

Value-relevance do disclosure: fatores e gestão de riscos em firmas brasileiras*

José Glauber Cavalcante dos Santos¹

 <https://orcid.org/0000-0002-7971-3542>
E-mail: jglauber_cont@hotmail.com

Antonio Carlos Coelho¹

 <https://orcid.org/0000-0002-4126-0955>
E-mail: accoelho47@gmail.com

¹Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza, CE, Brasil

Recebido em 04.07.2017 – Desk aceite em 07.08.2017 – 3ª versão aprovada em 23.02.2018 – Ahead of print em 26.07.2018
Editor Associado: Eliseu Martins

RESUMO

A pesquisa investigou se a evidenciação em relatórios contábeis de informações sobre risco e sobre sua gestão afeta, na margem, a avaliação de firmas no mercado de capitais brasileiro. Questionou-se a existência de *value-relevance* do disclosure de informações relativas a fatores de risco e a estruturas de gestão de riscos. A importância do tema emerge da documentação de que o disclosure sobre os fatores de risco exerce papel estatisticamente significativo na avaliação de firmas em contexto marcado por incerteza econômica e política, caso do mercado brasileiro. Os achados confirmaram que informações sobre o risco mostram relevância informacional para a avaliação das firmas. As informações sobre gestão de risco na firma, por seu turno, não se mostraram significantes para afetar a avaliação das ações das empresas. A investigação sobre o reporte detalhado de distintos fatores de risco apontou que informações individualizadas mostram graus diversos de relevância para avaliação das firmas. Infere-se que a evidenciação de fatores de risco afeta a percepção dos investidores, os quais suportam suas estimativas de retorno também com base na disponibilização e no detalhamento de tais informações. Observou-se, ainda, que a informação sobre estrutura de gestão de riscos não se mostrou *value-relevant*; ademais, poucas firmas publicaram informações sobre a constituição desse tipo de órgão na estrutura administrativa. Recorreu-se à aplicação do modelo *residual income valuation* (RIV) (Ohlson, 1995) por meio de regressões com estimação por dados em painel referentes ao triênio 2012-2014. A amostra, delimitada aleatoriamente, foi constituída por 100 empresas. Os dados sobre evidenciação de risco e evidenciação da gestão de risco foram coletados nos Formulários de Referência das empresas, disponíveis no website da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). Espera-se, como impacto à área de conhecimento, maior amplitude nas discussões sobre a utilidade da divulgação sobre o tema referente a fatores de risco e a existência de órgão específico responsável pela gestão de risco nas firmas, segundo a percepção de investidores. Contribui-se, ainda, trazendo evidências sobre a qualidade de disclosure relativo a risco (fatores e gestão) e a percepção do mercado de capitais quanto à informatividade e à relevância de tais destaques.

Palavras-chave: divulgação de risco, gestão de risco, assimetria informacional, *value-relevance* de disclosure, lucro residual.

Endereço para correspondência

José Glauber Cavalcante dos Santos

Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria
Avenida da Universidade, 2431 – CEP 60020-180
Benfica – Fortaleza – CE – Brasil

*Trabalho apresentado no XI Congresso ANPCONT, Belo Horizonte, MG, Brasil, junho de 2017.



1. INTRODUÇÃO

Esta pesquisa examina a relevância informacional atribuída à divulgação de informações sobre fatores de riscos associados à firma e ao relato acerca da existência da gestão de risco. Espera-se que tal *disclosure* seja relevante para investidores, pois sinaliza a magnitude de perdas esperadas – possíveis e prováveis – do negócio, bem como informa os esforços da gestão para mitigar seus presumíveis efeitos negativos. O relato dos riscos pode explicar movimentos inesperados nos preços de títulos acionários, em decorrência da percepção do mercado em torno da persistência dos lucros de firmas mais ou menos suscetíveis a fatores específicos de risco (Jorion, 2002; Lim & Tan, 2007). O mercado brasileiro é ambiente propício para a análise, pois compreende economia emergente, demarcada pelo ambiente de baixa proteção legal dos investidores que se sentem vulneráveis a potenciais expropriações (Terra & Lima, 2006). O reporte de fontes de risco do negócio e do esforço em gerir fatores de risco contribuiria para o processo de avaliação da firma, facilitando a acurácia de estimativas, reduzindo custo de capital, atraindo, assim, novos investidores e incrementando a liquidez de mercado de seus títulos.

No Brasil, a divulgação de fatores de risco é regulamentada pela Instrução da Comissão de Valores Mobiliários n. 480 (CVM, 2009), no item sobre “fatores de risco que possam influenciar a decisão de investimento” a serem relatados pelas firmas no Formulário de Referência. Nele seriam descritos fatores de risco atrelados à própria empresa, ao controlador, aos acionistas, a controladas, fornecedores e clientes, ao setor de atuação, à regulação e à atuação em países estrangeiros. Sobre a informação da gestão de riscos, também é imperativo à empresa reportar sobre a existência de órgão específico na estrutura administrativa.

A *value-relevance* de *disclosure* de informações específicas tem sido alvo de diversos estudos, conforme atestam Brown, Lo e Lys (1999). O modelo *residual income valuation* (RIV) fornece subsídios para avaliação de firmas como função de lucros residuais e de outras informações que representariam eventos relevantes ainda não incorporados na informação contábil, mas que poderiam afetar lucros futuros (Lopes, Sant’Anna & Costa, 2007; Ohlson, 1995). Assim, pelo modelo Ohlson (1995), o lucro residual do período subsequente depende do lucro residual do período anterior, o que se garante pela premissa da dinâmica informacional linear (DIL); o modelo define, então, que a previsão de lucros anormais futuros baseia-se nessa premissa e nos efeitos dessas outras informações (Coelho & Braga, 2008).

De acordo com Ball e Brown (1968), a contabilidade incorpora diversos componentes na geração do conjunto de informações e, como consequência, o lucro líquido compreende um agregado desses componentes que não são homogêneos. Porém, sabe-se que o lucro líquido não incorpora toda a informação capaz de incrementar mudança nas expectativas, alterando o comportamento do tomador de decisão (Beaver, 1968) e, assim, impactando na avaliação da firma. Com o modelo de Ohlson (1995), torna-se possível verificar empiricamente se “outras informações” disponíveis no mercado, não reconhecidas pelos contadores na apuração do lucro contábil devido a preceitos vigentes em padrões contábeis, são capazes de alterar a estimação de lucros anormais futuros e, por consequência, o valor da firma.

Aplica-se, então, o modelo de Ohlson (1995), avaliando firmas brasileiras, testando se a divulgação sobre fatores de risco e sobre sua gestão, na condição de “outras informações” não captadas nos números contábeis, pode ser considerada item relevante para definição de preço e retorno das firmas. Para Kimura e Pereira (2005), é possível admitir que tais informações podem se mostrar críticas para a determinação do valor das firmas, dado que fontes de incerteza podem impactar os resultados vindouros da firma, fazendo com que práticas com o intuito de gerir o risco e sua divulgação possam aprimorar a estimação do valor do negócio.

A gestão de riscos inclui a divulgação de informações sobre o risco para reduzir assimetria informacional entre gestores e investidores, o que geraria alocação mais eficiente dos recursos entre os agentes econômicos no mercado. Por essa razão, Solomon, Solomon, Norton e Joseph (2000) definem a gestão do risco como prática essencial à maximização do valor dos acionistas, partindo-se da premissa de que, mediante a efetivação do seu relato ao mercado, incrementam-se as chances de sucesso do negócio, subsidiando as decisões de investimento de *shareholders*.

Em seu modelo de avaliação, Ohlson (1995) não especifica quais eventos relevantes podem compor “outras informações”, mas, ao considerá-los, reconhece existir um conjunto de informações capazes de afetar o valor da firma não apuradas pelo método contábil, visto que tais informações estão disponíveis ao mercado e podem alterar, substancialmente, as expectativas do investidor (Ball & Brown, 1968; Beaver, 1968).

Essas informações, de caráter prospectivo, não são incorporadas ao lucro contábil do período, mas, à medida

que se realizam, integram o lucro em períodos futuros, explicando lucros residuais. Os investidores têm interesse no valor da empresa, que pode ser compreendido a partir do valor presente dos fluxos de caixa futuros descontada a taxa ajustada ao risco. O desempenho atual da firma, refletido pelas demonstrações financeiras, não deve ser a única fonte de informações à avaliação da empresa (Kothari, 2001).

