



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

*Disclosure of Information on Risk Factors and Value Relevance on B3's Novo Mercado*

*La Divulgación de las Informaciones de los Factores de Riesgo y el Value Relevance en el Nuevo Mercado de la B3*

Diego Dantas Siqueira<sup>1</sup>  
Wenner Glaucio Lopes Lucena<sup>2</sup>  
Dêner Matheus da Silva Viana<sup>3</sup>

### Resumo

Esta pesquisa teve como objetivo analisar a influência do *disclosure* dos fatores de risco no *value relevance* das empresas brasileiras participantes do novo mercado. Para tanto, foram utilizados dados anuais de empresas não financeiras durante o período de 2016-2020, totalizando 506 observações. O *disclosure* dos fatores de riscos foi mensurado por meio da análise de conteúdo nos formulários de referência, tomando por base um checklist elaborado a partir das exigências da Instrução Normativa CVM nº 552/2014. Buscando analisar o *value relevance* dessa divulgação para o mercado brasileiro, foi utilizado o modelo adaptado de Ohlson (1995). Os resultados encontrados por meio da análise de regressão por efeitos fixos demonstraram que as divulgações dos fatores de riscos não apresentaram uma relação significativa com o preço das ações. Portanto, não possuem *value relevance*. Essas evidências demonstram que os investidores podem não estar considerando este tipo de informação quando estão avaliando os ativos. Desse modo, não foi possível validar a hipótese formulada que o *disclosure* dos fatores de riscos possui *value relevance* para o novo mercado da B3. Estes resultados, portanto, demonstram que, no contexto analisado, o empenho dos órgãos reguladores por um aumento na evidencição dos riscos não trouxe ganho informacional para os *stakeholders*. Estes achados são relevantes, pois indicam para as empresas a necessidade de reflexões sobre a forma como a informação é evidenciada, fornecendo informações mais específicas que permitam os investidores avaliarem a gravidade dos riscos que as empresas estão expostas.

**Palavras-chave:** *disclosure*; evidencição dos riscos; fatores de riscos; *value relevance*, preço das ações.

### Abstract

*This research aimed to analyze the influence of disclosure of risk factors on the value relevance of Brazilian companies participating in the new market. For this purpose, annual data from non-financial companies were used between 2016-2020, totaling 506 observations. The risk factors disclosure was measured through content analysis in the reference forms, based on a checklist prepared based on the Normative Instruction CVM nº 552/2014 requirements. The model adapted from Ohlson (1995) was used to analyze the value relevance of this disclosure for the Brazilian market. The results found through the regression analysis by fixed effects showed that the disclosure of risk factors did not present a significant relationship with the price of shares. Therefore, they do not have value relevance. This evidence demonstrates that investors may not consider this information when valuing assets. Thus, it was impossible to validate the formulated hypothesis that the disclosure of risk factors has value relevance for B3's new market. These results, therefore, demonstrate that, in the analyzed context, the commitment of the regulatory bodies to an increase in the disclosure of risks did not bring informational gain to the stakeholders. These findings are relevant, as they indicate to companies the need for reflection on how information is evidenced, providing more specific information that allows investors to assess the severity of the risks that companies are exposed to.*

**Keywords:** *disclosure*; *disclosure of risks*; *risk factors*; *value relevance*; *stock price*.

---

1 Mestre e Doutorando em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC – UFPB).

2 Mestre e Doutor em Ciências Contábeis pelo Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – Universidade de Brasília/Universidade Federal da Paraíba/Universidade Federal do Rio Grande do Norte (PMIPCC – UnB/UFPB/UFRN). Professor Associado II da Universidade Federal da Paraíba (UFPB).

3 Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC – UFPB).

## Resumen

Esta investigación tuvo el objetivo de analizar la influencia del disclosure de los factores de riesgo en el value relevance de las empresas brasileñas participantes del nuevo mercado. Para tanto, fueron utilizados datos anuales de empresas no financieras en el período de 2016-2020, totalizando 506 observaciones. El disclosure de los factores de riesgos fue mensurado por medio del análisis de contenido en los formularios de referencia, tomando por base un checklist elaborado a partir de las exigencias de la Instrucción Normativa CVM nº 552/2014. Buscando analizar el value relevance de esta divulgación para el mercado brasileño, fue utilizado el modelo adaptado de Ohlson (1995). Los resultados encontrados por medio del análisis de regresión por efectos fijos demostraron que las divulgaciones de los factores de riesgo no presentaron una relación significativa con el precio de las acciones. Por lo tanto, no poseen value relevance. Estas evidencias demostraron que los inversores pueden no haber considerado este tipo de información cuando están evaluando los activos. De este modo, no fue posible validar la hipótesis formulada que el disclosure de los factores de riesgos posee value relevance para el nuevo mercado de la B3. Estos resultados, por lo tanto, demostraron que, en el contexto analizado, el compromiso de los órganos reguladores por un aumento en la evidencia de los riesgos no trajo ganancia informacional para los stakeholders. Estos hallazgos son relevantes, pues indican para las empresas la necesidad de reflexiones sobre la forma como la información es evidenciada, ofreciendo informaciones más específicas que permitan a los inversores evaluar la gravedad de los riesgos a los que las empresas están expuestas.

