis de divulgação são apresentados pelas empresas do setor de Tecnologia da Informação, indicando, portanto, que esse setor carece de melhorias na divulgação de informações de risco de mercado, considerada como fundamental para o entendimento das possíveis oscilações que possam vir a ocorrer nos instrumentos financeiros, que acarretariam mudanças nos valores justos ou nos fluxos de caixa esperados.

4.3 Estimação dos Modelos Econométricos

Para responder ao escopo desse trabalho, que é identificar os determinantes da governança corporativa que influenciam a divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros, no período de 2016 a 2018, estimou-se o modelo de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS).

A Tabela 12 evidencia o modelo de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS), com a estrutura de variabilidade do modelo de Efeitos Fixos. A validação do modelo econométrico é

verificada a partir do teste de Wald, que apresenta significância global dos parâmetros estimados para o modelo proposto.

A necessidade de estimação dos parâmetros por meio do modelo GLS, indicado pelo teste de Hausman como apropriado para análise dos dados que integram a amostra da presente pesquisa, se deve à presença de heterocedasticidade (apontada pelo teste de Wald Modificado) e autocorrelação dos resíduos (evidenciada pelo teste de Wooldridge) no modelo de Efeitos Fixos.

Tabela 12. Estimação do Modelo Econométrico
Modelo de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS)

<i>Variável</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>P-valor</i>
<i>TAC</i>	0,0032***	(0,0000)
<i>IC</i>	-0,0050***	(0,0000)
<i>CONPR</i>	0,0338***	(0,0000)
<i>DUCEO</i>	-0,0433***	(0,0000)
<i>COAUD</i>	0,0283***	(0,0000)
<i>TAM</i>	0,0396***	(0,0000)
<i>ROA</i>	-0,0126***	(0,0000)
<i>ALAV</i>	-0,0163***	(0,0000)
<i>ANO2018</i>	-0,1705***	(0,0000)
<i>NM</i>	0,2732***	(0,0000)
<i>Chow</i>	9,82 ***	
<i>Breusch-Pagan</i>	261,71***	
<i>Hausman</i>	15,32*	
<i>Wald Modificado</i>	1,3e+33***	
<i>Wooldridge</i>	7,922**	
<i>Wald</i>	5,62e+17***	

Fonte: Dados da pesquisa.

Notas: teste de Chow: verificação de adequabilidade entre *Pooled* e Efeitos Fixos; teste de Breusch-Pagan: verificação de adequabilidade entre *Pooled* e Efeitos Aleatórios; teste de Hausman: verificação de adequabilidade entre Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos; teste de Wald Modificado: verificação de existência de heterocedasticidade no modelo de Efeitos Fixos; teste de Wooldridge: verificação da existência de autocorrelação residual no modelo de Efeitos Fixos; teste de Wald: significância global do modelo GLS. As significâncias estatísticas dos testes são representadas por meio da seguinte simbologia: *10%; **5%; ***1%.

A análise da Tabela 12 permite verificar a significância global de todos os regressores do modelo. No que se refere às *proxies* de governança corporativa, percebe-se que as variáveis TAC, COAUD e CONPR apresentam influência positiva e significativa no nível de divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros. E as variáveis IC e DUCEO apresentam influência negativa e significativa sobre o nível de divulgação de riscos.

A associação identificada para a variável tamanho do conselho de administração (TAC) corrobora a hipótese 1 desta pesquisa. Portanto, pode-se afirmar que o tamanho do conselho de administração influencia positivamente o nível de divulgação de informações sobre os riscos que decorrem dos instrumentos financeiros. Esse achado está em conformidade com os resultados apontados nos estudos de Agyei-Mensah (2017), Elshandidy e Neri (2015), Al-Shammari (2014), Ntim et al. (2013), Ntim et al. (2012) e Abraham e Cox (2007).

A variável independência do conselho (IC) apresentou associação negativa e significativa; essa relação com a variável dependente é contrária à hipótese 2, que pressuponha influência positiva. Considerando esse achado, pode-se inferir que a proporção de conselheiros independentes no conselho de administração influencia negativamente o nível de divulgação de informações sobre os riscos que decorrem dos instrumentos financeiros. A relação encontrada neste estudo é inconsistente com os achados das pesquisas de Agyei-Mensah (2017), Tauringana e Chithambo (2016), Elshandidy e Neri (2015), Ntim et al. (2013) e Oliveira et al. (2011), que encontraram relação positiva e significativa para a variável independência do conselho.

A partir desse resultado, conclui-se que a variável independência do conselho não contribuiu para melhorar os níveis de divulgação de informações de risco. Considerando que a influência negativa dessa variável sobre o nível de divulgação não é consistente com a literatura e nem com diversos estudos empíricos anteriormente citados, pressupõe-se que a complexidade dos novos itens incluídos na revisão 3, da norma de evidenciação dos instrumentos financeiros e o pouco tempo de adaptação, da entidade, a esses novos requisitos tenham sido fatores que contribuíram para que a proporção de conselheiros independentes, no conselho de administração, não influenciasse positivamente a companhia a cumprir as novas exigências de divulgação, no que se refere a natureza e extensão dos riscos.

A associação identificada para a variável concentração de propriedade (CONPR) é contrária à hipótese 3, que previa uma relação negativa. Nesse sentido, pode-se afirmar que a concentração de propriedade influencia positivamente o nível de divulgação de informações sobre os riscos que decorrem dos instrumentos financeiros. Esse achado diverge dos resultados apontados por Elshandidy e Neri (2015) e Ntim et al. (2013), que encontraram associação negativa e significativa para sua amostra.

O resultado encontrado para essa variável pode estar relacionado à estrutura de propriedade especificamente das companhias brasileiras, que possuem como característica a concentração de capital. Devido a essa característica inerente do mercado de capitais brasileiro, pode-se dizer que companhias que possuem o capital social concentrado com poucos acionistas também se preocupam com a divulgação de informações de risco. Contraria-se, portanto, a ideia de que maiores níveis de divulgação fossem esperados apenas quando não houvesse concentração de capital (Elshandidy & Neri, 2015; Oliveira et al., 2011; Taylor et al., 2008).

