

# DISCLOSURE DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS E RISCO: EVIDÊNCIAS NAS SOCIEDADES POR AÇÃO DE CAPITAL ABERTO MAIS NEGOCIADAS NA BM&FBOVESPA

*FINANCIAL INSTRUMENTS DISCLOSURE AND RISK: EVIDENCE IN PUBLIC COMPANIES BEST TRADED IN BM&FBOVESPA*

## GLESTONE ALVES PINHO

Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Ceará (UFC). E-mail: gledstone\_pinh0@hotmail.com

## PAULO HENRIQUE NOBRE PARENTE

Doutorando em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Paraíba (UFPB). Professor do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Ceará (IFCE). E-mail: paulonobrepente@gmail.com

## ANTÔNIO CARLOS COELHO

Pós-doutor em Contabilidade e Controladoria pela Universidade de São Paulo (USP). Professor do Programa de Pós-Graduação em Administração e Contabilidade da Universidade Federal do Ceará (UFC). E-mail: accoelho47@gmail.com

Endereço: Av. da Universidade, 2486, Benfica, Fortaleza – CE – CEP 60.020-180.

---

Recebido em: 01.07.2015. Revisado por pares em: 05.12.2016. Aceito em: 03.01.2017. Avaliado pelo sistema *double blind review*.

---

**Resumo:** O objetivo do estudo é analisar a relação entre o nível de *disclosure* obrigatório de riscos decorrentes de instrumentos financeiros e a medida de risco das empresas brasileiras, sob a hipótese de que, quanto maior o *disclosure*, menor a percepção de risco adviria dos investidores. A amostra foi composta pelas sociedades por ação de capital aberto de maior liquidez na BM&FBovespa, limitadas às 42 que divulgaram informações suficientes para a pesquisa. Mensurou-se o nível de *disclosure* por índice baseado nas exigências contidas na Deliberação CVM nº 684/12. Já a percepção de risco foi mensurada por estimativas de Grau de Alavancagem Financeira, *Value-at-Risk* e Índice de Sharpe. O índice de atendimento ao *disclosure* obrigatório foi atendido, na média, em 61%, apesar de sua obrigatoriedade. Também constatou-se que informações qualitativas exibiram maior frequência de divulgação do que informações com avaliações quantitativas recomendadas. Utilizando-se de regressão linear múltipla, com estimação por MQO, rejeitou-se a hipótese formulada, destacando-se maior impacto em índices de empresas com alto teor de utilização de derivativos e de instrumentos financeiros. O estudo contribui na explicação da divulgação de instrumentos financeiros em face do risco das empresas, fornecendo evidência informacional para reguladores e investidores sobre o baixo atendimento de *disclosure* obrigatório, alertando para que se possa rever a utilidade da informação contábil compulsória.

**Palavras-chave:** Risco. Evidenciação. Instrumentos financeiros.

**Abstract:** *The study aims to analyze the connection between mandatory disclosure level of risks arising from financial instruments and the extent of Brazilian public companies risk under the hypothesis that highest disclosure implies lower risk of perception by investors. The sample was composed by BM&FBovespa public companies best traded, limited to the 42 that released the information demanded by the research. The disclosure level was estimated by index based on CVM Resolution 684/12 requirements. The perception of risk was measured by Financial Leverage Ratio, Value-at-Risk and Sharpe Ratio. The mandatory disclosure was accomplished, on average, by 61% of firms, despite their report obligation. Recommended qualitative information was disclosed more frequently than required quantitative assessments. By multiple linear regression estimated by OLS, we were able to reject the formulated hypothesis, highlighting the larger impact on indexes in firms with high levels of derivatives and financial instruments utilization. This study may contribute to explain the connection among financial instruments disclosure and company risk perception, providing the investors and regulators with evidences that the market faces low level of financial instruments disclosure, and this can contribute to affect firms' perception of risk level by investors.*

**Keywords:** *Risk. Disclosure. Financial instruments.*

## 1 INTRODUÇÃO

A Deliberação CVM nº 684/12 trata de evidenciação de Instrumentos Financeiros e visa proporcionar maior transparência ao mercado (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2012). A norma, que aprovou o CPC 40 (R1) – Instrumentos Financeiros: Evidenciação, obriga as firmas de capital aberto a divulgarem informações que proporcionem maior *disclosure* acerca da natureza e da extensão de possíveis riscos associados a instrumentos financeiros (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS, 2012).

Mensurar, reconhecer e evidenciar instrumentos financeiros tem se mostrado tarefa difícil para contadores e gestores. Ernst Young e Fipecafi (2012) defendem que as normas que tratam de instrumentos financeiros são consideradas as mais complexas quanto à sua interpretação e aplicação.

Ademais, o fato de a citada Deliberação estar decorrendo da quinta alteração nos últimos cinco anos confirma que o assunto carece de estudos a fim de melhor identificar informações que colaborem para o alcance de *disclosure* satisfatório desses instrumentos.