O que justificaria a existência de *value-relevance* nas informações acerca do risco é o fato de haver assimetria informacional no mercado. Como a gestão tem discricionariedade e decide qual informação será publicada, sua divulgação afetaria a percepção sobre a relevância e a qualidade do *disclosure*, ou seja, essas comunicações funcionam como sinalização de probabilidade de eventos futuros. Destarte, conjectura-se que a compreensão dos fatores de risco a que a empresa se sujeita, e de sua gestão, apresentar-se-ia como “outras informações”, potenciais variáveis explicativas do valor da firma (Chung, Judge & Li, 2015; Edirisinghe, Gupta & Roth, 2015; Kimura & Pereira, 2005; Solomon et al., 2000).

Com base no exposto, e considerando-se a pertinência de estudos que examinaram a *value-relevance* das informações contábeis (Kothari, 2001) e a propensão que têm fontes de incerteza, passíveis de divulgação, de influenciar na tomada de decisão dos investidores (Silva, Albuquerque, Marcelino & Quirós, 2015), tem-se a questão: a evidenciação de informações nos relatórios contábeis sobre fatores de risco e acerca da existência de órgãos de gestão do risco é *value-relevant* no mercado de capitais brasileiro?

A partir de revisão da literatura sobre o assunto em questão, identificaram-se estudos internacionais (Abraham & Cox, 2007; Beretta & Bozzolan, 2004; Cornaggia, 2013; Dobler, 2008; Edirisinghe et al., 2015; Jorion, 2002; Lim & Tan, 2007; Linsley & Shrivies, 2006; Moumen, Othman & Hussainey, 2015; Solomon et al., 2000) e nacionais (Alves & Cherobim, 2009; Alves & Graça, 2013; Beuren,

Dallabona & Dani, 2011; Cardoso, Mendonça & Riccio, 2004; Carvalho, Trapp & Chan, 2004; Cherobim & Alves, 2006; Fernandes, Souza & Faria, 2010; Peleias, Silva, Guimarães, Machado & Segreti, 2007; Zonatto & Beuren, 2009) que trataram a temática da divulgação do risco e sua gestão, majoritariamente avaliando o conteúdo do *disclosure* e de seus determinantes.

Essa mesma literatura destaca que os riscos de mercado, financeiro, corporativo, estratégico, tecnológico e de ambiente (legal, político e econômico) são mais frequentemente identificados e relatados pelas firmas. Apenas Moumen et al. (2015) tratam da relevância do relato voluntário qualitativo do risco em relatórios financeiros. Para Solomon et al. (2000), a gestão do risco é essencial para maximizar a riqueza dos acionistas e reduzir as chances de mudanças bruscas no lucro. A pesquisa se diferencia porque investiga a *value-relevance* da divulgação normativa de nove fatores de risco e da existência de gestão das fontes de incerteza.

Busca-se corroborar o campo de estudo que investiga a *value-relevance* das informações acerca de risco e sua gestão, consideradas, *a priori*, críticas para avaliação das firmas. Poucas pesquisas consideraram os canais de intermediação moderadores do relacionamento entre risco e seu *disclosure* e o valor das empresas, ou sugerem resultados ainda não conclusivos (Cornaggia, 2013; Edirisinghe et al., 2015; Kimura & Pereira, 2005; Solomon et al., 2000).

Além de contribuir para o fortalecimento do campo de estudos que examina a relevância do *disclosure* para tomada de decisão sobre formação de valor, esta pesquisa fornece evidências do papel que tem a divulgação da gestão de fontes de incerteza como fatores de distinção das firmas em relação à assimetria informacional. Gerencialmente, os resultados e conclusões da pesquisa podem auxiliar gestores quanto ao relato de informações consideradas críticas para maximizar o valor da firma e afetar o comportamento do investidor.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE

Amorin, Lima e Murcia (2012) mencionam que as informações contábeis representam importante variável útil à estimação dos fluxos de caixa futuros das empresas, até mesmo para avaliação do seu risco. Essas colocações sustentam, de maneira indireta, a concepção de que a divulgação de informações em relação ao risco pode ser favorável à avaliação da firma, visto que a definição de risco compreende a incapacidade de se prever fluxos de caixa. Então os investidores optarão pela decisão de

aplicar recursos nas firmas a partir de expectativas sobre a materialização (ou risco) dos resultados futuros que maximizem sua riqueza (Fisher & Hall, 1969). Os estudos de Jorion (2002), Lim e Tam (2007) e Moumen et al. (2015) evidenciam que o relato acerca dos riscos associados à firma é informativo, refletindo na sua avaliação.

De acordo com Elshandidy, Fraser e Hussainey (2013), a divulgação de informações a respeito do risco é decisiva para avaliação da geração de fluxos de caixa futuros pela

firma, porque os investidores identificam os efeitos dos fatores de incerteza no valor da empresa. Mais além, com a divulgação desse tipo de informação, os gestores, além de reduzirem a assimetria informacional, sinalizam para o mercado sua capacidade de identificar, mensurar e gerenciar o risco, viabilizando maior captação de recursos e avaliação mais eficiente da firma pelos investidores. Apesar do exposto, Moumen et al. (2015) explicam que, mesmo com a relevância dirigida à temática da divulgação do risco, esse campo de estudo ainda se põe controverso em se tratando de pesquisas relativas à estratégia de divulgação das firmas. Para os autores, sabe-se pouco sobre a *value-relevance* da divulgação de informações sobre o risco, o que corrobora o desenvolvimento deste estudo.

A atribuição de valor às firmas não deveria ser baseada unicamente nas projeções dos resultados contábeis correntes, mas também em fluxos baseados em “outras informações” relacionadas a perspectivas de crescimento e rentabilidade futura não captadas contabilmente. Em suma, fazem-se necessárias informações sobre os ativos das empresas, além daquelas discriminadas nos demonstrativos contábeis, para adequada decisão sobre investimento (Lauretti, Kayo & Marçal, 2009). Para Solomon et al. (2000), Kimura & Pereira (2005) e Silva et al. (2015), evidenciações acerca do risco e de sua gestão podem enquadrar-se nessa condição por se constituírem fatores relevantes para a estimação de fluxos de caixa futuros.

$$x_t^a = \text{Lucro Líquido}_t - \text{Patrimônio Líquido}_{t-1} \cdot i_t \quad \boxed{2}$$

em que i_t é a *proxy* para a taxa livre de risco do período, ou seja, a remuneração básica do esforço da firma em bater o mercado em termos de retorno.

Segundo premissa da DIL, existe elo entre a persistência das informações contábeis atuais e os lucros residuais futuros. Destarte, o valor de mercado da firma deve ser variável dependente dos resultados anormais futuros esperados que se relacionam com “outras informações” não especificadas no modelo (Coelho & Braga, 2008; Lopes et al., 2007; Ohlson, 1995). O modelo toma ainda como premissas que (i) o valor da firma é igual ao valor presente dos dividendos esperados; e que (ii) os dividendos reduzem o valor do patrimônio líquido sem afetar os lucros atuais (Ohlson, 1995).

A interlocução entre o objeto de estudo e a análise da relevância informacional leva à conjectura de que as informações divulgadas pelas firmas que relatam os riscos e sua gestão poderiam vir a impactar favoravelmente a tomada de decisão do investidor. Com a divulgação, nesse caso específico, de informações sobre risco e sua gestão pelas firmas, é possível obter menor custo de capital e, com isso, maximizar o valor da firma. Isso porque a empresa

O modelo Ohlson (1995) – RIV –, aplicado no Brasil por Lopes et al. (2007), Coelho e Braga (2008), Coelho, Aguiar e Lopes (2011) e Madeira e Costa (2015), possibilita testar empiricamente se “outras informações” decorrentes de eventos relevantes poderiam agregar lucros residuais futuros e, assim, impactar a avaliação atual da firma (Coelho & Braga, 2008; Lopes et al., 2007; Ohlson, 1995). Ohlson (1995) propõe que o valor da firma é função (i) do valor do patrimônio líquido; (ii) do lucro residual futuro a valor presente; e (iii) dos fluxos futuros decorrentes de “outras informações” ainda não captadas pelo processo contábil devido ao conservadorismo. Neste estudo, busca-se verificar a relevância da evidenciação do risco e de sua gestão como variável de formação da avaliação da firma. O modelo Ohlson (1995) explicita a variável “outras informações” no formato da equação 1.

$$P_t = \alpha_0 + y_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t^a + \varepsilon_t \quad \boxed{1}$$

em que P_t é o valor da firma, y_t é o patrimônio líquido, x_t^a representa os lucros anormais e v_t^a corresponde às outras informações. Como a equação 1 é uma função linear, os demais termos referem-se ao intercepto da reta de regressão e ao termo de erro. Em conformidade com o modelo Ohlson (1995), os lucros anormais (x_t^a) são estimados por meio da equação 2.

evita a seleção adversa, decorrente da impossibilidade que tem o investidor de observar a adequação do comportamento do gestor ao intuito de maximização do valor da empresa. Com isso, haveria maior eficiência do mercado em se tratando da alocação de recursos entre agentes econômicos (Akerlof, 1970; Moumen et al., 2015; Sunder, 2014), é o que espera este estudo.