Para a variável dualidade do CEO (DUCEO), a associação negativa e significativa identificada neste estudo corrobora a hipótese 4. Contrariamente aos resultados encontrados por Ntim et al. (2013), Khan et al. (2013), Elzahar e Hussainey (2012), Michelin e Parbonetti (2012), Ho e Wong (2001) e Haniffa e Cooke (2002), que não identificaram significância estatística para a variável DUCEO, esta pesquisa aponta que essa variável é estatisticamente significativa para explicar as variações ocorridas no nível de divulgação de informações sobre os riscos que decorrem dos instrumentos financeiros. A associação negativa e significativa corrobora os achados das pesquisas de Al-Shammari (2014) e Forker (1992).

Com relação à variável comitê de auditoria (COAUD), a associação encontrada confirma a hipótese 5, sugerindo, portanto, que ter um comitê de auditoria na companhia influencia positivamente o nível de divulgação de informações sobre os riscos que decorrem dos instrumentos financeiros. A associação encontrada nesta pesquisa é consistente com o resultado do estudo de Zango et al. (2016) e Felo et al. (2003).

No que tange às variáveis independentes de controle, percebe-se que as variáveis TAM e NM apresentam influência positiva e significativa sobre o nível de divulgação de informações de risco e as variáveis ROA, ALAV e ANO2018 influenciam negativamente e de forma significativa o nível de divulgação.

A associação identificada para a variável tamanho da companhia (TAM), representada pelo ativo total, indica que as maiores empresas apresentam os maiores níveis de divulgação de informações sobre os riscos que decorrem dos instrumentos financeiros. Esse achado é consistente com os resultados encontrados nos estudos de Costa et al. (2017), Elshandidy e Neri (2015), Hassan (2014), Birt et al. (2013), Taylor et al. (2008), Hassan et al. (2008), Lopes e Rodrigues (2007), Ali et al. (2004) e Wallace et al. (1994).

A variável Novo Mercado (NM) apresenta influência positiva e significativa no nível de divulgação de informações sobre os riscos que decorrem dos instrumentos financeiros. Embora na análise descritiva se tenha identificado que não foram as empresas desse nível de governança corporativa que apresentaram os melhores índices de divulgação, os resultados da análise de regressão indicam que companhias que estejam listadas no segmento Novo Mercado influenciam positivamente a divulgação de informações de risco. A influência positiva dessa variável é consistente com os achados das pesquisas de Beiruth et al. (2014).

A variável rentabilidade do ativo (ROA) apresentou associação negativa e significativa. Considerando esse achado, pode-se inferir que a rentabilidade das companhias influencia negativamente o nível de divulgação de informações sobre os riscos que decorrem dos instrumentos financeiros. A relação encontrada neste estudo é inconsistente com os achados das pesquisas de Ntim et al. (2013), Ali et al. (2004), Singh et al. (2004) e Owusu-Ansah (1998), que encontraram relação positiva e significativa para a variável ROA.

A associação negativa e significativa dessa variável contradiz a teoria da sinalização, que, conforme Al-Shammari (2014), indica que níveis mais altos de rentabilidade seriam um dos fatores que motivariam os gestores a divulgarem mais informações para o mercado de capitais, objetivando sinalizar o bom desempenho deles no gerenciamento dos negócios.

A variável alavancagem (ALAV) também apresentou associação negativa e significativa. A partir disso, infere-se que o grau de endividamento das companhias influencia negativamente o nível de divulgação de informações sobre os riscos que decorrem dos instrumentos financeiros. A relação encontrada neste estudo é inconsistente com os achados das pesquisas de Birt et al. (2013), Hassan et al. (2008) e Taylor et al. (2008), que encontraram relação positiva e significativa para a variável ALAV. Embora a associação negativa entre o grau de endividamento e o nível de divulgação não seja comum na literatura, essa relação já foi encontrada em outras pesquisas como as de Ntim et al. (2013) e Abraham e Cox (2007), e poderia ser explicada pelo fato de que empresas mais endividadas divulgariam menos informações para o mercado, na tentativa de ocultar seus maus resultados.

Por fim, a variável ANO2018 que evidencia a vigência da NBC TG 40 (R3), apresentou influência negativa e significativa sobre o nível de divulgação de informações sobre os riscos que decorrem dos instrumentos financeiros. Portanto, infere-se que, após a vigência da NBC

TG 40 (R3), a partir de 2018, o nível de divulgação de informações sobre riscos reduziu. Essa redução era esperada, pois, similarmente aos resultados das pesquisas de Mapurunga et al. (2011), Santos et al. (2014) e Costa et al. (2017), parte deste estudo verificou uma alteração da norma com pouco tempo de vigência.

Em síntese, conclui-se, que todas as variáveis utilizadas para mensurar os determinantes da governança corporativa são fundamentais para a divulgação de informações da natureza e extensão dos riscos que decorrem dos instrumentos financeiros. Das hipóteses que foram elaboradas, conforme pode ser verificado na Tabela 13, apenas os resultados das hipóteses 2 e 3 apontaram associação contrária à literatura prévia.

Tabela 13. Resumo dos resultados encontrados para as variáveis utilizadas no modelo de regressão

Determinantes da Governança Corporativa (variáveis independentes)					
Sigla	Variáveis	Associação esperada	Associação encontrada	Hipóteses	
TAC	Tamanho do Conselho de Administração	+	+	1	Confirmada
IC	Independência do Conselho	+	-	2	Rejeitada
CONPR	Concentração de Propriedade	-	+	3	Rejeitada
DUCEO	Dualidade do CEO	-	-	4	Confirmada
COAUD	Comitê de Auditoria	+	+	5	Confirmada
Variáveis independentes de Controle					
Sigla	Variáveis	Associação esperada	Associação encontrada	Status da Associação	
TAM	Tamanho da empresa (ativo total)	+	+	Esperada	
ROA	Retorno sobre o Ativo	+	-	Contrária	
ALAV	Alavancagem	+	-	Contrária	
ANO2018	Ano 2018	-	-	Esperada	
NM	Novo Mercado	+	+	Esperada	

Fonte: Dados da pesquisa.