**Palabras clave:** disclosure; evidencia de los riesgos; factores de riesgos; value relevance, precio de las acciones.

A complexidade no âmbito empresarial levou os stakeholders a necessitarem de informações mais sofisticadas, exigindo das empresas um maior volume informacional; e essas mudanças fizeram com que os reguladores repensassem o conjunto de requisitos exigidos nos demonstrativos financeiros. Dentre esses requisitos, estão as informações sobre incertezas e riscos relacionadas à empresa (Moumen, Othman & Hussainey, 2015). Estes riscos podem envolver a possibilidade dos projetos não saírem como esperado, assim como também a ocorrência de prejuízos; sejam eles econômicos, financeiros, ambientais ou sociais (Lopes, Santos, Schnorrenberger & Gasparetto, 2021).

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

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

Desse modo, empresas com maior nível de disclosure transmitem uma imagem positiva aos stakeholders, e em decorrência dessa maior transparência, o mercado tende a avaliá-las positivamente (Bushman & Smith, 2001). Diminui-se, assim, o risco de seleção adversa pela falta de informação, pois fornece sinais aos investidores que permitem diferenciar os bons dos maus investimentos (Akerlof, 1970).

Portanto, observa-se que a evidenciação dos riscos constitui uma atividade necessária, visto que a organização que se preocupa em identificar e mitigar seus riscos e evidenciá-los aos stakeholders sinaliza uma maior preocupação, gerando credibilidade a sua imagem institucional (Andrade, Niyama & Santana, 2009).

Assim, acredita-se que o disclosure de informações sobre riscos possui o potencial de influenciar expectativas dos investidores, acarretando alterações nos preços das ações. Diante do exposto, surge o seguinte questionamento de pesquisa: qual a influência do disclosure dos fatores de risco no value relevance das empresas brasileiras participantes do segmento do novo mercado?

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

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

A evidenciação dos riscos tem recebido bastante atenção da literatura nos últimos anos. Essa atenção fica evidente ao observar a quantidade de trabalhos que vêm sendo desenvolvidos a nível nacional (Alves & Cherobim, 2009; Fernandes, Souza & Faria, 2010; Beuren, Dallabona & Dani, 2011; Costa, Leal & Ponte, 2017; Passos et al., 2017; Almendra, Vasconcelos, Silva & De Luca, 2018; Lopes et al., 2021; Santos & Coelho, 2018) e internacional (Dobler, 2008; Kravit & Muslu, 2013; Abraham & Shrivés, 2014; Campbell, Chen, Dhaliwal, Lu & Steele, 2014; Moumen et al., 2015). Esses estudos normalmente têm avaliado o conteúdo do *disclosure* de riscos. Pouco se sabe sobre a relevância da divulgação de risco (Moumen et al., 2015) e é neste sentido que esta pesquisa busca contribuir.

Das pesquisas mencionadas anteriormente, apenas Moumen et al. (2015) examinaram a relevância do *disclosure* voluntário qualitativo dos riscos para auxiliar os investidores na previsão dos lucros futuros, e Santos e Coelho (2018) analisaram o *value relevance* dos fatores de riscos. Contudo, a presente pesquisa diferencia-se em relação à primeira, ao analisar a evidenciação obrigatória dos fatores de riscos diferentes dos analisados na pesquisa anterior. Em relação à segunda, esta pesquisa diferencia-se ao analisar um período posterior à atualização da instrução nº 480/2009, que incluiu, dentre outras coisas, um item de riscos relacionado a questões socioambientais. Como observado em casos recentes envolvendo a empresa Vale (o rompimento da barragem de brumadinho – MG no ano 2019), é possível trazer consequências negativas para a imagem e desempenho da empresa.

Diferencia-se ainda em relação à segunda pesquisa (Santos & Coelho, 2018), pois considera, além dos itens analisados pelo estudo citado, os riscos de mercado (riscos cambiais e taxa de juros); não abordados na pesquisa anterior, mas que possuem o potencial de impactar adversamente os resultados organizacionais (Alves & Graça, 2013), preenchendo uma importante lacuna e tendo em vista a incerteza econômica e política observada no Brasil (Santos & Coelho, 2018). Além disso, esta pesquisa também abrange uma maior janela temporal, permitindo uma análise mais aprofundada desta relação.

Assim, do ponto de vista teórico esta pesquisa contribui ao avançar em relação aos estudos anteriores e ao fornecer novas evidências a respeito da relevância atribuída pelo mercado às informações de riscos. Do ponto de vista prático, estes resultados podem ser úteis para as organizações que desejam ajustar suas políticas de evidenciação de riscos, fornecendo evidências do impacto destas informações sobre o preço dos ativos. Contribui, ainda, demonstrando aos órgãos reguladores o nível em que as empresas analisadas estão atendendo às exigências de divulgação, assim como as exigências trouxeram ganho informacional aos *stakeholders*. Por fim, a atualidade desta instrução normativa (nº. 552/14), e a importância que ela representa para uma maior transparência e uniformidade do mercado de ações brasileiro (Romano & Almeida, 2012), é um argumento válido para um maior interesse no assunto.

## Referencial Teórico

### Teoria do *Disclosure*

A evidenciação ou *disclosure* pode ser considerada uma atividade complexa, contudo, a teoria é capaz de fornecer explicações parciais sobre as motivações para realizá-la (Hope, 2003). Verrechia (2001) sugere que ainda não existe uma teoria abrangente da divulgação. Ele explica que na literatura de divulgação não há um paradigma único, nem um consenso que possa nortear as pesquisas futuras; já que, as pesquisas existentes utilizam diversas teorias contábeis, econômicas e financeiras. Desse modo, Verrechia (2001) propõe uma classificação das pesquisas que tratam a respeito do assunto, apresentando-os em três categorias.