A gestão de riscos pode ser compreendida como parte da estrutura de governança e sua divulgação contribui para minimizar assimetria informacional entre gestor e investidor, uma vez que torna pública a administração de processos cruciais para previsão de ações futuras nas empresas, até mesmo na seleção de medidas que reduzam ou eliminem as incertezas que possam afetar os fluxos de caixa futuros. Então, presume-se que a gestão dos riscos deve ser importante pelas mesmas razões elencadas por Moumen et al. (2015) ao discutirem a relevância da divulgação do risco. A gestão de riscos faz alusão à identificação de fatores que poderiam ocasionar consequências financeiras adversas às firmas, mas também à constituição de medidas que possam prevenir, ou mesmo minimizar, efeitos negativos sobre o valor da empresa.

Gestores e investidores sabem que os primeiros detêm informações que os últimos não têm, sendo a assimetria informacional, portanto, suavizada pela divulgação. Diante disso, devido à discricionariedade, sabendo-se que o gestor decide sobre qual a informação que será divulgada, além de exigências normativas e legais, o *disclosure* poderá afetar as estratégias de investimentos dos *stakeholders*, dando-lhes poder de barganha (Sunder, 2014). Complementarmente, Bertomeu, Beyer e Dye (2011) pontuam que, com a política de divulgação, determina-se a vantagem da informação na tomada de decisão, a perda atrelada aos investimentos e, ainda, o custo de capital das firmas. Para Abraham e Shrivés (2014), a divulgação acerca do risco pode ser influenciada por fatores institucionais e por custos de propriedade, o que reduziria a relevância do *disclosure*.

Acontece que, quando a empresa opta por uma política de *disclosure* mais abrangente ou menos restritiva, o gestor deverá suportar maior monitoramento das partes internas e externas interessadas no negócio (Chung et al., 2015). Seguindo esse raciocínio, teoricamente, as firmas com alto valor teriam mais incentivos para reduzir a assimetria informacional, além de mitigar os riscos da seleção adversa, o que evitaria um desconto no valor da firma (Chen, Cheng, Gong & Tan, 2014). Em suma, mediante sua política de divulgação, os gestores sinalizam ao mercado se a firma é um “limão bom” ou “limão ruim” (Akerlof, 1970), minimizando risco de seleção adversa decorrente da assimetria informacional. Em condições racionais, os gestores tomam boas decisões ou emitem ao mercado “bons sinais” porque são avaliados a partir de suas decisões e da divulgação, até mesmo aquela referente aos fatores de risco (Dervishi & Kadriu, 2014; Elshandidy et al., 2013).

Kimura e Pereira (2005) argumentam e Miihkinen (2013) evidencia que a qualidade do *disclosure* do risco e sua gestão tende a ter relacionamento negativo com a assimetria informacional. Contudo, sabendo-se que o *disclosure* poderia se tornar simbólico a partir do comportamento dos gestores (Abraham & Shrivés, 2014), o estabelecimento de normas poderia incrementar a qualidade da divulgação sobre o risco (Miihkinen, 2012).

O relacionamento entre a divulgação e a avaliação das empresas está suportado empiricamente e evidenciado nas pesquisas de Chen et al. (2014) e Chung et al. (2015). O mercado tende a reagir positivamente à divulgação, mas deve-se destacar que o tipo de informação divulgada pode ter impacto diferenciado no valor da firma (Miller, 2002), pois a divulgação é composta por um amplo espectro de informações que determinam seu valor informativo (Ball & Brown, 1968), fazendo-se relevantes para o investidor ao alterar suas expectativas quanto à tomada de decisão

(Beaver, 1968). O delineamento proposto nesta pesquisa é coerente com a lacuna da quase ausência de estudos que examinaram a *value-relevance* da divulgação de riscos e de sua gestão, o que reforça as colocações de que as evidências apresentadas ainda se mostram incipientes (Moumen et al., 2015).

Dada a relevância da contribuição da divulgação de informações sobre os fatores de risco e a gestão das fontes de risco para a tomada de decisão nas empresas, diversos estudos foram desenvolvidos nesse escopo (Alves & Matias, 2014; Linsley & Shrivés, 2006; Silva et al., 2015). Esta pesquisa relata uma síntese dos achados apresentados por essas investigações. Em geral, esses estudos buscaram caracterizar os relatos sobre o risco e a sua gestão nas empresas no que tange ao seu conteúdo (fatores de risco e instrumentos de gestão aplicados). A teoria do *disclosure* é utilizada na maior parte das pesquisas, direta ou indiretamente, para explicar como esse tipo de divulgação contribui para influenciar a tomada de decisão e gerar valor.

No estudo de Solomon et al. (2000), investigou-se sobre o direcionamento de políticas e de práticas relacionadas à gestão de riscos em fundos de investimento no Reino Unido. Por meio da percepção de 97 gestores, obtida por meio de *survey*, os autores concluíram que quase um terço dos entrevistados admitia a relevância da divulgação do risco para se obter maior acurácia na tomada de decisão das opções de investimento. Destaca-se, no estudo, a contribuição da gestão e da divulgação do risco como instrumentos de governança corporativa.

Beretta e Bozzolan (2004) investigaram os relatos sobre o risco nos relatórios anuais de 85 firmas não financeiras listadas no “mercado tradicional” da bolsa de valores italiana. Com a aplicação de uma proposta de *framework* para analisar a divulgação, identificaram-se nas empresas diversas informações caracterizadas a partir de vários aspectos, dentre os quais estão: financeiro, corporativo, tecnológico, estratégico, ambiente (legal, político, econômico e outros), a perspectiva sinalizada pela informação (favorável, neutra, desfavorável), as medidas tomadas e a orientação externa (decisões, ações, programas e cenário atual). O estudo ainda examinou se o tamanho e o setor afetavam essa divulgação, não sendo encontradas tais relações.

As pesquisas de Abraham e Cox (2007) e Dobler (2008) estavam preocupadas com os determinantes da divulgação do risco. Enquanto que no estudo de Abraham e Cox (2007) evidências mostram que o relato dessas informações, nas 100 empresas constituintes do índice FTSE 100, era influenciado pela governança, tamanho, setor e risco individual das firmas, concentração de propriedade, dupla listagem e pelo aparato regulatório,

Dobler (2008) conclui que não existem incentivos suficientes para divulgação do risco por parte dos gestores, que a omite, limitando o poder informativo dos relatórios das empresas, mesmo em ambientes sujeitos à regulação. O estudo de Elshandidy et al. (2013) também expôs a relação entre nível de risco e divulgação do risco em empresas do Reino Unido, sendo esta ainda influenciada pelo tamanho, governança e auditoria, dentre outros fatores internos e externos à firma.

Jorion (2002) e Lim e Tan (2007) verificaram a relação entre a divulgação da medida quantitativa do valor atribuído ao risco (*value-at-risk* – VAR) e o desempenho de empresas financeiras e não financeiras, respectivamente. O *disclosure* da medida é obrigatório e reflete a grandeza da perda potencial derivada de riscos de mercado. Jorion (2002) analisou oito bancos entre 1995 e 1999 e conclui que a medida era informativa e explicava a variabilidade das receitas dos bancos. Lim e Tan (2007) avaliaram 81 empresas entre 1997 e 2002 e concluíram que altas medidas de risco divulgadas tinham relação com baixos retornos e altos níveis de variabilidade do preço das ações.