Com relação às variáveis independentes de controle, todas também foram significativas para explicar o nível de divulgações de informações de risco, e apenas as variáveis Retorno sobre o Ativo (ROA) e Alavancagem (ALAV) apresentaram associação contrária ao que era esperado, com base em estudos anteriores sobre o tema.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com o aumento da demanda por informações de riscos, ocasionada principalmente pelas diversas crises econômicas mundiais, os órgãos reguladores de assuntos contábeis direcionaram suas atenções para a elaboração de normas que melhorassem a divulgação de riscos corporativos das entidades, principalmente aqueles que se relacionavam aos instrumentos financeiros, considerados de grande relevância para o mercado de capitais.

A busca por fatores que influenciavam a divulgação de informações levou à constatação de que empresas que adotam boas práticas de governança corporativa proporcionam mais informações relevantes para seus acionistas e partes interessadas. Nesse sentido, identificou-se que características internas da governança corporativa estavam diretamente relacionadas às práticas de divulgação de informações de risco. Considerando esses aspectos, esta pesquisa buscou identificar os determinantes da governança corporativa que influenciam a divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros das companhias de capital aberto listadas na B3.

Para a realização desta pesquisa, foram estudadas 168 companhias de capital aberto listadas na B3, que pertenciam a algum segmento de listagem (Novo mercado, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2) e que não eram do setor financeiro. O período de análise deste estudo compreendeu os anos de 2016 a 2018.

Com vistas a atingir os objetivos específicos estabelecidos pela pesquisa, procedeu-se inicialmente à análise descritiva dos dados que compõem o estudo, seguida do teste de médias que objetivou verificar a existência de diferenças estatisticamente significativas entre as segregações específicas da amostra (nível de governança, setor econômico e a norma NBC TG 40 (R2 e R3)).

Em geral, pode-se concluir, com relação ao nível de divulgação de informações de risco, que as empresas não financeiras de capital aberto, que estão em algum segmento de listagem da B3, ainda não cumprem todos os itens obrigatórios exigidos pela norma de evidenciação dos instrumentos financeiros, no que se refere a assuntos relacionados à natureza e extensão dos riscos de crédito, liquidez e mercado. Isso significa que os usuários das demonstrações financeiras podem estar sendo prejudicados pela ausência de algumas informações que

poderiam ajudá-los a tomarem decisões mais assertivas sobre a previsibilidade da posição financeira e patrimonial da entidade, bem como dos riscos e retorno do negócio.

Com relação à divulgação dos riscos por nível de governança corporativa, constatou-se que não há uma unanimidade entre os segmentos de listagem da B3. Na divulgação total dos riscos, por exemplo, são as empresas que estão classificadas no segmento de listagem Nível 2 que apresentam os melhores índices de divulgação, porém, quando se trata da divulgação dos riscos de liquidez, quem mais divulga é o segmento Bovespa Mais Nível 2. Quando o foco são as informações a respeito dos riscos de crédito e de mercado, identificou-se que, estatisticamente, todos os segmentos de listagem apresentam o mesmo nível de divulgação de informações.

Esses achados permitem inferir que, embora exista uma hierarquia dos segmentos de listagem, segundo critérios da B3, não necessariamente o melhor nível de governança corporativa apresentará os melhores índices de divulgação. Isso ocorre porque, segundo Tavares e Penedo (2018), existem empresas que possuem boas práticas de governança corporativa, mas devido a decisões estratégicas, optam por ingressar e se manter em níveis mais baixos de segmentos de listagem da B3. Como exemplo, cita-se o fato de que algumas entidades podem não querer transformar todo o seu capital social em ações ordinárias, que é um dos critérios para o segmento de listagem do Novo Mercado, ou não querer participar da Câmara de Arbitragem, que é obrigatória para o Nível 2, mas facultativa para o Nível 1.

Na análise da divulgação dos riscos por setor econômico, verificou-se que, para cada tipo de risco, um setor se destacava mais na divulgação, exceto para o risco de crédito, em que todos os setores apresentaram, estatisticamente, a mesma média de divulgação. Esse achado pode ser um indício de que características intrínsecas do setor e/ou da companhia possam influenciar mais a divulgação de um determinado tipo de risco em detrimento a outro.

No que tange à divulgação de informações de risco, antes e após a NBC TG 40 (R3), constatou-se que, nos primeiros anos de vigência, a adoção de uma nova norma pode apresentar resultados contrários ao esperado. Isso pode ser um indicativo de que as entidades precisam de um tempo para conseguir se adaptar às novas mudanças nas legislações e, assim, cumprirem satisfatoriamente as divulgações exigidas.

Após as análises descritivas dos dados que compõem o estudo, objetivou-se responder o problema de pesquisa proposto, com uso de um modelo de regressão linear múltipla, para identificar os determinantes da governança corporativa que influenciam a divulgação total da natureza e extensão dos riscos de crédito, liquidez e mercado.

Identificou-se que as características internas da governança corporativa, que se relacionam com as estruturas e os processos, influenciam o nível de divulgação de informações de risco. Baseando-se na estrutura ideal de um conselho de administração, que envolve o tamanho, independência e liderança, os resultados desta pesquisa suportam a conclusão de que conselhos de administração com maior quantidade de membros proporcionam mais divulgação de informações para o mercado de capitais.

Essa relação pode ser suportada tanto pela teoria da agência quanto pela teoria da sinalização, que indicam, em suma, que, quanto maior a quantidade de membros no conselho de administração, mais diversificado será o conhecimento do negócio, no qual a entidade está inserida; mais eficazes os conselheiros serão no monitoramento da entidade e na prestação de contas; e mais incentivos os conselheiros terão para sinalizar ao mercado informações que indiquem seus bons resultados na administração da entidade, que envolve não só o desempenho, mas também a divulgação de informações de riscos e como eles são gerenciados.

Para a independência do conselho, os resultados indicaram que, quanto maior a quantidade de membros independentes, no conselho de administração, menos divulgação de informações de risco as companhias fazem. Considerando que esse achado não é consistente com a literatura, que previa que esses conselheiros reforçariam os mecanismos de controle e seriam incentivados a exigir mais divulgação, por causa de sua reputação, sugere-se que esse achado tenha sido influenciado pelo período de análise desta pesquisa, visto que este estudo investigou parte de uma alteração relevante que ocorreu na norma de evidenciação dos instrumentos financeiros.

Nesse sentido, pressupõe-se que a complexidade dos novos itens incluídos na NBC TG 40 (R3) e o pouco tempo de adaptação, da entidade, a esses novos requisitos tenham sido fatores que contribuíram para que a proporção de conselheiros independentes não influenciasse a companhia a cumprir, em sua totalidade, as novas exigências de divulgação.