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

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

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

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

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

Sendo assim, as empresas têm incentivos em evidenciar informações para diferenciar seus ativos de ativos de menor valor vendidos por outras empresas, evitando que os investidores revisem para baixo o valor desses ativos, em decorrência da seleção adversa (Dye, 2001). Portanto, por mais que o *disclosure* seja de más notícias sobre a empresa, essa divulgação pode representar “bons sinais ao mercado”, pois demonstra transparência e a capacidade em identificar eventos negativos capazes de prejudicar o bom funcionamento da organização (Santos & Coelho, 2018; Forte, Prudêncio, Ponte & Guimarães, 2019).

### Relevância da Informação

No contexto analisado a informação é considerada relevante se estiver associada ao preço das ações (Barth, Beaver & Landsman, 2001). Assim, equações de preço e retorno são úteis para avaliar o valor da empresa em função do lucro e do patrimônio líquido (Ohlson, 1995).

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

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

### Relevância do *Disclosure* dos Fatores de Risco

Para a tomada de decisão, normalmente o investidor faz uso de várias fontes de informações para suas estimativas acerca do futuro da organização (Pereira & Tavares, 2018), tendo em vista que um maior volume informacional pode reduzir as incertezas associadas ao processo decisório.

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

O *disclosure* de riscos consiste em informações que elencam os riscos que as empresas estão expostas, assim como o impacto esperado no desempenho futuro, caso venham a se concretizar, incluindo informações de longo prazo que auxiliam os investidores em suas estimativas sobre os fluxos de caixa futuros (Miihkinen, 2012). Fornece-se, portanto, melhor base de avaliação, visto que os investidores identificam os impactos da incerteza no valor da organização (Elshandidy, Fraser & Hussainey, 2013).

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

Desse modo, informações divulgadas pelas empresas que relatam os riscos a que estão suscetíveis, possuem o potencial de impactar positivamente a tomada de decisão do investidor, reduzindo o custo de capital, diminuindo

a assimetria informacional, e evitando o problema de seleção adversa decorrente da falta de informação (Santos & Coelho, 2018).

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

Tem havido questionamentos por parte de alguns pesquisadores se tal evidência realmente fornece suporte para a tomada de decisão dos *stakeholders* (Davies, Moxey, & Welch, 2010; Lopes et al., 2021); pois como a norma não exige que seja evidenciada a probabilidade de o risco divulgado vir a ocorrer, ou a quantificação do possível impacto do risco nos resultados presentes ou futuros, os gerentes podem divulgar todos os riscos e incertezas possíveis sobre a empresa de maneira vaga e imprecisa (Campbell et al., 2014).

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

Desse modo, observa-se que ainda há muito a ser investigado nesse campo de estudo para uma melhor compreensão da utilidade deste tipo de evidênciação. Pois, tendo em vista a discricionariedade permitida ao gestor, a qualidade da divulgação pode depender de seus incentivos para elaborar o relatório (Dobler, 2008). Justificando-se, portanto, o interesse neste campo de investigação.

## Estudos Anteriores e Formulação da Hipótese

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

Kravit e Muslu (2013), ao examinarem a associação entre alterações na divulgação de riscos pelas empresas e alterações no mercado e atividade dos analistas sobre os registros, descobriram que as divulgações sofreram alterações em seu conteúdo ao longo do período analisado, aumentando a percepção de risco dos usuários. Verificou-se ainda que o aumento no número de sentenças sobre os riscos estão associados a uma maior volatilidade no retorno das ações, revisão dos analistas e maior volume de negociação.

Resultados semelhantes foram encontrados na pesquisa Campbell et al. (2014), ao qual examinando o conteúdo informacional acerca da divulgação dos fatores de risco (contidos no formulário 10-K exigidos pela *Securities Exchange Commission* – SEC), verificaram que as informações fornecidas não são padronizadas e refletem significativamente os riscos que a empresa está exposta. Além disso, foi constatado que a divulgação sobre riscos é incorporada pelos investidores em suas avaliações de riscos, alterando suas estimativas sobre os fluxos de caixa futuros, reduzindo a assimetria informacional e refletindo no preço das ações.

Do mesmo modo, Moumen et al. (2015) examinaram se o *disclosure* voluntário de riscos possui *value relevance*, para auxiliar os investidores na previsão dos lucros futuros. Os resultados apontaram que este tipo de informação é relevante para a antecipação de alterações nos ganhos futuros. Os autores apontam seu estudo como sendo a primeira evidência empírica da relevância da divulgação de riscos em relatórios anuais. Estes resultados foram corroborados pela pesquisa de Santos e Coelho (2018), os quais verificaram a existência de *value relevance* do *disclosure* de informações relativas a fatores de risco. Estes autores, usando uma amostra aleatória de 100 empresas durante o período de 2012-2014, verificaram uma relação negativa entre as divulgações de risco e o valor de mercado. Contudo, as informações sobre gestão de riscos não se mostraram relevantes.

À luz da teoria do *disclosure*, Passos et al. (2017) analisaram a relação entre o nível de evidênciação dos fatores de risco de mercado e o custo de capital próprio e de terceiros das empresas da B3. Estes autores encontraram uma relação positiva apenas com o custo de capital de terceiros.

Buscando verificar a qualidade das divulgações de riscos, Abraham e Shrives (2014) desenvolveram um modelo e o aplicaram em quatro empresas do setor de produção e processamento de alimentos, ao qual descobriram que as empresas preferem fornecer divulgações simbólicas e não específicas, de modo a não afetar negativamente a imagem da empresa. Essas constatações se alinham a alguns estudos realizados no contexto nacional. Lopes et al. (2021), por exemplo, analisaram o conteúdo de evidênciação relacionado aos fatores de riscos de 44 empresas do setor elétrico no período de 2013 a 2015. Os resultados mostraram que a divulgação é realizada predominantemente de forma narrativa, e as empresas praticamente não alteram suas políticas de evidênciação de um período para o outro, independente do cenário político, econômico e social.