Linsley e Shrivies (2006) unificam os objetivos dos estudos de Beretta e Bozzolan (2004) e Abraham e Cox (2007), pois caracterizam a divulgação do risco e examinam quais fatores determinam esse relato. Nos relatórios anuais de 76 firmas no Reino Unido, obtiveram-se informações nas categorias de risco financeiro, operacional e estratégico. Concluiu-se que havia predomínio de informações não monetárias, boas e prospectivas. Quanto aos determinantes, o tamanho das firmas (empresas maiores divulgam mais porque sua visibilidade e sua carteira de *stakeholders* são maiores) e o risco do ambiente onde atuavam (melhoria da percepção do investidor em relação ao risco intrínseco e ao esforço dos gestores na adequada gestão do risco) afetavam esse tipo de divulgação.

Cornaggia (2013) analisou a gestão do risco no contexto dos produtores agrícolas norte-americanos. Obtiveram-se evidências de que a gestão dos riscos tinha relação positiva com o aumento da produtividade, principalmente quando havia a gestão e diversificação conjunta dos riscos entre os produtores. A relação entre gestão do risco e produtividade melhorava em países onde o acesso a fontes de financiamento era maior. Para Cornaggia (2013), seu trabalho ajuda a esclarecer os efeitos da gestão do risco na obtenção de resultados favoráveis e acessibilidade a fontes de financiamento. Nesse caso, destaca-se a condição de redução do custo de capital que decorre das ações para mitigação dos riscos do negócio.

O estudo de Moumen et al. (2015), único identificado na literatura que examina especificamente a *value-relevance* da divulgação do risco [outros foram destacados, como Jorion (2002), Lim e Tan (2007), Lopes et al. (2007), Coelho e Braga (2008), Coelho et al. (2011), Madeira e Costa (2015), examinando a relação entre “outras informações” e o valor das firmas, mas não para o *disclosure* do risco e sua gestão], utiliza o índice proposto por Linsley e Shrivies (2006), com 32 itens de divulgação, aplicado a relatórios anuais de 809 observações, entre 2007 e 2009. Os autores observaram que esse tipo de divulgação é relevante para antecipação de mudanças nos resultados das empresas, sendo essa informação importante à tomada de decisão dos investidores. Moumen et al. (2015) afirmam terem obtido a primeira evidência de utilidade da divulgação do risco em relatórios anuais.

A atenção de pesquisas no Brasil assemelha-se aos propósitos dos estudos internacionais, dando-se foco descritivo e qualitativo à divulgação de informações acerca do risco e de sua gestão. Nos estudos de Carvalho et al. (2004), Cherobim e Alves (2006), Peleias et al. (2007) e Alves e Cherobim (2009), são examinadas empresas financeiras e concluiu-se que, em geral, a divulgação (normativa) não era satisfatória. Em síntese, obteve-se que o *disclosure* era melhor nas firmas estrangeiras; o relato sobre impactos dos fatores de risco no desempenho não era claro e a informação foi considerada insuficiente para suprir demandas informacionais dos investidores e *stakeholders*. A conclusão é condizente com as colocações de Beretta e Bozzolan (2004), que apontam essa evidência como comum em diversas pesquisas sobre o relato do risco.

Fernandes et al. (2010) e Brittes, Salles-Filho e Pfitzner (2015) estudaram os riscos dos setores e da regulação, respectivamente, no setor de energia elétrica. Brittes et al. (2015) obtiveram que os imperativos regulatórios podem expor as empresas a riscos que devem ser combatidos a partir da adequação da gestão das fontes de incerteza. Fernandes et al. (2010), corroborando as pesquisas anteriores, concluíram que a divulgação dos riscos é insatisfatória à tomada de decisão, mas em relação às ofertas públicas de títulos no mercado de capitais.

Cardoso et al. (2004), Zonatto e Beuren (2009), Beuren et al. (2011) e Alves e Graça (2013) concluíram que o *disclosure* sobre o risco e sua gestão não é uniformizado. Além disso, diferentes tipos de risco são relatados pelas empresas em demonstrativos financeiros (mercado, estratégico, financeiro e operacional, dentre outros). Esses autores destacam, também, que vários aspectos carecem de discussão no campo de estudos de *disclosure*

acerca do risco e sua gestão (diferenças de qualidade na divulgação, influência dos fatores culturais e estratégicos inerentes aos gestores na discricionariedade e a relação entre o *disclosure* e a eficiência do mercado).

Esta pesquisa diferencia-se das demais porque não foram observados estudos que examinassem a *value-relevance* das informações divulgadas sobre o risco e sua gestão, sendo Moumen et al. (2015) a exceção, embora sem considerar a gestão do risco em sua análise. O emprego do modelo de Ohlson (1995) é outra diferença, examinando o papel de “outras informações” na avaliação de empresas brasileiras.

Assim, baseando-se na fundamentação teórica apresentada e discutida, o *disclosure* de informações acerca de risco e de sua gestão, por contribuir para a redução da assimetria informacional, afetaria a avaliação da empresa na percepção dos seus agentes financiadores. Com a divulgação das atitudes da gestão sobre risco, sinaliza-se ao mercado a proposta para mitigação de incerteza e seu compromisso com a maximização do valor da firma. Essa prática, em tese, faria com que a empresa aproveitasse oportunidades de mercado não acessíveis aos concorrentes, levando-a à obtenção de vantagens competitivas. Defende-se, ainda, como argumento, que a divulgação dos riscos e de medidas para sua gestão permite ao investidor identificar, com maior acurácia, os impactos que fatores de risco revelados possam ter nos fluxos de caixa futuros e na avaliação das empresas.

Dessa forma, considerando-se a capacidade informativa do *disclosure* nas demonstrações financeiras acerca do risco e da gestão do risco para a precificação de ativos na

condição de “outras informações” (Amorin et al., 2012; Chen et al., 2014; Chung et al., 2015; Cornaggia, 2013; Elshandidy et al., 2013; Fernandes et al., 2010; Kimura & Pereira, 2005; Linsley & Shrivies, 2006; Moumen et al., 2015; Ohlson, 1995; Solomon et al., 2000; Silva et al., 2015), levantam-se as seguintes hipóteses:

H₁: o *disclosure* sobre fatores de risco associados ao negócio da firma é *value-relevant* na percepção dos investidores no processo de avaliação da empresa de forma estatisticamente significante;

H₂: o *disclosure* sobre existência de órgão específico para gestão de risco nas firmas é *value-relevant* na percepção dos investidores no processo de avaliação da empresa de forma estatisticamente significante.

Em relação à hipótese H₁, espera-se que o maior nível de *disclosure* dos fatores de risco conduza o investidor a aprimorar a avaliação da firma. Presume-se que o investidor opte por aplicar recursos com base em amplo conjunto de informações que auxiliem na estimativa de fluxos de caixa futuros, ao invés de decidir com menor nível de divulgação ou nenhuma informação relatada. Em relação à hipótese H₂, espera-se que a informação sobre a existência de órgão na estrutura administrativa que realize gestão de riscos sinalize maior segurança sobre a continuidade do negócio e sobre a pertinência em divulgar os fatores de risco. A não rejeição das hipóteses implicaria que os dados contábeis por si só não explicam todo o processo de avaliação das firmas; a existência de outras informações alteraria a avaliação, assumindo-se a premissa da DIL, própria do modelo Ohlson (1995).

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Tomou-se como população da pesquisa as 508 firmas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) na data da coleta (27 de novembro de 2015). Partindo-se de população finita, o tamanho amostral (*n*) foi calculado considerando-se o nível de confiança de 95%, a maximização do dimensionamento da amostra e o erro amostral de 5%. Isso resultou em amostra estimada de 219 firmas selecionadas aleatoriamente. Dessas, excluíram-se empresas que (i) não dispunham do valor de mercado no banco de dados Economatica®; (ii) não disponibilizaram demonstrações financeiras acessíveis na BM&FBOVESPA; (iii) apresentaram patrimônio líquido negativo, tudo isso referente ao período de análise (2012-2014). Após as exclusões, remanesceram 100 empresas (300 observações-

ano); para o processamento do modelo de teste e demais estatísticas, selecionou-se a ação com maior liquidez de negociação, segundo a Economatica®.