Com relação à liderança do conselho de administração, constatou-se que, quando os cargos de CEO e de presidente do conselho de administração são exercidos pelo mesmo profissional, menos divulgação de informações de risco as companhias fazem. Isso ocorre porque, conforme a teoria da agência, funções combinadas na gestão das entidades colocam em risco a imparcialidade dos gestores. Por isso, a dualidade de papéis é considerada prejudicial para a governança corporativa, pois o CEO exerce domínio sobre o conselho de administração, o que pode resultar em comportamentos oportunistas que maximizem apenas seus interesses.

Com relação à estrutura de propriedade da entidade, considerada também como uma das características internas da governança corporativa, identificou-se que, quanto maior a concentração de capital, mais divulgação de informações de risco é realizada pelas companhias. Esse achado não é comum de ser encontrado na literatura, pois, quando há concentração de capital, os custos de agência tendem a ser menores, porque os acionistas controladores participam mais ativamente do monitoramento e controle da entidade, e isso acarretaria menos divulgação de informações (Oliveira et al., 2011; Jensen & Meckling, 1976; Ntim et al., 2013).

Considerando esses aspectos, acredita-se que o resultado encontrado por esta pesquisa esteja relacionado à estrutura de propriedade especificamente das companhias brasileiras, que possuem como característica a concentração de capital. Por isso, pode-se inferir que as companhias brasileiras, mesmo tendo seu capital social concentrado com poucos acionistas, se preocupam com a divulgação de informações de risco.

Com relação ao comitê de auditoria, outra característica interna da governança corporativa, apurou-se que companhias que possuem esse tipo de comitê divulgam mais informações de risco. Isso pode ser explicado devido ao fato de que o comitê de auditoria é considerado um dos mecanismos de governança corporativa, que exercerá a função de revisar os controles internos, supervisionar as atividades de gerenciamento e garantir que os relatórios financeiros reflitam a posição patrimonial e financeira da entidade (Dhaliwal et al., 2006; Li et al., 2012).

Ademais, os resultados desta pesquisa também proporcionaram a conclusão de que algumas características das companhias são relevantes para explicar a divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros. O tamanho das companhias, mensurado pelo ativo total, foi uma das características apontadas pela pesquisa como

relevante para explicar o nível de divulgação de informações de risco. Confirma-se, portanto, a ideia de que as maiores empresas produziriam demonstrações financeiras mais abrangentes e detalhadas, ou seja, divulgariam mais informações para atender a uma gama maior de usuários.

O desempenho das entidades, mensurado pela rentabilidade do ativo, também foi identificado como um fator significativo para explicar o nível de divulgação de informações de risco. Os resultados da pesquisa indicaram que, quanto maior o desempenho, menor seria o nível de divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros.

Partindo-se do pressuposto de que esse achado não é consistente com a literatura, que abordava que a administração das entidades tenderia a divulgar informações mais detalhadas quando essas demonstrassem bons resultados, sugere-se que esse achado tenha sido influenciado pelo período de análise desta pesquisa, que investigou parte de uma alteração relevante que ocorreu na norma de evidenciação dos instrumentos financeiros. Portanto, supõe-se que a complexidade dos novos itens incluídos na NBC TG 40 (R3) e o pouco tempo de adaptação, da entidade, a esses novos requisitos tenham sido fatores que contribuíram para que as companhias mais rentáveis divulgassem menos informações.

O nível de endividamento das companhias, mensurado pelo índice de alavancagem, apresentou-se com uma das características que contribuiriam para explicar o nível de divulgação de informações de risco. Os resultados da pesquisa indicaram que, quanto maior o nível de endividamento, menor seria o nível de divulgação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros. Esse achado corroboraria a ideia de que empresas mais endividadas divulgariam menos informações para o mercado, na tentativa de ocultar seus maus resultados.

Outra característica das entidades, apontada pela pesquisa como relevante para explicar o nível de divulgação de informações de risco, é o fato de as empresas estarem cadastradas no segmento de listagem do Novo Mercado. Identificou-se que empresas que estão nesse segmento tendem a divulgar mais informações da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros. Esse achado corrobora a ideia de que as empresas desse segmento de listagem, por seguirem regras mais rigorosas de governança corporativa,

conforme critérios da B3 (2020), apresentam boas práticas de governança e se preocupam em reduzir a assimetria de informações entre os usuários das demonstrações financeiras.

Adicionalmente, objetivando verificar a influência dos novos requisitos de evidenciação da natureza e extensão dos riscos relacionados aos instrumentos financeiros, proporcionados pela vigência da NBC TG 40 (R3), no nível de divulgação de informações, identificou-se que, após a vigência dessa revisão da norma, menos informações de risco foram divulgadas pelas companhias. Sugere-se, portanto, que a mudança ou a implementação de uma nova norma pode ser um indicativo de que alterações no nível de divulgação de informações contábil-financeiras possam vir a ocorrer, principalmente quando a adoção da norma ainda é recente.

Em síntese, após atingir os objetivos propostos pela pesquisa, pode-se dizer que a realização deste estudo contribuiu, principalmente, para a ampliação dos conhecimentos sobre as práticas de divulgação de informações dos riscos que decorrem dos instrumentos financeiros, bem como no conhecimento dos determinantes da governança corporativa que influenciam esse tipo de divulgação.

Com relação às limitações encontradas na pesquisa, primeiramente cita-se a análise do período de vigência da norma NBC TG 40 (R3); devido ao fato de tal norma ser recente, esta pesquisa conseguiu apenas analisar o período de um ano de sua adoção. Outra limitação refere-se ao fato de que não foi possível verificar se as companhias da amostra, durante o período entre 2016 a 2018, alteraram o segmento de listagem da B3. Diante disso, considerou-se que o nível de governança corporativa, na data da coleta de dados, fosse o mesmo para os três anos analisados. Por fim, cita-se a subjetividade do autor na análise do *Checklist*, bem como nas pontuações que foram atribuídas a cada item obrigatório da norma.