Resultados semelhantes foram encontrados na pesquisa de Fernandes et al. (2010), ao qual investigaram se as empresas evidenciam de maneira satisfatória riscos importantes para a decisão dos investidores quando lançam

ofertas de títulos no mercado de capitais brasileiro. Sendo verificado que os prospectos não apresentam informações suficientes para que os investidores analisem a gravidade dos riscos existentes.

Portanto, é possível verificar que apenas Moumen et al. (2015) e Santos e Coelho (2018) analisaram especificamente o *value relevance* dos fatores de riscos. Contudo, esta pesquisa avança em relação à primeira ao analisar a evidência obrigatória dos fatores de riscos não analisados no estudo anterior. E avança em relação à segunda, ao ampliar o recorte temporal, incluir fatores de riscos não abordados na pesquisa anterior (riscos relacionados a questões socioambientais, riscos cambiais e taxa de juros), bem como a metodologia utilizada para mensuração do *disclosure*.

Dessa forma, com base no que foi discutido e nas evidências apresentadas, acredita-se que as empresas brasileiras, tenham incentivos para divulgar informações relevantes sobre os fatores de riscos. Visto que esta informação fornece base para melhores estimativas sobre resultados futuros. Assim, espera-se que o *disclosure* dos fatores de riscos, no contexto analisado, possua conteúdo informacional relevante, e que maiores níveis de *disclosure* sejam refletidos positivamente no valor das ações negociadas. Portanto, foi formulada a seguinte hipótese a ser testada empiricamente:

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

## Procedimentos Metodológicos

### Universo e Amostra

Para o alcance do objetivo proposto, o universo da pesquisa foi composto pelas empresas que faziam parte do segmento de Novo Mercado da B3, no dia 10/10/2019, compondo um total de 128 companhias. A escolha deste segmento para compor a amostra, justifica-se pelo fato de que as companhias que o compõe apresentam boas práticas de governança corporativa e tendem a se comprometer com um maior nível de *disclosure*, tornando-se mais transparentes (Passos et al., 2017; Almendra et al., 2018).

Como delimitação temporal, foi analisado o período de 2016 a 2020, devido ao fato de que as alterações trazidas pela instrução CVM nº. 552/14 passaram a ser exigidas a partir de 1º de janeiro de 2016. Cabe ressaltar que do universo analisado foram excluídas as companhias financeiras por apresentarem características diferenciadas das demais, dificultando a comparabilidade. Desse modo, a amostra foi composta por 111 companhias abertas. Além disso, foram retiradas da amostra, em cada ano analisado, as empresas que não possuíam dados suficientes para a análise, totalizando um número de 506 observações.

### Variáveis e Modelo

O *disclosure* dos fatores de riscos foi mensurado por meio de análise de conteúdo, utilizando um *checklist* elaborado a partir dos itens exigidos pela instrução CVM nº. 552/14; especificamente os subitens 4.1 e 4.2 do anexo 24 do formulário de referência, no qual estes itens são apresentados no Quadro 1. Dessa forma, foram analisados os 506 formulários de referência das empresas ao longo do período estudado por meio da leitura dos mesmos.

### Quadro 1

*Divulgação dos fatores de risco que podem afetar a decisão de investimento*

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

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

Acredita-se que a análise destes dois subitens dos fatores de riscos seja suficiente para o alcance do objetivo proposto. Visto que, os demais subitens referem-se a riscos de litígios. Sendo grande parte desses riscos bastante explorados em pesquisas sobre provisões. Além disso, pesquisas nacionais recentes sobre *disclosure* dos fatores de riscos, analisaram o subitem 4.1 (Almendra et al., 2018; Lopes et al., 2021; Santos & Coelho, 2018) e 4.2 (Passos et al., 2017).

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

## Quadro 2

### Atributos das informações evidenciadas

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

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

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

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

Onde:  $Sirh - V = score$  das informações sobre os fatores de riscos;  $Pont_{ij}$  é a pontuação dos componentes para uma empresa;  $i = empresa$ ;  $j = itens de divulgação$ .

lém disso, faz-se importante destacar que quando da realização do *score*, para não penalizar as empresas nas quais os riscos não se aplicavam. Consideraram-se esses riscos não aplicáveis como uma divulgação descritiva (valor 2), visto que as empresas descrevem a razão pela qual o risco não se aplica. Tal procedimento fez-se necessário, pois, caso contrário, no cálculo do *score* esses riscos seriam considerados como não divulgados (valor 0). Desta forma, do total de 6.600 (111 empresas ao longo de 5 anos multiplicado pelos 12 fatores) fatores de riscos aplicáveis às organizações, analisaram-se ao longo do período 401 ajustes (6%).

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

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

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 PLPA_{it} + \beta_2 LLPA_{it} + \beta_3 DSC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde  $P_{it}$  representa o preço da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $PLPA_{it}$  representa o patrimônio líquido por ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $LLPA_{it}$  representa o lucro líquido por ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $DSC_{it}$  consiste no *disclosure* dos fatores de risco representado pelo *score* de divulgação (calculado na equação 1) da empresa  $i$  no período  $t$  e  $\varepsilon_{it}$  representa os resíduos da regressão da empresa  $i$  no período  $t$ .