Sobre o período aludido, destaca-se sua relevância em função de ele compreender parte do horizonte temporal demarcado pela recessão econômica no Brasil, arrastando-se desde 2009, com agravação em 2015 (Martins & Paulo, 2016). Isso porque, com a integração entre os mercados, ambientes econômicos assim caracterizados poderiam interferir sobre a divulgação e a assimetria informacional, impactando a precificação de ativos da firma mediante percepção dos investidores (Bergmann, Securato, Savoia & Contani, 2015; Martins & Paulo, 2016).

Para testar a conjectura de que as informações acerca do risco e de sua gestão podem não estar integralmente contempladas nos lucros contábeis, mas podem ser

refletidas em resultados futuros, utilizou-se o modelo de Ohlson (1995), conforme a equação 3.

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 PL_t + \alpha_2 LA_t + \alpha_3 InfRisco_t + \alpha_4 GesRisco_t + \varepsilon_t$$

3

em que P_t é o logaritmo natural do valor de mercado das firmas (vide Economatica®), PL_t é o logaritmo natural do patrimônio líquido (vide demonstrações financeiras), LA_t é o lucro anormal calculado conforme equação 2, escalado por PL_{t-1} , sendo *proxy* da taxa livre de risco o Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) sugerido por Lopes et al. (2007) e aplicado em Madeira e Costa (2015), $InfRisco_t$ é o índice do volume de *disclosure* de fatores de risco e $GesRisco_t$ é o *disclosure* de existência de órgão de gestão de risco, *dummy* com 1 para existência e 0 em caso contrário.

O *disclosure* acerca dos fatores de risco foi observado a partir dos “fatores de risco que possam influenciar a decisão de investimento” relatados pelas firmas nos Formulários de Referência, conforme a Instrução CVM n. 480 (CVM, 2009). Essa instrução requer das empresas a divulgação de fatores de risco atrelados a (i) emissor; (ii) controlador; (iii) acionistas; (iv) controladas; (v) fornecedores; (vi) clientes; (vii) setores; (viii) regulação; e (ix) atuação em países estrangeiros, descritos no Item 4.1 do Formulário de Referência – Descrição – Fatores de Risco.

A mensuração da variável deu-se da seguinte forma: realizando a firma caracterização dos fatores de risco no Formulário de Referência, ou caso houvesse detalhamento da razão pela qual a informação fora omitida, atribuiu-se um escore para cada fator de risco dentre os nove possíveis, e 0 no caso oposto. Para efeito de inclusão no modelo da equação 3, optou-se pela média da pontuação da empresa, considerando os nove fatores, sendo 0 a pontuação mínima e 1 a máxima, criando-se assim um “índice” de divulgação dos fatores de risco.

Optou-se, adicionalmente, pela análise de *value-relevance* individualizada para cada um dos nove fatores de risco, sendo transformada a variável $InfRisco_t$ em nove *dummies* com 1 para divulgação do fator e 0 em caso contrário. A análise se fundamenta porque, mesmo

com evidências teóricas e empíricas do impacto do *disclosure* no processo de avaliação da firma (Chen et al., 2014; Chung et al., 2015), cabem ressalvas, visto que o tipo de informação relatada poderia definir o sentido dessa relação (Miller, 2002). Assumir tal prerrogativa, tratando-se do *disclosure* sobre risco, não é apenas prudência porque são referidas diferentes “categorias” deste tipo de *disclosure* nos estudos de Beretta e Bozzolan (2004), Cardoso et al. (2004), Linsley e Shrivies (2006), Zonatto e Beuren (2009), Beuren et al. (2011) e Alves e Graça (2013).

Já o *disclosure* sobre gestão de risco na firma foi observado no Formulário de Referência das empresas, no Item 12.1 – Estrutura Administrativa, no qual é descrita a composição da administração e os órgãos que a auxiliam na gestão. Buscou-se a estrutura constituída sob a responsabilidade de gerir riscos atrelados ao negócio. Quando havia gestão de risco, optou-se por atribuir 1 e 0 nos casos contrários.

A relevância informacional foi verificada por meio dos coeficientes das variáveis de *disclosure* do risco e gestão do risco quando estatisticamente significantes. Todos os dados financeiros necessários ao desenvolvimento da pesquisa foram coletados nas demonstrações financeiras padronizadas das empresas acessíveis no website da BM&FBOVESPA. A estimação do modelo 3 foi realizada com regressão com dados em painel, adotando-se a modalidade indicada pelos testes de Breusch-Pagan e Hausman aplicados para cada processamento; utilizou-se ademais modelagem robusta. Os dados receberam tratamento de “winsorização” aplicado às observações contidas nas extremidades da distribuição, englobando 5% em cada cauda relativos às variáveis contínuas. Deve-se destacar que esse procedimento incrementou a consistência dos coeficientes do modelo, principalmente em relação ao retorno anormal.

4. RESULTADOS

4.1 Efeitos do *Disclosure* sobre o Risco e sua Gestão no Valor das Firmas

Antes da análise de relevância propriamente dita, a Tabela 1 dispõe a estatística descritiva das variáveis consideradas no modelo de *value-relevance*.

Tabela 1

Estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa

Estatística descritiva	Período	P_t	PL_t	LA_t	$InfRisco_t$
Média	2012	14,2659	13,8864	0,0131	0,9033
	2013	14,2373	13,9211	0,0011	0,9033
	2014	14,0206	13,9482	-0,0460	0,9111
	2012-2014	14,1746	13,9186	-0,0106	0,9059
Desvio padrão	2012	1,9013	1,8441	0,2416	0,2117
	2013	1,9042	1,8825	0,2269	0,2146
	2014	2,0463	1,9543	0,2068	0,2065
	2012-2014	1,9483	1,8880	0,2263	0,2103
Mínimo	2012	10,7699	7,6643	-0,7712	0,0000
	2013	10,8366	7,8095	-0,8320	0,0000
	2014	10,3835	7,6653	-1,0523	0,0000
	2012-2014	10,3835	7,6643	-1,0523	0,0000
Máximo	2012	19,3562	19,6169	1,3739	1,0000
	2013	19,1847	19,6715	0,7913	1,0000
	2014	19,0253	19,5544	0,6795	1,0000
	2012-2014	19,3562	19,6715	1,3739	1,0000
Mediana	2012	14,2958	13,9345	0,0056	1,0000
	2013	14,2355	13,9960	0,0142	1,0000
	2014	13,7637	14,0602	-0,0311	1,0000
	2012-2014	14,1542	14,0068	-0,0071	1,0000

Nota: as variáveis estão descritas no texto.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Percebe-se, a partir da Tabela 1, que o valor das empresas e o lucro anormal reduziram suas médias no período, talvez em consequência dos efeitos de recessão econômica e baixo otimismo no mercado. Em direção oposta, o patrimônio líquido médio aumentou. A divulgação dos fatores de risco mostra-se satisfatória na amostra. Sobre a gestão de risco, 71 observações tinham a informação sobre a existência desse órgão administrativo específico nas firmas, 24% do total. As firmas com gestão de risco têm melhores resultados de divulgação dos fatores de risco (média: 0,9390 contra

0,8957; amplitude: 0,4444 contra 1,000; desvio padrão: 0,1185 contra 0,2307), o que pode sinalizar o impacto da gestão do risco no *disclosure*. Por se tratar de variável dicotômica, a gestão de risco não foi incluída na análise descritiva.

Os resultados apontados na Tabela 2 reproduzem o processamento de quatro formulações da equação 3 e sinalizam haver diferentes graus de relevância das informações contábeis e da evidenciação de informações sobre os fatores de risco e sua gestão no processo de avaliação das firmas no mercado acionário brasileiro.

Tabela 2*Value-relevance e disclosure de risco*

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 PL_t + \alpha_2 LA_t + \alpha_3 InfRisco_t + \alpha_4 GesRisco_t + \varepsilon_t$$

Parâmetros	a	b	c	d
α_0	9,73***	9,90***	2,23***	2,60***
α_1	0,32***	0,35***	0,86***	0,87***
α_2	0,99***	1,06***	1,36***	1,40***
α_3	-	-0,72***	-	-0,56
α_4	-	-	0,08	0,10
Estatística F	9,91***	11,96***	256,15***	275,09***
R ²	0,1263	0,1623	0,7847*	0,7798*
Estimação	Efeitos fixos	Efeitos fixos	Efeitos aleatórios	Efeitos aleatórios
Observações (n)	300	300	300	300

a = *residual income valuation (RIV)*; b = *fatores de risco*; c = *gestão de risco*; d = *formulação completa*.