Sugere-se, para pesquisas futuras, analisar novamente o impacto da adoção da revisão 3 da NBC TG 40 sobre a divulgação de informações a respeito dos instrumentos financeiros, pois parte-se dos pressupostos de que o principal objetivo das demonstrações contábeis é o fornecimento de informações e não é esperado que a adoção de uma norma cause reduções no nível de divulgação, conforme foi encontrado nos resultados desta pesquisa, pelo menos não após um período razoável; verificar se os resultados desta pesquisa seriam diferentes se fossem utilizados outras *proxies* para mensurar as variáveis estudadas; e identificar se

características intrínsecas do setor e/ou da companhia influenciam mais a divulgação de um determinado tipo de risco em detrimento a outro.

REFERÊNCIAS

- Abraham, S., & Cox, P. (2007). Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. *The British Accounting Review*, 39, 227-248.
- Adams, R., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *Journal of Finance*, 62, 217-250.
- Aguiar, A. B., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2004). Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração*, 39 (4), 338-347.
- Agyei-Mensah, B. (2017). The relationship between corporate governance mechanisms and IFRS 7 compliance: evidence from an emerging Market. *Corporate Governance*, 17 (3), 446-465.
- Agyemang, O. S., Aboagye, E., & Ahali, A. Y. O. (2013). Prospects and Challenges of Corporate Governance in Ghana. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 3 (5), 1-9.
- Ali, M. J., Ahmed, K., & Henry, D. (2004). Disclosure compliance with national accounting standards by listed companies in South Asia. *Accounting and Business Research*, 24 (3), 183-199.
- Al-Shammari, B. (2014). An Investigation of the Impact of Corporate Governance Mechanisms on Level of Corporate Risk Disclosure: Evidence from Kuwait. *International Journal of Business and Social Research (IJBSR)*, 4 (6), 51-70.
- Ambrozini, M. A. (2014). Análise do grau de evidenciação das operações com instrumentos financeiros derivativos pelas companhias brasileiras listadas no Ibovespa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11 (24), 25-42.
- Amran, A., Bin, A. M. R., & Hassan, B. C. H. M. (2009). Risk reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. *Managerial Auditing Journal*, 24 (1), 39-57.
- Armstrong, C. S., Guay, W. R., & Weber, J. P. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 179-234.
- Atanasovski, A. (2015). Empirical Investigation into the Determinants of Compliance with IFRS 7 Disclosure Requirements. *Acta Universitatis Danubius: Oeconomica*, 11 (2), 5-17.
- B3. (2014). *Folheto Bovespa Mais Nível 2*. Recuperado de <http://www.b3.com.br>
- B3. (2020). *Segmentos de listagem*. Recuperado de <http://www.b3.com.br>
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data* (3a ed.). New York: John Wiley & Sons.

Barako, D. G., Hancock, P., & Izan, H. Y. (2006). Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies. *The Authors Journal compilation*, 14 (2), 107-125.

Baum, C. F. (2001). Residual diagnostics for cross-section time series regression models. *The Stata Journal*, 1 (1), 101-104.

Baum, C. F. (2006). *An introduction to modern econometrics using Stata*. Texas: Stata press.

Beiruth, A. X., Brugni, T. V., Fávero, L. P., & Goes, A. O. S. (2014). Níveis diferenciados de Governança Corporativa e Disclosure Timeliness: Um Estudo Exploratório no Mercado Brasileiro. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 4 (1), 77-89.

Beretta, S., & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39, 265-288.

Beuren, I. M. (2003). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática* (2a ed.). São Paulo, SP: Atlas.

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.

Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and the Outside Directors. *The Journal of Business*, 76 (3), 455-475.

Bianchi, M., Silva, C. V., Gelatti, R., & Rocha, J. M. L. (2009). A evolução e o perfil da governança corporativa no Brasil: um levantamento da produção científica no ENANPAD entre 1999 e 2008. *ConTexto*, 9 (15), 1-26.

Birt, J., Rankin, M., & Song, C. L. (2013). Derivatives use and financial instrument disclosure in the extractives industry. *Accounting and Finance*, 53, 55-83.

Black, B. S., Carvalho, A. G., & Sampaio, J. O. (2014). The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20, 176-195.

Blair, M. M. (1998). For whom should corporations be run? An economic rationale for stakeholder management. *Long Range Planning*, 31 (2), 195-200.

Bozec, R., & Bozec, Y. (2012). The Use of Governance Indexes in the Governance-Performance Relationship Literature: International Evidence. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 29, 79-98.

Brandão, I. F., & Crisóstomo, V. F. (2015). Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. *Revista Brasileira de Finanças*, 13 (3), 438-469.

Brousseau, C., Gendron, M., Bélanger, P., & Coupland, J. (2014). Does fair value accounting contribute to market price volatility? An experimental approach. *Accounting and Finance*, 54, 1033-1061.

Brown, P., Beekes W., & Verhoeven, P. (2011). Corporate governance, accounting and finance: A review. *Accounting and Finance*, 51, 96-172.

Cabedo, J. D., & Tirado, J. M. (2004). The disclosure of risk in financial statements. *Accounting Forum*, 28, 181-200.

Cadbury, A. (1992). *The report of the committee on financial aspects of corporate governance*. Recuperado de <https://ecgi.global/sites/default/files//codes/documents/cadbury.pdf>

Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, 24 (62), 142-153.

Cameran, M., Campa, D., & Pettinicchio, A. (2014). IFRS Adoption Among Private Companies: Impact on Earnings Quality. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 29 (3), 278-305.

Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2005). *Microeconometrics: Methods and Applications*. Cambridge: Cambridge University Press.

Campa, D., & Donnelly, R. (2016). Mandatory IFRS Adoption and Earnings Quality in Different Institutional Settings: a Comparison between Italy and the UK. *International Journal of Accounting Auditing and Performance Evaluation*, 12 (1), 1-40.

Conselho Federal de Contabilidade. *Norma Brasileira de Contabilidade Técnica Geral 40 (R3)*, de 24 de novembro de 2017. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 40 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata dos Instrumentos Financeiros: Evidenciação. Diário oficial da União, Brasília, 22 de dezembro de 2017.

Conselho Federal de Contabilidade. *Norma Brasileira de Contabilidade Técnica Geral 40 (R2)*, de 23 de outubro de 2015. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 40 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata dos Instrumentos Financeiros: Evidenciação. Diário oficial da União, Brasília, 06 de novembro de 2015.