Os dados referentes às variáveis do modelo foram coletados no banco de dados da Economática®. Com relação à variável preço da ação, foram considerados os preços disponíveis em 30 de abril do ano subsequente ao da publicação das demonstrações contábeis. Pois, tendo em vista que os resultados do último trimestre de um dado ano somente são divulgados ao longo do início do ano seguinte (normalmente até meados de abril), espera-se que

nesse período as informações dos resultados anuais já estejam refletidas nos preços. Este procedimento foi adotado em outras pesquisas (Machado et al., 2015; Ferreira et al., 2018).

O modelo de regressão utilizado na pesquisa foi escolhido mediante os testes de especificação de *Chow* e *Hausman*, aos quais os resultados mostraram que o modelo que mais se adequa aos dados é o de efeitos fixos estimado por mínimos quadrados ordinários (MQO). Além disso, ressalta-se que foi utilizado um painel com dados desbalanceados com o auxílio do *software* Stata®.

## Análise e Discussão dos Resultados

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

É possível verificar na Tabela 1 que a grande maioria dos riscos é evidenciada de maneira qualitativa, ou seja, as empresas optam por narrar o risco, informando possíveis riscos que podem vir a ocorrer impactando a empresa de maneira adversa. Nesses casos, não são informados valores monetários envolvidos, a probabilidade de o risco vir a ocorrer ou o quanto a empresa está exposta a este tipo de risco. Constatação semelhante foi verificada na pesquisa de Lopes et al. (2021), na qual foi verificado que os riscos evidenciados pelas empresas do setor de energia elétrica são apresentados predominantemente de maneira descritiva.

As exceções foram os riscos relacionados ao emissor (F1), riscos cambiais e taxas de juros (F12 e F13), nos quais, na maior parte dos casos, são apresentados valores referentes aos riscos divulgados, assim como o nível de exposição a alguns riscos. Em relação aos riscos de taxa de câmbio e juros, grande parte das companhias analisadas apresenta, ainda, análises de sensibilidade a exposição. Contudo, tal procedimento é justificável tendo em vista o maior rigor exigido pela legislação para esses riscos, exigindo-se sua divulgação de maneira quantitativa e qualitativa. Mesmo assim, algumas empresas deixaram de evidenciar e apresentaram de forma superficial ou descritiva; conforme pode ser observado pela análise dos valores mínimos na Tabela 1.

**Tabela 1**

*Descrição dos fatores de risco por tipo de evidenciação (2016-2020).*

Estatística Descritiva	Período	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	F8	F9	F10	F11	F12
Média	2020	2,41	1,90	1,70	1,68	1,97	2,03	2,06	2,02	1,83	1,84	2,22	2,67
	2019	2,38	1,90	1,70	1,69	1,97	2,04	2,07	2,02	1,84	1,84	2,24	2,67
	2018	2,62	2,02	1,74	1,70	2,09	2,22	2,13	2,09	2,01	1,72	2,29	2,64
	2017	2,63	2,02	1,70	1,57	2,05	2,18	2,12	2,09	1,89	1,71	2,34	2,58
	2016	2,60	1,97	1,75	1,62	1,97	2,23	2,10	2,07	1,91	1,69	2,29	2,53
DP	2020	0,51	0,39	0,59	0,64	0,29	0,43	0,27	0,37	0,51	0,52	1,05	0,69
	2019	0,51	0,39	0,57	0,66	0,29	0,41	0,29	0,37	0,50	0,54	1,01	0,68
	2018	0,51	0,31	0,69	0,65	0,42	0,55	0,37	0,37	0,63	0,58	1,06	0,80
	2017	0,51	0,38	0,69	0,71	0,46	0,59	0,56	0,45	0,68	0,64	0,97	0,90
	2016	0,51	0,41	0,78	0,73	0,59	0,62	0,41	0,38	0,72	0,69	0,96	0,99
Mínimo	2020	1	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0
	2019	1	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0
	2018	1	1	0	0	1	0	1	1	0	0	0	0
	2017	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2016	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Máximo	2020	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
	2019	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
	2018	3	3	3	3	3	3	3	3	3	2	3	3
	2017	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
	2016	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Moda	2020	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3
	2019	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3
	2018	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3
	2017	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3
	2016	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Legenda: F1= ao emissor; F2= ao controlador, direto ou indireto, ou grupo de controle; F3= aos acionistas; F4= a suas controladas e coligadas; F5= a seus fornecedores; F6= aos seus clientes; F7= aos setores da economia nos quais o emissor atue; F8= à regulação dos setores nos quais o emissor atue; F9= aos países estrangeiros onde o emissor atue; F10= a questões socioambientais; F11= riscos cambiais; F12= risco de taxa de juros.

Além disso, é possível verificar um elevado *disclosure* de riscos por parte das empresas analisadas, demonstrando que estão cumprindo as determinações da legislação. Contudo, ao analisar as médias e o desvio padrão ao longo dos anos, é possível constatar que a forma de *disclosure* dos fatores de riscos apresentou pouca variação, o que pode sinalizar que estas organizações não estão se empenhando em melhorar suas práticas de evidenciação.

Ao analisar os relatórios, observou-se que as companhias normalmente repetem o *disclosure* das fontes de riscos, refletindo certa padronização, podendo dificultar a avaliação adequada dos ativos pelos investidores. Novamente, essas constatações se alinham às pesquisas de Lopes et al. (2021) e Santos e Coelho (2018) que também verificaram que as empresas praticamente não alteram suas políticas de evidenciação de um período para o outro.

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas no modelo de *value relevance*. Ressalta-se que devido à grande dispersão apresentada nos dados, medidos por meio do desvio padrão, realizou-se o tratamento dos *outliers*. Especificamente, optou-se pelo procedimento de winsorização dos dados (5% e 95%). Tal procedimento foi utilizado em pesquisas anteriores que apresentaram “problemas” semelhantes (Cappellesso, Rocha & Dantas, 2019). Assim, os resultados apresentados na Tabela 2 já receberam o tratamento.