* = R² para estimação com efeitos fixos é 0,1374 e 0,1887, embora os testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman levem à sua rejeição; *** = nível de significância de 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na primeira coluna confirma-se a proposição de Ohlson (1995), que os lucros anormais se manifestam como relevantes para explicar a avaliação de empresas por investidores e acionistas; ademais, a premissa do modelo é atendida, já que o coeficiente relativo ao lucro é positivo e menor que 1, ou seja, os agregados contábeis têm valor informacional, patrimônio líquido e lucros residuais mostram significância.

Percebe-se, em contrapartida, que a introdução das variáveis referentes a outras informações, apesar de elevar o coeficiente de determinação das regressões, perturba sobremaneira a interpretação dos coeficientes, principalmente no que diz respeito aos processamentos nas colunas c e d, dado que, nesses casos, não há significância quanto às variáveis representativas de qualquer dimensão do risco, levando os coeficientes concernentes ao lucro anormal a violar as premissas do RIV.

Contudo, a *disclosure* sobre o conjunto dos diferentes fatores de risco estaria contribuindo para o processo de precificação dos títulos, não observado o mesmo a respeito da informação sobre o órgão de gestão dos fatores de risco. No caso da coluna b, então, as informações sobre risco apresentam-se significantes e consistentes com o processo de *value-relevance*; em verdade, por sua natureza negativa, amortece-se o peso do lucro anormal na avaliação.

Neste resultado, corroboram-se as posições decorrentes de discussão ou de verificação empírica oriundas das pesquisas de Solomon et al. (2000), Beretta e Bozzolan (2004), Linsley e Shrivies (2006), Alves e Matias (2014), Moumen et al. (2015) e Silva et al. (2015). Todos argumentam que o *disclosure* sobre o risco é priorizado no processo de avaliação de firmas.

Porém, deve-se ressaltar que nenhuma das pesquisas citadas estudou o contexto do mercado acionário brasileiro,

fato que incentiva a emergência de questionamentos sobre a utilidade e a qualidade desse tipo de evidenciação. Acrescenta-se que os estudos mencionados põem as informações acerca do risco, quando relatadas, como elemento que ajuda a avaliação.

Em estudos que segregaram setor econômico, mencionando-se Carvalho et al. (2004), Cherobim e Alves (2006), Peleias et al. (2007), Alves e Cherobim (2009) e Fernandes et al. (2010), não se corrobora a evidência de relevância do *disclosure* do risco. Todos investigaram segmentos regulados, o financeiro e o de energia elétrica, concluindo que o relato sobre o risco não era satisfatório e marcado pela baixa qualidade e pouca relevância.

É prudente destacar que a taxa de divulgação dos fatores de risco é elevada, com a maior parte das empresas divulgando sobre risco em volume acentuado. Contudo, percebeu-se que o conteúdo informacional presente nos relatórios das firmas praticamente não variou nos três anos de análise, retirando a variabilidade na percepção dos investidores e talvez explicando a relação negativa, contrária às expectativas. As firmas do Brasil têm, como prática, a repetição do relato das fontes de risco, o que não garante adequada avaliação dos títulos.

O *disclosure* sobre a gestão de risco apresentou coeficiente estatisticamente igual a 0, o que aponta para a inexistência de relevância informacional desse tipo de relato no mercado acionário brasileiro. Tal evidência confronta Solomon et al. (2000), Fernandes et al. (2010), Cornaggia (2013), que estudam ou discutem a contribuição, mesmo que potencial, da gestão de riscos na condição de instrumento de governança corporativa para as firmas.

Poderia ser objeto de outros estudos investigar como a instituição desse órgão na estrutura administrativa atua na solução de conflitos de agência e incremento da acurácia no processo de tomada de decisão de investidores no ambiente brasileiro, o que não foi tratado nesta pesquisa. O que se espera da gestão de riscos é a capacidade de identificar e mitigar elementos capazes de maximizar efeitos negativos sobre o patrimônio das firmas. Apesar da prerrogativa, a gestão de risco como informação relatada não se mostrou informativa.

A constatação pode trazer à tona questões sobre a contribuição do ambiente institucional brasileiro no que tange a *value-relevance* dos agregados contábeis. Para tanto, outros estudos podem considerar esse aspecto. Admitindo-se que determinadas características da conjuntura econômica possam ser geratrizes de diferenças de percepção e utilidade do *disclosure* (Bergmann et

al., 2015; Lopes et al., 2007; Martins & Paulo, 2016), o mercado acionário brasileiro poderia não atribuir relevância à informação da gestão de risco instituída devido a ineficiências desse mercado.

Apenas 24% das observações fazem alusão à existência de gestão de risco instituída como órgão de auxílio da administração. Nessas condições, haveria razões para acreditar que a gestão de riscos não seria capaz de afetar o valor do negócio. Destaca-se que a instituição da gestão de riscos não é obrigatória. Mesmo carregando sua importância, conforme a parcela dos estudos aqui trazidos, a informação sobre a existência de gestão de riscos não se pôs relevante no âmbito da avaliação das firmas.

Também foram destacados resultados alusivos à relevância informacional de cada fator de risco, conforme exposto na Tabela 3.

Tabela 3

Value-relevance do disclosure dos fatores de risco

$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 PL_t + \alpha_2 LA_t + \alpha_3 InfRisco_t + \varepsilon_t$						
Fatores	α_0	α_1	α_2	α_3	Estatística F	R ²
1	9,96***	0,38***	0,99***	-1,06***	Ausente ^a	0,1592
2	9,83***	0,35***	1,00***	-0,64**	9,42***	0,1509
3	9,88***	0,33***	1,04***	-0,28*	10,43***	0,1427
4	9,90***	0,33***	1,06***	-0,30**	10,76***	0,1458
5	9,70***	0,36***	1,09***	-0,56**	11,31***	0,1641
6	9,73***	0,35***	1,06***	-0,48**	10,86***	0,1539
7	9,85***	0,35***	1,00***	-0,63**	9,42***	0,1509
8	9,83***	0,35***	1,00***	-0,63**	9,42***	0,1509
9	9,83***	0,33***	1,01***	-0,30*	9,65***	0,1428

Notas: $n = 300$; estimação dos modelos por efeitos fixos; fator 1 (emissor), fator 2 (controlador), fator 3 (acionistas), fator 4 (controladas), fator 5 (fornecedores), fator 6 (clientes), fator 7 (setores), fator 8 (regulação), fator 9 (atuação em países estrangeiros).

$a =$ os resultados da estimativa F são ausentes no modelo com inserção da matriz de White, mas significativa a 1%, não havendo inserção.

***, **, * = nível de significância de 1, 5 e 10%, respectivamente;

Fonte: Elaborada pelos autores.

Percebe-se que o *disclosure* de cada fator de risco também se manifesta significativa e relevante para o processo de avaliação. Mais de 97% das observações fizeram relato de riscos relacionados ao emissor (fator 1), o que pode explicar a ausência da estatística F nesse modelo robusto. Nesse campo, as firmas apontaram aspectos do endividamento, definição estratégica, relacionamento com agentes econômicos, capacidade operacional, corrupção, concorrência, manutenção de seu capital humano e infraestrutura.

Destacam-se com maior *value-relevance* os fatores 2, 7 e 8 (controlador, setor e regulação). Informações

sobre riscos relativos aos acionistas e às controladas, representadas pelos fatores 3 e 4, detêm menor valor informativo para a precificação. Destarte, mostra-se que os diferentes tipos de risco geram diferentes expectativas na avaliação, sugerindo que o tipo de risco pode ser determinante à atribuição de valor e à tomada de decisão. Com isso, apóiam-se as pesquisas de Miller (2002), Beretta e Bozzolan (2004), Cardoso et al. (2004), Linsley e Shrivess (2006), Zonatto e Beuren (2009), Fernandes et al. (2010), Beuren et al. (2011), Alves e Graça (2013) e Brittes et al. (2015). Esses estudos sugerem que o tipo de *disclosure* sobre o risco tem valor informativo.