Conselho Federal de Contabilidade. *Norma Brasileira de Contabilidade Técnica Geral 39 (R5)*, de 24 de novembro de 2017. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 39 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata dos Instrumentos Financeiros: Apresentação. Diário oficial da União, Brasília, 22 de dezembro de 2017.

Conselho Federal de Contabilidade. *Norma Brasileira de Contabilidade Técnica Geral Estrutura Conceitual*, de 21 de novembro de 2019. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 00 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro. Diário oficial da União, Brasília, 13 de dezembro de 2019.

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. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia – RACE*, 16 (2), 729-756.

- Crouhy, M., Galai, D., & Mark, R. (2006). *The Essentials of Risk Management*. McGraw Hill: New York.
- Cruz, C. V. O. A., & Lima, G. A. S. F. (2010). Reputação Corporativa e Nível de Disclosure das Empresas de Capital Aberto no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 6 (1), 85-101.
- Dantas, J., Rodrigues, F., Rodrigues, J., & Capelletto, L. (2010). Determinantes do grau de evidenciação de risco de crédito pelos bancos brasileiros. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, 21 (52), 0-0. Recuperado de <https://doi.org/10.1590/S1519-70772010000100002>
- Davis, G. F., & Thompson, T. A. (1994). A social movement perspective on corporate control. *Administrative Science Quarterly*, 39 (1), 141-173.
- De Carvalho, A. G., & Pennacchi, G. G. (2012). Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms' migration to premium listings in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, 18, 883-903.
- De Ridder, W. P. (2007). Operationeel risicomanagement: meer dan alleen compliance. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 81 (4), 138-145.
- Dhaliwal, D., Naiker, V., & Navissi, F. (2006). *Audit committee financial expertise, corporate governance and accruals quality: an empirical analysis*. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=906690
- Doyle, J. T., Ge, W., & McVay, S. (2007). Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting. *The Accounting Review*, 82 (5), 1141-1170.
- Elshandidy, T., & Neri, L. (2015). Corporate Governance, Risk Disclosure Practices, and Market Liquidity: Comparative Evidence from the UK and Italy. *Corporate Governance: An International Review*, 23 (4), 331-356.
- Elzahar, H., & Hussainey, K. (2012). Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. *The Journal of Risk Finance*, 13 (2), 133-147.
- Fama, E.F., & Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301-325.
- Felo, A. J., Krishnamurthy, S., & Solieri, S. A. (2003). Audit Committee Characteristics and the Perceived Quality of Financial Reporting: An Empirical Analysis. *SSRN Electronic Journal*. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=401240>
- Forker, J. J. (1992). Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business Research*, 22 (86), 111-124.
- Fraser, I., & Henry, W. (2007). Embedding risk management: structures and approaches. *Managerial Auditing Journal*, 22 (4), 392-409.
- Galdi, F. C., Barreto, E., & Flores, E. (2018). *Contabilidade de Instrumentos Financeiros: IFRS 9 – CPC 48* (1a ed.). São Paulo, SP: Atlas.

Gallon, A. V., Beuren, I. M., & Hein, N. (2008). Evidenciação Contábil: itens de maior divulgação nos relatórios da administração das empresas participantes dos níveis de governança da Bovespa. *Revista Contabilidade Vista e Revista*, 19 (2), 141-165.

Gelbcke, E. R., Santos, A., Iudícibus, S., & Martins, E. (2018). *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades: de acordo com as normas internacionais e do CPC* (3a ed.). São Paulo, SP: Atlas.

Gonçalves, R. S., Weffort, E. F. J., Peleias, I. R., & Gonçalves, A. O. (2008). Social disclosure das empresas brasileiras listadas na NYSE e na BOVESPA: sua relação com os níveis de governança corporativa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 1 (9), 71-94.

Greene, W. H. (2003). *Econometric Analysis* (5a ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica* (5a ed.). Porto Alegre: AMGH.

Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Bookman Editora.

Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2002). Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations. *Abacus*, 38 (3), 317-349.

Hassan, M. K. (2009). UAE corporations-specific characteristics and level of risk disclosure. *Managerial Auditing Journal*, 24 (7), 668-687.

Hassan, M. S., Saleh, N. M., & Rahman, M. R. C. A. (2008). *Determinants of Financial Instruments Disclosure Quality among Listed Firms in Malaysia*. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1157788

Hassan, N. S. M. (2014). Investigating the impact of firm characteristics on the risk disclosure quality. *International Journal of Business and Social Science*, 9 (1), 109-119.

Heij, C., De Boer, P., Franses, P. H., Kloek, T., & Van Dijk, H. K. (2004). *Econometric methods with applications in business and economics*. OUP Oxford.

Helliar, C. V., Lonie, A. A., Power, D. M., & Sinclair, C. D. (2002). Managerial attitudes to risk: a comparison of Scottish chartered accountants and U.K. managers. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 11, 165-190.

Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da contabilidade*. São Paulo, SP: Atlas.

Ho, S. S. M., & Wong, K. S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10 (2), 139-156.

Hou, W., & Moore, G. (2010). Player and Referee Roles Held Jointly: The Effect of State Ownership on China's Regulatory Enforcement Against Fraud. *Journal of Business Ethics*, 95, 317-335.

Iatridis, G. (2008). Accounting disclosure and firms' financial attributes: Evidence from the UK stock Market. *International Review of Financial Analysis*, 17, 219-241.

ICAEW. (2011). *Reporting Business Risks: Meeting Expectations forms part of the Information for Better Markets*. Recuperado <https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/technical/financial-reporting/information-for-better-markets/ifbm-reports/rbr-final.ashx>

Inchausti, B. G. (1997). The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms. *European Accounting Review*, 6 (1), 45-68.

Institute of Chartered Accountants in England & Wales (ICAEW). (1997). *Financial reporting of risk: Proposals for a statement of business risk*. United Kingdom.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2004). *Código das melhores práticas de governança corporativa* (3a ed.). São Paulo, SP: IBGC.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa* (5a ed.). São Paulo, SP: IBGC.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2017). *Orientações sobre Comitês de Auditoria: Melhores Práticas no Assessoramento ao Conselho de Administração*. Recuperado de <http://www.ibracon.com.br/sib/gc/upload/1507212921.pdf>

International Accounting Standards. *IAS 32 – Financial Instruments: Presentation*. (2014). Recuperado de <https://www.iasplus.com/en>

International Financial Reporting Standards. *IFRS 7 – Financial Instruments: Disclosures*. (2014). Recuperado de <https://www.iasplus.com/en>

Ismail, R., & Rahman, R. A. (2011). Institutional Investors and Board of Director's Monitoring Role on Risk Management Disclosure Level in Malaysia. *IUP Journal of Corporate Governance*, 2, 37-61.