**Tabela 2**

*Estatística descritiva das variáveis utilizadas no modelo de value relevance (2016-2020).*

Variável	Média	Desvio padrão	Variância	Mediana	Mínimo	Máximo
PA	16,52	11,64	135,36	14,47	2,69	44,69
LLPA	0,43	1,78	3,16	0,58	-4,98	3,44
PLPA	9,48	6,88	47,38	7,99	1,15	27,88
Score	24,65	2,74	7,54	25	6	31

Fonte: Dados da pesquisa (2021). Legenda: PA = preço da ação; LLPA = lucro líquido por ação; PLPA = patrimônio líquido por ação; Score = score que representa o *disclosure* dos fatores de risco.

Com base nos resultados apresentados na Tabela 2 verifica-se que preço da ação apresenta valor médio de R\$16,52 e uma elevada variância. Além disso, verifica-se que o preço mínimo foi de R\$ 2,69 e o preço máximo foi de R\$ 44,69. O valor médio do lucro líquido por ação foi de R\$ 0,43, seguido de R\$9,48 do patrimônio líquido por ação. Verifica-se ainda que o valor médio e a mediana do *score* de evidenciação foram cerca de 25, o que demonstra um nível elevado de evidenciação. As empresas que menos evidenciaram fatores de risco, apresentaram um *score* de 6, e as que mais evidenciaram apresentaram um *score* de 31, com desvio padrão de 2,74 para mais ou para menos em relação à média.

O *value relevance* dos fatores de risco foi verificado por meio da análise de regressão. Inicialmente realizaram-se os testes de especificação do modelo para verificar qual modelo é mais adequado aos dados (se pool, efeitos fixos ou efeitos aleatórios). Para tanto, realizou-se os testes de *Chow* e de *Hausmann*. Como pode ser verificado na Tabela 3, os resultados destes testes apontam que o modelo de efeitos fixos é o mais adequado aos dados.

A Tabela 3 apresenta os resultados da regressão com o preço da ação como variável dependente o *score* de divulgação dos fatores de risco como variável explicativa e o lucro líquido por ação (LLPA) e patrimônio líquido por ação (PLPA) como variáveis de controle.

É possível verificar na Tabela 3 que o modelo como um todo é adequado. Tendo em vista que a estatística *F* é inferior a 5%, demonstrando que o modelo apresenta pelo menos um coeficiente da variável diferente de zero. Além disso, ao analisar o poder explicativo do modelo ( $R^2$ ) verificou-se que o *score* de divulgação, o LLPA e o PLPA explicam cerca de 24% da variação no preço das ações.

**Tabela 3**

Resultados da regressão com o score de divulgação e variáveis de controle (2016-2020).

Variáveis	Coefficiente
Constante	3,3739 (3,9442)
LLPA	0,7102** (0,3337)
PLPA	0,8350*** (0,1740)
Score	0,1999 (0,1507)
R <sup>2</sup>	0,24
Teste de Chow	13.53***
Teste de Hausman	18.82***
Teste F	10.96***
Teste de Wooldridge	45,75***
Teste de Wald	2,80***
Multicolinearidade - VIF	1,00
<b>Observações</b>	<b>506</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2021). Nota: Erro-padrão estimado com correção para erros robustos entre parênteses. \*\*\* e \*\* Significância a 1% e 5%, respectivamente.

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

Os resultados mostram que o *disclosure* dos fatores de risco não apresenta uma influência significativa sobre o preço das ações, constatando-se que, para as empresas e período analisado, as informações sobre riscos não apresentam *value relevance*. E, portanto, não possuem o potencial de alterar as expectativas dos investidores.

Estes resultados contrastam as expectativas teóricas da teoria do *disclosure* de que uma maior evidênciação é vista de forma positiva pelos investidores, de modo que a divulgação de riscos representaria um “bom sinal” ao mercado. Contrasta ainda os resultados relatados nas pesquisas de Moumen et al. (2015) e Santos e Coelho (2018) que constataram que o *disclosure* dos fatores de riscos possui *value relevance*.

Contudo, de certa forma estes resultados refletem a baixa qualidade da evidênciação que é realizada. Visto que, a maioria das empresas apenas descreve os riscos de forma geral, havendo pouca evidênciação sobre a probabilidade de o risco divulgado vir a ocorrer ou a quantificação do possível impacto do risco nos resultados presentes ou futuros. Além disso, há pouca variação na evidênciação dos riscos de um período para o outro, independente do cenário político e econômico. Este conjunto de fatores pode desencorajar os investidores a considerarem estas informações no momento em que estão avaliando os ativos.

Assim, estes resultados se alinham aos das pesquisas de Abraham e Shrives (2014), Lopes et al. (2021) e Fernandes et al. (2010) aos quais verificaram que as informações sobre riscos não são evidenciadas de forma suficiente para que os investidores avaliem a gravidade dos riscos existentes; sendo realizadas divulgações simbólicas, e que, praticamente, não se alteram.

Estes achados reforçam, ainda, os questionamentos de alguns pesquisadores acerca da relevância informacional do *disclosure* de riscos para a tomada de decisão dos *stakeholders* (Davies, Moxey, e Welch, 2010; Lopes et al., 2021). Pois, verificaram-se, por parte de algumas empresas, evidênciações superficiais e padronizadas que podem ter sido divulgadas apenas para atender as exigências legais (Spindler, 2006).