4.2 Discussão

Os achados reforçaram a ideia de que investidores não somente carecem, mas utilizam informações suplementares àquelas evidenciadas pelos demonstrativos contábeis (Lauretti et al., 2009) na precificação de títulos, ratificando-se a contribuição do modelo RIV proposto por Ohlson (1995). A identificação de evidências que sugerem a utilidade do *disclosure* associada a fatores de risco do negócio leva a crer que o mercado de capitais brasileiro avalia o amplo espectro de informações disponíveis, elegendo quais detêm relevância informacional, portanto capazes de alterar expectativas de decisão (Ball & Brown, 1968; Beaver, 1968).

Em contrapartida, pode-se verificar que o tipo de divulgação (Miller, 2002), além da sua natureza ou finalidade, denota diferentes interpretações pelos investidores. Levanta-se tal aspecto pois deve-se relembrar que inferências sobre a *value-relevance* são essencialmente diferentes nos comparativos das informações sobre os fatores de risco e sobre sua gestão. Enquanto a última não apontou relevância informacional, o volume de informações sobre os fatores de risco, bem como o tipo de relato acerca do risco, apontou *value-relevance*.

O benefício da redução da assimetria deve ser avaliado com cuidado segundo o tipo de informação relatada, é o que demonstram os resultados apresentados. Os gestores sinalizam para investidores sua capacidade em identificar, mensurar e gerenciar o risco com essas informações. Com isso, dando-lhes poder de barganha (Sunder, 2014), determinam a vantagem dessas informações na tomada de decisão (Bertomeu et al., 2011). Nesta pesquisa, aponta-se que se a redução da assimetria diz respeito ao relato do risco, a avaliação da firma tende a ser menor no mercado. Isso poderia se dar porque o investidor é pessimista e opta

por antecipar os riscos na avaliação, não sobreavaliando o negócio. Outra razão seria a invariabilidade observada no *disclosure* dos fatores de risco e a *value-relevance* nula da gestão de riscos.

Lopes et al. (2007), Abraham e Shrivies (2014), Bergmann et al. (2015) e Martins e Paulo (2016) ressaltam que o ambiente institucional, além de características da firma, como os custos de propriedade, pode interferir na relevância do *disclosure*. A divulgação dos fatores de risco mostra-se redutor do valor, levando o mercado a exigir maior prêmio pelos papéis dessas firmas. Uma explicação razoável deve-se às características do mercado brasileiro: baseado em crédito, forte vinculação entre aspectos tributários e contábeis, influência governamental no estabelecimento de normas (mitigado devido à convergência contábil às normas internacionais) e influência do direito romano na elaboração das leis (Lopes et al., 2007). Esses fatores imperam sobre a contabilidade, a relevância informacional e o *disclosure* e talvez expliquem o porquê da gestão de risco, presente em pouquíssimas firmas, ter reflexo inexistente no valor.

A evidência trazida corrobora a afirmação de que as informações contábeis representam importante variável útil à estimação dos fluxos de caixa futuros das empresas (Amorin et al., 2012) e converge à concepção de que investidores optam pela decisão de aplicar recursos nas firmas a partir de expectativas sobre a materialização dos resultados futuros (Fisher & Hall, 1969) segundo a teoria do *disclosure*. A firma, representada pela gestão, precisa emitir “bons sinais” ao mercado. Dessa forma, a divulgação dos fatores de risco representa esse “bom sinal”, comparativamente com a ausência de divulgação (Akerlof, 1970; Dervishi & Kadriu, 2014; Elshandidy et al., 2013), dado que contribuem para a formação do valor da firma.

5. CONCLUSÃO

A pesquisa cumpriu seu objetivo, mostrando o impacto das informações sobre fatores de risco e sobre existência de órgão de gestão de risco, evidenciadas em demonstrações contábeis para o processo de avaliação de firmas do Brasil, na percepção de investidores. Concluiu-se que o tipo de *disclosure* estudado interfere na atribuição de valor ao negócio, o que sugere que outras informações, não reconhecidas no processo contábil de avaliação da firma, nesse caso aquelas associadas a informações sobre fatores de risco e sobre órgãos de gestão de risco, interferem no processo de *valuation* no mercado de capitais, em adição à avaliação estritamente contábil.

Das hipóteses levantadas, não se rejeita aquela que sugere a relevância do relato correspondente ao volume informacional sobre os fatores de risco no processo de avaliação de títulos. Obteve-se ainda que, individualmente, a informação sobre fatores de risco mostra-se relevante para a avaliação das firmas em graus diversos. Já a hipótese que sugere *value-relevance* da informação alusiva aos órgãos de gerenciamento do risco foi rejeitada. Os resultados sinalizaram que a divulgação dos fatores de risco modera a superavaliação das ações das empresas e que a informação sobre constituição de órgão específico para a gestão do risco não é levada em conta pelos

investidores para a precificação dos títulos. Destarte, alternativas poderiam ser exploradas adiante em outros estudos, como, por exemplo, o efeito interativo entre o *disclosure* dos fatores de risco e de órgão de gestão de risco com os números contábeis, ajudando a explicar a relevância dos preditores puramente contábeis.

Este estudo trouxe aspectos que agregam ao campo de investigação sobre *disclosure*, mais especificamente acerca da evidência associada aos fatores de risco considerados pelas empresas em seus negócios. A multiplicidade de variáveis descritas nos relatórios como fonte de possíveis efeitos adversos financeiramente, tais como a concorrência, instabilidade política, situação econômica mundial, desenvolvimento tecnológico e escassez de recursos sugere a complexidade inerente ao processo de precificação dos ativos, pressupondo subjetividade e discricionariedade por parte dos agentes.

Este poderia ser ambiente fértil de pesquisas interessadas em qualificar os fatores de risco em mercados específicos, ajudando a entender as razões pelas quais o *disclosure* sobre fatores de risco afeta o processo de avaliação das empresas no Brasil, enquanto que a informação acerca do órgão de gestão de risco não se mostrou relevante. Gerencialmente, a pesquisa pode incentivar gestores na elaboração de relatórios dotados de maior qualidade informativa, visto que foram observadas diversas empresas que, em geral, repetiam as informações que caracterizavam os riscos do negócio nos três anos estudados. Em suma, o investidor tende a reduzir o valor da firma ou julgar irrelevante a divulgação, uma vez que ela é invariável no período.

A imutabilidade do *disclosure* dos fatores de risco põe em xeque a atuação efetiva da gestão no que importa à avaliação dos fatores de risco do negócio, retratando-os com fidedignidade nos relatórios. O outro lado da moeda é presumir antecipadamente a ineficiência da gestão de riscos, pois se a divulgação não muda, é pouco provável que as fontes de incerteza do negócio permaneceram constantes ao longo dos três anos averiguados. Dessa forma, o mercado pode entender que o *disclosure* refletiria tão somente a elevação de custos e a ineficiência

administrativa e de monitoramento da gestão, ajudando a explicar a *value-relevance* obtida nesta pesquisa. Na breve análise descritiva, foi possível notar que o relato é um pouco superior (na média) nas empresas com órgão de gestão de riscos constituído, apesar da baixa adesão à constituição desse mecanismo de governança.

A pesquisa contribui ao investigar como a divulgação praticada, o risco percebido e o valor da firma podem estar relacionados no mercado brasileiro. São dados subsídios para questionar os processos de atribuição de valor e a tomada de decisão com base no *disclosure* das fontes de incerteza e sua gestão nas empresas. Isso auxilia gestores e investidores quanto ao relato e identificação de informações consideradas críticas para maximizar o valor da firma.

Este estudo é limitado, sendo a compreensão dessas restrições pertinente para uma melhor avaliação dos resultados explanados. Menciona-se que:

- a. A mensuração das variáveis associadas ao risco (fatores e gestão) compreendeu apenas a verificação da existência da informação, não investigando a fundo o conteúdo relativo ao *disclosure*. Essa evidência, caso explorada, poderia contribuir para a análise sugerida;
- b. Os modelos econométricos constituem painel curto e podem gerar elevadas diferenças entre os estimadores das abordagens com efeito fixo e aleatório. Assim, poderiam ser realizados estudos que explorassem horizontes temporais superiores;
- c. Mesmo com delimitação amostral inicial abrangente e aleatória, fatores restritivos inerentes à etapa de coleta imperaram sobre a determinação da amostra final. Nesse sentido, elevar o número de observações poderia dar robustez aos resultados alcançados;
- d. Deve-se lembrar que quaisquer generalizações desses resultados e conclusões precisam considerar as características constantes no polo metodológico do estudo, visto que estão condicionados à abordagem seguida nesta pesquisa. Novas investigações podem trazer outras perspectivas quando extrapolam as limitações descritas.