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48 (3), 831-880.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-60.

Jia, C., Ding, S., Li, Y., & Wu, Z. (2009). Fraud, Enforcement Action, and the Role of Corporate Governance: Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 90 (4), 561-576.

Jorion, P. (1997). *Value at risk: The new benchmark for controlling market risk*. Chicago: Irwin.

Khan, A., Muttakin, M. B., & Siddiqui, J. (2013). Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: Evidence from an emerging economy. *Journal of Business Ethics*, 114 (2), 207–223.

Kim, B., & Lee, I. (2003). Agency problems and performance of Korean companies during Asian financial crisis: Chaebol vs non-chaebol firms. *Pacific Basin Finance Journal*, 11, 327-348.

King, R., Pownall, G., & Waymire, G. (1990). Expectations Adjustments via Timely Management Forecasts. Review, Synthesis, and Suggestions for Future Research. *Journal of Accounting Literature*, 113- 144.

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), 78-89.

Klein, B. (1983). Contracting Costs and Residual Claims: The Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 367-374.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54 (2), 471-517.

Lakatos, E. M., & Marconi, M. D. A. (2010). *Fundamentos da metodologia científica* (5a ed.). São Paulo, SP: Atlas.

Lanzana, A. P. (2004). *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras* (Dissertação de mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. Recuperado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11022005-094807/pt-br.php>

Leal, R. P. C., Da Silva, A. L. C., & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. *Revista de Administração Contemporânea – RAC*, 6 (1), 7-18.

Li, J., Mangena, M., & Pike, R. (2012). The effect of audit committee characteristics on intellectual capital disclosure. *The British Accounting Review*, 44 (2), 98-110.

Li, J., Pike, R., & Haniffa, R. (2008). Intellectual capital disclosure and corporate governance structure in UK firms. *Accounting and Business Research*, 38 (2), 137-159.

Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87, 308-328.

Linsley, P. M., & Shrives, P. J. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38, 387-404.

Lopes, P. T., & Rodrigues, L. L. (2007). Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock Exchange. *The International Journal of Accounting*, 42, 25-56.

Lupton, D. (1999). *Risk*. Londres, Reino Unido: Routledge.

- Madhani, P. M. (2016). Ownership Concentration, Corporate Governance and Disclosure Practices: A Study of Firms Listed in Bombay Stock Exchange. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 15 (4), 7-36.
- Mangena, M., & Pike, R. (2005). The effect of audit committee shareholding, financial expertise and size on interim financial disclosures. *Accounting and Business Research*, 35 (4), 327-349.
- Mapurunga, P. V. R., Ponte, V. M. R., Coelho, A. C. D., & Meneses, A. F. (2011). Determinantes do nível de disclosure de instrumentos financeiros derivativos em firmas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, 22 (57), 263-278.
- Marion, J. C., & Iudícibus, S. (2000). *Introdução à teoria da contabilidade*. São Paulo, SP: Atlas.
- Martins, G. A., & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas* (2a ed.). São Paulo, SP: Atlas.
- Mathiesen, H. (2002). *Managerial ownership and financial performance*. København: Samfundslitteratur. Ph.D.serie, No. 2002-18. Recuperado de http://www.acadpublishing.com/dissertations/Mathiesen_H
- Meneses, A. F., Ponte, V. M. R., & Mapurunga, P. V. R. (2013). Determinantes do nível de disclosure de ativos intangíveis em empresas brasileiras. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 10 (2), 142-153.
- Michelon, G., & Parbonetti, A. (2012). The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of Management and Governance*, 16 (3), 477-509.
- Moreiras, L. M. F., Tambosi Filho, E., & Garcia, F. G. (2012). Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. *Revista de Administração*, 47 (4), 671-682.
- Murcia, F. D. R., Souza, F. C., & Dill, R. P. (2011). Impacto do nível de disclosure corporativo na volatilidade das ações de companhias abertas no Brasil. *Revista de Economia e Administração*, 10 (2), 196-218.
- Nascimento, E., Guerra, M., Fernandes, N., & Colauto, R. (2010). Divulgação de informações financeiras de companhias siderúrgicas e metalúrgicas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 4 (10), 3-24.
- Nascimento, F. S. P., Moura, A. A. F., De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. (2013). Práticas de Governança Corporativa dos Conselhos de Administração das Empresas do Novo Mercado da BM&FBOVESPA. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 3 (3), 148-169.
- Nenova, T. (2003). The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 68 (3), 325-351.
- Ntim, C. G., Lindop, S., & Thomas, D. A. (2013). Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre- and post-2007/2008 global financial crisis periods. *International Review of Financial Analysis*, 30, 363-383.

Ntim, C. G., Opong, K. K., & Danbolt, J. (2012). The Relative Value Relevance of Shareholder versus Stakeholder Corporate Governance Disclosure Policy Reforms in South Africa. *Corporate Governance: An International Review*, 20 (1), 84-105.

Ofoegbu, N. G., & Odoemelam, N. (2018). International financial reporting standards (IFRS) disclosure and performance of Nigeria listed companies. *Cogent Business & Management*, 5, 1-18.

Oliveira, J., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2011). Risk-related disclosures by non-finance companies: Portuguese practices and disclosure characteristics. *Managerial Auditing Journal*, 26 (9), 817-839.

Oliveira, R. X., Crabbi, T. M., & Rodrigues, J. M. (2020). Nível de aderência das empresas brasileiras listadas do setor de telecomunicações ao pronunciamento contábil CPC 47. *Revista Ambiente Contábil*, 12 (1), 1-20.

Owusu-Ansah, S. (1998). The Impact of Corporate Attributes on the Extent of Mandatory Disclosure and Reporting by Listed Companies in Zimbabwe. *The International Journal of Accounting*, 33 (5), 605-631.

Patelli, L., & Prencipe, A. (2007). The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder. *European Accounting Review*, 16 (1), 5-33.