Portanto, os resultados não permitiram validar a hipótese formulada que sugere que o *disclosure* dos fatores de riscos possui *value relevance* para o novo mercado da B3.

Por fim, verifica-se na Tabela 3 que o LLPA e o PLPA apresentaram uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 5% e 1%, respectivamente. Demonstrando que, em média, o aumento em R\$ 1 real no LLPA e PLPA é responsável por um aumento de cerca R\$ 0,71 e R\$ 0,84 no preço da ação respectivamente.

## Considerações Finais

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

Nesse contexto, o objetivo da presente pesquisa consistiu em analisar a influência do *disclosure* dos fatores de risco no *value relevance* das empresas participantes do novo mercado. Contrastando evidências de estudos anteriores (Moumen et al., 2015; Santos & Coelho, 2018), os resultados encontrados mostram que, para as empresas e período analisado, o *disclosure* dos fatores de risco não possui *value relevance*, sendo incapaz de explicar variações nos preços das ações e demonstrando que estas informações podem não estar sendo utilizadas pelos investidores quando da avaliação dos ativos.

Estes resultados permitem algumas reflexões sobre a necessidade de uma maior discussão entre pesquisadores, empresas, órgãos reguladores, empresas de auditoria, entre outras partes interessadas sobre a qualidade das informações de riscos que são divulgadas pelas empresas; buscando melhorar a informação que é divulgada e tendo em vista a predominância de informações de riscos evidenciada de maneira descritiva, e a baixa variabilidade dessas divulgações ao longo do tempo. O que pode demonstrar que as empresas analisadas realizam a divulgação apenas para atender às exigências legais, sem atender, no entanto, o real objetivo da norma.

Portanto, estes resultados são úteis, pois sinalizam às empresas a necessidade de aprimorar a informação que é evidenciada, fornecendo informações mais específicas sobre a organização. Pois, a divulgação de riscos superficiais e que não se alteram ao longo do tempo, pode indicar ineficiência da gestão e ser vista de maneira negativa pelo mercado, descontando o valor dos títulos.

Este estudo avança nas discussões em relação a outras pesquisas, pois analisa um período posterior à atualização da norma, por considerar fatores de riscos não analisados nos estudos anteriores, utilizar variável numérica ao invés de binária para mensurar a evidenciação e por utilizar uma maior janela temporal, fornecendo novas perspectivas sobre estas relações.

No entanto, os resultados não devem ser generalizados, tendo em vista que se referem às empresas, ao período e aos fatores de riscos analisados. Como limitações da pesquisa, pode-se apontar: a curta janela temporal analisada, pelo fato de as alterações trazidas pela instrução entrarem em vigor apenas a partir de 2016; o número de observações, pois se optou por analisar as empresas que em tese são mais transparentes por estarem sujeitas a rígidos padrões de governança; o fato de o estudo analisar apenas o formulário de referência, visto que pode haver outros relatórios que evidenciam procedimentos referentes aos fatores de riscos; e, por fim, outra limitação que refere-se ao fato de que os resultados estão condicionados à forma como a variável de interesse foi mensurada. De certa forma, esta variável carrega a ontologia dos pesquisadores ao analisar as divulgações. Desse modo, quaisquer generalizações nos resultados devem considerar estas limitações.

Investigações futuras podem ser realizadas buscando avançar em relação às limitações inerentes a este estudo, o que permite a apresentação de novos *insights* em relação ao tema. Também se faz necessário a realização de estudos qualitativos que busquem analisar com maior aprofundamento a qualidade e variabilidade da divulgação realizada. Por fim, novos estudos podem ser realizados analisando a percepção dos diferentes usuários da informação sobre a relevância das informações divulgadas sobre riscos, ou em que medida este tipo de informação é utilizada. Tais estudos podem trazer reflexões interessantes sobre a necessidade de ajustes nas exigências dos órgãos reguladores, bem como nas evidenciações realizadas pelas empresas.

## Referências

- 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.
- Almendra, R. S., Vasconcelos, A. C. de, Silva, R. B., & De Luca, M. M. M. (2018). Internacionalização, Risco Sistemático e Disclosure de Riscos em Empresas Listadas na BM & FBovespa. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 37(3), 73-91.
- Alves, C. A. D. M., & Cherobim, A. P. M. S. (2009). Análise do nível de divulgação do risco operacional segundo recomendações do Comitê da Basileia: estudo em bancos do país e do exterior. *RAM. Revista de Administração Mackenzie (Online)*, 10(2), 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.