REFERÊNCIAS

- Abraham, S., & Cox, P. (2007). Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. *The British Accounting Review*, 39(3), 227-248.
- Abraham, S., & Shrivies, P. J. (2014). Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports. *The British Accounting Review*, 46(1), 91-107.

- Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3) 488-500.
- Alves, C. A. M., & Cherobim, A. P. M. S. (2009). Análise do nível de divulgação do risco operacional segundo recomendações

- do comitê da Basileia: estudo em bancos do país e do exterior. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(2), 57-86.
- Alves, M. T. V. D., & Graça, M. L. (2013). Divulgação de informação sobre o risco de mercado: um caso de empresas do PSI20. *Revista Universo Contábil*, 9(3), 163-184.
- Alves, M. T., & Matias, F. J. F. (2014). Gestão e divulgação do risco operacional e os acordos de Basileia: o caso dos maiores bancos portugueses. *Revista Universo Contábil*, 10(3), 172-193.
- Amorin, A. L. G. C., Lima, I. S., & Murcia, F. D-R. (2012). Análise da relação entre as informações contábeis e o risco sistemático no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(60), 199-211.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6(1), 67-92.
- Beretta, S., & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39(3), 265-288.
- Bergmann, D. R., Securato, J. R., Savoia, J. R. F., & Contani, E. A. R. (2015). U.S. subprime financial crisis contagion on BRIC and European Union stock markets. *Revista de Administração da USP*, 50(2), 229-240.
- Bertomeu, J., Beyer, A., & Dye, R. (2011). Capital structure, cost of capital, and voluntary and disclosures. *Forthcoming in the Accounting Review*, 86(3), 857-886.
- 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.
- Brittes, J. L. P., Salles-filho, S. L. M., & Pfitzner, M. S. (2015). Avaliação do risco regulatório em pesquisa & desenvolvimento no setor elétrico brasileiro. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(2), 193-211.
- Brown, S., Lo, K., & Lys, T. (1999). Use of R² in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 83-115.
- Cardoso, R. L., Mendonça, O. R., & Riccio, E. L. (2004). A evolução recente da transparência dos fatores de risco nas informações contábeis: uma análise de empresas brasileiras de telecomunicações. *Revista de Administração Mackenzie*, 5(2), 13-35.
- Carvalho, L. N. G., Trapp, A. C. G., & Chan, B. L. (2004). *Disclosure e risco operacional: uma abordagem comparativa em instituições financeiras que atuam no Brasil, na Europa e nos Estados Unidos. Revista de Administração da USP*, 39(3), 264-273.
- Chen, J. J., Cheng, X., Gong, S. X., & Tan, Y. (2014). Do higher value firms voluntarily disclose more information? Evidence from China. *The British Accounting Review*, 46(1), 18-32.
- Cherobim, A. P. M. S., & Alves, C. A. M. (2006). Investigação sobre evidenci a do risco operacional: estudo multicaso em institui es financeiras brasileiras. *Revista de Administra o e Contabilidade da Unisinos*, 3(2), 124-138.
- Chung, H., Judge, W. Q., & Li, Y-H. (2015). Voluntary disclosure, excess executive compensation, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 32(C), 64-90.
- Coelho, A. C., Aguiar, A. B., & Lopes, A. B. (2011). Relationship between abnormal earnings persistence, industry structure, and market share in Brazilian public firms. *Brazilian Administration Review*, 8(1), 48-67.
- Coelho, A. C., Braga, A. (2008). Relacionamento entre persistência do lucro residual e participa o de mercado em firmas de capital aberto. *Revista de Contabilidade e Organiza es*, 2(3), 3-18.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2009). *Instru o CVM 480, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos   negocia o em mercados regulamentados de valores mobiliários*. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst480.html>
- Cornaggia, J. (2013). Does risk management matter? Evidence from the U.S. agricultural industry. *Journal of Financial Economics*, 109(2), 419-440.
- Dervishi, A., & Kadriu, I. (2014). Decision making under the conditions of risk and uncertainty in some enterprises of Prishtina and Ferizaj. *European Scientific Journal*, 1(Special), 224-228.
- Dobler, M. (2008). Incentives for risk reporting – A discretionary disclosure and cheap talk approach. *The International Journal of Accounting*, 43(2), 184-806.
- Edirisinghe, C., Gupta, A., & Roth, W. (2015, November). Risk assessment based on the analysis of the impact of contagion flow. *Journal of Banking & Finance*, 60, 209-223.
- Elshandidy, T., Fraser, I., & Hussainey, K. (2013). Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: evidence from UK FTSE all-share companies. *International Review of Financial Analysis*, 30(2013), 320-333.
- Fernandes, F. C., Souza, J. A. L., & Faria, A. C. (2010). Evidencia o de riscos e capta o de recursos no mercado de capitais: um estudo do setor de energia elétrica. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 13(1), 59-73.
- Fisher, I. N., & Hall, G. R. (1969). Risk and corporate rates of returns. *The Quarterly Journal of Economics*, 83(1), 79-92.
- Jorion, P. (2002). How informative are value-at-risk disclosures? *The Accounting Review*, 77(4), 911-931.
- Kimura, H., & Perera, L. C. J. (2005). Modelo de otimiza o da gestão do risco em empresas não financeiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 16(37), 59-72.
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 105-231.
- Lauretti, C. M., Kayo, E. K., & Mar al, E. F. (2009). A sobrerrea o do mercado   informa o intangivel. *Revista Brasileira de Finanças*, 7(1), 215-236.
- Lim, C. Y., & Tan, P. M. S. (2007). Value relevance of value-at-risk disclosure. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 29(4), 353-370.
- Linsley, P. M., & Shrivs, P. J. (2006). Risk reporting: a study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38(4), 387-404.
- Lopes, A. B., Sant'Anna, D. P., & Costa, F. M. (2007). A relevância das informa es contábeis na Bovespa a partir do arcabouço

- teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de *residual income valuation* e *abnormal earnings growth*. *Revista de Administração da USP*, 42(4), 497-510.
- Madeira, F. L., & Costa, J. V., Jr. (2015). *Value relevance* dos outros resultados abrangentes nas companhias abertas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(2), 204-217.
- Martins, O. S., & Paulo, E. (2016). Efeitos crise e divulgação sobre a assimetria de informação no mercado acionário brasileiro. *Contabilidade Vista & Revista*, 27(2), 113-133.
- Miihakinen, A. (2012). What drives quality of firm risk disclosure? The impact of a national disclosure standard and reporting incentives under IFRS. *The International Journal of Accounting*, 47(4), 437-468.
- Miihakinen, A. (2013). The usefulness of firm risk disclosures under different firm riskiness, investor-interest, and market conditions: new evidence from Finland. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 29(2), 312-331.
- Miller, G. S. (2002). Earnings performance and discretionary disclosure. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 173-204.
- Moumen, N., Othman, H. B., & Hussainey, K. (2015). The value relevance of risk disclosure in annual reports: evidence from MENA emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 34(C), 177-204.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687.
- Peleias, I. R., Silva, A. J. M., Guimarães, I. C., Machado, L. S., & Segreti, J. B. (2007). Demonstrações contábeis de bancos brasileiros: análise da evidenciação oferecida à luz do gerenciamento de riscos. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 4(1), 22-36.
- Silva, M. L., Albuquerque, F. H. F., Marcelino, M. M., & Quirós, J. T. (2015). A divulgação do risco nas demonstrações financeiras: uma análise ao anexo das sociedades não financeiras portuguesas. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 9(3), 331-354.
- Solomon, J. F., Solomon, A., Norton, S. D., & Joseph, N. (2000). A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform. *British Accounting Review*, 32(4), 447-478.
- Sunder, S. (2014). *Teoria da contabilidade e do controle*. São Paulo, SP: Atlas.
- Terra, P. R. S., & Lima, J. B. N. (2006). Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(42), 35-49.
- Zonatto, V. C. S., & Beuren, I. M. (2009). Evidenciação da gestão de riscos do COSO (2004) nos relatórios de administração de empresas com ADR's. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 12(3), 38-54.