Pereira, A. C., & Nascimento, W. S. (2005). Um estudo sobre a Atuação da Auditoria Interna na Detecção de Fraudes nas Empresas do Setor Privado no Estado de São Paulo. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios – FECAP*, 7 (19), 46-56.

Pereira, D. M. V. G (2008). *Um estudo sobre a relação entre o lucro contábil e o disclosure das companhias abertas do setor de materiais básicos: evidências empíricas no mercado brasileiro de capitais* (Dissertação de mestrado). Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília/UFPB/UFPE/UFRN, Recife. Recuperado de <https://repositorio.unb.br/handle/10482/3427>

Popova, T., Georgakopoulos, G., Sotiropoulos, I., & Vasileiou, K. Z. (2013). Mandatory Disclosure and Its Impact on the Company Value. *International Business Research*, 6 (5), 1-16.

Raheja, C. (2005). Determinants of board size and composition: a theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 283-306.

Rezende, C. V., Almeida, N. S., & Lemes, S. (2015). Impacto das IFRS na assimetria de informação evidenciada no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 9 (24), 18-30.

Rossetti, J. P., & Andrade, A. (2012). *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências* (6a ed.). São Paulo, SP: Atlas.

Santos, E. S., Ponte, V. M. R., & Mapurunga, P. V. R. (2014). Adoção Obrigatória do IFRS no Brasil (2010): Índice de Conformidade das Empresas com a Divulgação Requerida e Alguns Fatores Explicativos. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, 25 (65), 161-176.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52 (2), 737–783.

Siegel, S., & Castellan Jr, N. J. (2006). *Estatística não-paramétrica para ciências do comportamento*. Artmed Editora.

Silveira, A. D. M. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil* (Tese de doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. Recuperado <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/pt-br.php>

Singh, M., Mathur, I., & Gleason, K. C. (2004). Governance and Performance Implications of Diversification Strategies: Evidence from Large U.S. Firms. *The Financial Review*, 39, 489-526.

Soheilyfar, F., Tamimi, M., Ahmadi, M. R., & Takhtaei, N. (2014). Disclosure Quality and Corporate Governance: Evidence from Iran. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6 (2), 75-85.

Souza, K. G., Ávila, L. A. C., & Tavares, M. (2017). Um estudo do disclosure tributário nas empresas do setor de telecomunicações. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace*, 8 (1), 17-31.

Spira, L. F., & Page, M. (2003). Risk Management: The Reinvention of Internal Control and the Changing Role of Internal Audit. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 16 (4), 640-661.

Statement of The Business Roundtable. (1990). Corporate Governance and American Competitiveness. *The Business Lawyer*, 46 (1), 241-252.

Tauringana, V., & Chithambo, L. (2016). Determinants of risk disclosure compliance in Malawi: a mixed-method approach. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 6 (2), 111-137.

Tavares, V. B., & Penedo, A. S. T. (2018). Níveis de governança corporativa da B3: interesse e desempenho das empresas - uma análise por meio de redes neurais artificiais. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21 (1), 40-62.

Taylor, G., Tower, G., & Neilson, J. (2010). Corporate communication of financial risk. *Accounting and Finance*, 50, 417-446.

Taylor, G., Tower, G., Zahn, M. V. D., & Neilson, J. (2008). Corporate governance determinants on Australian resource companies' financial instrument disclosure practices. *Asian Review of Accounting*, 16 (1), 56-73.

Theóphilo, C. R. (1998). Algumas Reflexões sobre Pesquisas Empírica em Contabilidade. *Caderno de Estudos*, 10 (19), 9-15.

Vergara, S. C. (2000). *Projetos e relatórios de pesquisa em administração* (3a ed.). São Paulo, SP: Atlas.

Wallace, R. S. O., Naser, K., & Mora, A. (1994). The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain. *Accounting and Business Research*, 25 (7), 41- 53.

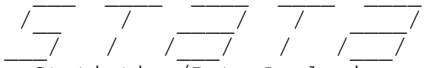
Williamson, O. E. (1996). *The mechanisms of governance*. Oxford: Oxford University Press.

Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*. Cambridge, Mass: MIT Press.

Zango, A. G., Kamardin, H., & Ishak, R. (2016). Audit Quality, Board Gender and Financial Risk Disclosure. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6 (S4), 55-61.

Zeckhauser, R. J., & Pound, J. (1990). *Are large shareholders effective monitors? An investigation of share ownership and corporate performance*. In *Asymmetric information, corporate finance, and investment*, Ed. R Glenn. 149-180. The University of Chicago Press. Recuperado de <https://www.nber.org/chapters/c11471.pdf>.

ANEXO A - PROCEDIMENTOS OPERACIONAIS PARA ESTIMAÇÃO DOS MODELOS DE DADOS EM PAINEL

 (R)
 12.0 Copyright 1985-2011 StataCorp LP
 Statistics/Data Analysis StataCorp
 Special Edition 4905 Lakeway Drive
 College Station, Texas 77845 USA
 800-STATA-PC http://www.stata.com
 979-696-4600 stata@stata.com
 979-696-4601 (fax)

```

gen logtam = log( tam )
xtset cod ano, yearly
regress divulg tac ic duceo coaud conpr logtam roa alav dummy2018 dummysnm
xtreg divulg tac ic duceo coaud conpr logtam roa alav dummy2018 dummysnm, fe
xtreg divulg tac ic duceo coaud conpr logtam roa alav dummy2018 dummysnm, re
xttest0
quietly xtreg divulg tac ic duceo coaud conpr logtam roa alav dummy2018 dummysnm, fe
estimates store fe
quietly xtreg divulg tac ic duceo coaud conpr logtam roa alav dummy2018 dummysnm, re
estimates store re
hausman fe re
quietly xtreg divulg tac ic duceo coaud conpr logtam roa alav dummy2018 dummysnm, fe
xttest3
quietly xtreg divulg tac ic duceo coaud conpr logtam roa alav dummy2018 dummysnm, fe
xtserial divulg tac ic duceo coaud conpr logtam roa alav dummy2018 dummysnm
xi:xtgls divulg tac ic duceo coaud conpr logtam roa alav dummy2018 dummysnm i.cod, igls panels
(heteroskedastic) corr (ar1) force
  
```