- Andrade, L. D., Niyama, J. K., & Santana, C. M. (2009, 30 e 31 de julho). *Nível de “disclosure” sobre riscos de mercado e operacional: uma análise comparativa dos vinte maiores bancos brasileiros*. [Apresentação de Trabalho]. 9º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo-SP.
- Barth, M. E. (2018). The future of financial reporting: insights from research. *Abacus*, 54(1), 66-78.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 77-104.
- Beuren, I. M., Dallabona, L. F., & Dani, A. C. (2011). *Disclosure de informações sobre gestão de riscos e controle interno pelas empresas listadas na BM&FBovespa*. *Revista de Economia e Administração*, 10(1), 44-65.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*, 32(1), 237-333.
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H. M., & Steele, L. B. (2014). The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 396-455.
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 39-67.
- Costa, B. M. N., Leal, P. H., & Ponte, V. M. R. (2017). Determinantes da divulgação de informações de risco de mercado por empresas não financeiras. *Race: revista de administração, contabilidade e economia*, 16(2), 729-756.
- Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. (2009). *Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação*. [Link](#).
- Dani, A. C., dos Santos, C. A., Panucci Filho, L., & Klann, R. C. (2017). Efeito da adoção antecipada da IFRS 15 na Qualidade da Informação Contábil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(2), 131-146.
- Davies, J., Moxey, P., & Welch, I. (2010). “*Risk and reward: Tempering the pursuit of profit*”. ACCA.
- Dietrich, J. R., Kachelmeier, S.J., Kleinmuntz, D.N., Linsmeier, T. J., (2001). “Market efficiency, bounded rationality, and supplemental business reporting disclosures”. *Journal of Accounting Research* 39 (2), 243-268.
- Dobler, M. (2008). Incentives for risk reporting: A discretionary disclosure and cheap talk approach. *The International Journal of Accounting*, 43(2), 184-806.
- Santos, S. M. dos, Lemes, S., & Barboza, F. L. de M. (2019). O value relevance é relevante? *Revista de Contabilidade e Organizações*, 13, 1-18.
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), 181-235.
- Elshandidy, T., Fraser, I, & Hussainey, K. (2013). Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: evidence from UK FTSE all-share companies. *International Review of Financial Analysis*, 30(2013), 320-333.
- 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. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Félix, L. A., Jr., Oliveira, M. R. G. de, Miranda, L. C., Lagioia, U. C. T., & Galvão, K. da S. (2018). Divulgação de informações sobre recursos humanos e os fatores que influenciam sua evidenciação voluntária nos relatórios da administração. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 37(1), 129-146.
- Feltham, G. A., Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2), 689-731.

- Fernandes, F. C., Souza, J. A. L., & Faria, A. C. (2010). Evidenciação de riscos e captação de recursos no mercado de capitais: Um estudo do setor de energia elétrica. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 13(1), 59-73.
- Ferreira, J. S.; Carvalho, A. J.; Farias, R. B.; Rover, S. (2018, 28 a 30 de novembro). *Os Investidores Brasileiros se Importam com a Divulgação de Ativos Contingentes?* [Apresentação de Trabalho]. 4º Congresso UnB de Contabilidade e Governança, Brasília, Distrito Federal.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 3-75.
- Hope, O. K. (2003). Firm-level disclosures and the relative roles of culture and legal origin. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 14(3), 218-248.
- Ke, B., Huddart, S., & Petroni, K. (2003). What insiders know about future earnings and how they use it: Evidence from insider trades. *Journal of Accounting and Economics*, 35, 315–346.
- Klann, R. C., Kreuzberg, F., & Beck, F. (2014). Fatores de Risco Evidenciados pelas Maiores Empresas Listadas na BM & FBOVESPA. *Revista de Gestão Ambiental e Sustentabilidade*, 3(3), 78-89.
- Kothari, S. P., Li, X., & Short, J. (2009). The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: a study using content analysis. *The Accounting Review*, 84, 1639–1670.
- Kravit, T., & Muslu, V. (2013). Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1088-1122.
- Lopes, I. F., dos Santos, V., Schnorrenberger, D., & Gasparetto, V. (2021). Análise de Conteúdo Informacional: Evidências de Fatores de Risco em Companhias Elétricas durante uma Crise Hídrica. *Revista Mineira De Contabilidade*, 22(1), 27–40. DOI: [10.51320/rmc.v22i1.1239](https://doi.org/10.51320/rmc.v22i1.1239).
- Machado, M. A. V., Macedo, M. A. da S., & Machado, M. R. (2015). Análise da relevância do conteúdo informacional da dca no mercado brasileiro de capitais. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 26(67), 57-69.
- Madrigal, M. H., Guzmán, B. A., & Guzmán, C. A. (2015). Determinants of corporate risk disclosure in large Spanish companies: a snapshot. *Contaduría y Administración*, 60(4), 757-775.
- Miihkinen, A. (2012). What drives quality of firm risk disclosure? The impact of a national disclosure standard and reporting incentives under IFRS. *The International Journal of Accounting*, 47(4), 437-468.
- Miihkinen, A. (2013). The usefulness of firm risk disclosures under different firm riskiness, investor-interest, and market conditions: new evidence from Finland. *Advances In Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 29(2), 312-331.
- Moumen, N., Othman, H. B., & Hussainey, K. (2015). The value relevance of risk disclosure in annual reports: evidence from MENA emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 34, 177-204.
- Murcia, F. D. R., & dos Santos, A. (2009). Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 3(2), 72-95.
- Passos, L. C., Almendra, R. S., De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. de. (2017). Disclosure dos Riscos de Mercado e o Custo de Capital de Empresas. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 14(3), 169-184.
- Romano, P. R., & Almeida, V. S. (2012). Desvendando o Book Building em ofertas de ações. *Revista Brasileira de Casos de Ensino em Administração*, 2(1), 5-16.

Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2005). Ensaio sobre a teoria da divulgação. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1), 53-70.

Santos, J. G. C., & Coelho, A. C. (2018). Value-relevance do disclosure: fatores de gestão de riscos em firmas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(78), 390-404.

Spindler, J. (2006). Is it time to wind up the Securities Act of 1933? *Regulation*, 29(4), Winter 2006-2007, 48-55.

Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180.

**Contato:**

Diego Dantas Siqueira  
E-mail: [diego.dantas.pb@gmail.com](mailto:diego.dantas.pb@gmail.com)

Wenner Glaucio Lopes Lucena  
E-mail: [wdlucena@yahoo.com.br](mailto:wdlucena@yahoo.com.br)

Dêner Matheus da Silva Viana  
E-mail: [denermatheus81@hotmail.com](mailto:denermatheus81@hotmail.com)

**Submetido:** 06/07/2021

**Revisado:** 25/11/2021

**Aprovado:** 17/02/2022