Entre as exigências da norma atual estão as divulgações de informações de caráter quantitativo e qualitativo de exposição a “riscos decorrentes de instrumentos financeiros e como eles têm sido administrados. Esses riscos incluem tipicamente, mas não estão limitados a risco de crédito, risco de liquidez e risco de mercado” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2012, p. 15).

As companhias por ação de capital aberto ficam obrigadas a divulgar, ainda, informações como: exposição máxima a risco de crédito, concentração de risco, análise de vencimento e de sensibilidade – esta última informação pode ser mostrada por análise do valor em risco (*Value-at-Risk* – VaR).

Este estudo dedica atenção para a evidenciação de informações específicas sobre a natureza e a extensão dos riscos que os instrumentos financeiros acrescentam às empresas, conforme citado pela norma, investigando o fornecimento dessas informações nas demonstrações financeiras e se a aderência a essas práticas de *disclosure* acrescenta relevância ao nível de risco mensurado pelo mercado.

Conforme o Comitê de Pronunciamentos Contábeis 40 R1 (2012, p. 14), a relevância dessa exigência informacional deve-se ao fato de que “uma maior transparência em relação a esses riscos permite que os usuários façam julgamentos mais balizados sobre o risco e o retorno”.

Observa-se que a norma visa proporcionar maior transparência ao mercado de modo que os agentes possam dispor de meios para realizar avaliação eficiente acerca de riscos que ameacem os resultados futuros das empresas de capital aberto.

Ademais, aceita-se que maior transparência, conforme Murcia *et al.* (2011), provoque redução na assimetria informacional, o que contribuiria para reduzir incertezas sobre o desempenho esperado da empresa e, conseqüentemente, contenha a percepção de seu risco pelos investidores e pelo mercado.

Nesse mesmo sentido, Malacrida e Yamamoto (2006) relatam que o nível de *disclosure* proporcionaria redução na volatilidade no preço das ações da empresa, e, por conseqüência, no custo de capital esperado, dada a relação entre dispersão de resultados e avaliação de risco.

Sendo assim, o atendimento a tais exigências normativas informacionais manteria, na margem, influência na redução do risco atribuído pelo mercado às empresas, admitindo-se que o mercado refletiria a divulgação de informações sobre instrumentos financeiros em medidas de avaliação do risco financeiro.

Deste modo, entende-se que a percepção do grau de risco financeiro das empresas pode ser estimada pela mensuração de indicadores como o Grau de Alavancagem Financeira (GAF), consoante Damodaran (2002), tendo em vista que o conhecimento mais rigoroso sobre nível de endividamento em relação ao patrimônio líquido afetaria o custo de capital esperado para a firma, e a estimativa do risco seria mais bem mensurada, dadas as informações divulgadas.

O Índice de Sharpe (IS) seria outra mensuração da percepção de risco financeiro da empresa que é usada pelo mercado, que representa numericamente a relação risco/retorno de ativos em carteiras de ações ou em fundos de investimentos, e que se poderia esperar ser afetado por informações sobre condições de gestão e mitigação de riscos em instrumentos financeiros.

Ao se tratar de percepção de riscos financeiros, o *Value-at-Risk* (VaR) tem sido bastante utilizado para sua estimação, dado que se apresenta como método de fácil compreensão, considerando a alavancagem, as correlações e as posições atuais de ativos, além de sua aplicação não se limitar somente aos derivativos, pois abrange todo tipo de instrumento financeiro (JORION, 2003). Do mesmo modo, compreende-se que noticiar informações sobre instrumentos financeiros e sua gestão afetaria tal indicador.

Tendo em vista que se argui que o aumento na transparência de informações sobre os riscos de instrumentos financeiros ocasionaria redução na incerteza sobre o desempenho dos ativos, a pesquisa pretende responder ao seguinte questionamento: Qual é a relação entre o nível de *disclosure* obrigatório acerca de riscos decorrentes do uso de instrumentos financeiros e a percepção de risco imputado às empresas?

Com base no argumento de que aumento na transparência de informações sobre empresas influencia o risco percebido por investidores, formula-se a hipótese de que, conforme Murcia *et al.* (2011), maior grau de *disclosure* sobre riscos de instrumentos financeiros afetaria marginalmente as medidas de percepção de risco financeiro pelos investidores.

Para testar a hipótese, estimou-se métrica do nível de *disclosure* obrigatório com base nos itens elencados no CPC 40 (R1), anexo da Deliberação CVM nº 684/12, os quais se referem à evidenciação da natureza e da extensão dos riscos associados aos instrumentos financeiros, criando-se índice específico de atendimento às exigências de *disclosure* da norma (NDISC), regredindo-se tal variável com as estimações de percepção de risco dos investidores, mensuradas pelo Grau de Alavancagem Financeira, Índice de Sharpe e *Value-at-Risk*.

Mendonça Filho e Cia (2012) e Silva, Machado e Hein (2013) desenvolveram estudos sobre situação anterior à vigência da Deliberação CVM nº 684/12. Em seus resultados, os autores concluíram que houve incremento no nível de *disclosure* dos instrumentos financeiros após a vigência da deliberação CVM nº 604/09, porém em grau diferenciado entre as empresas. Deste modo, pode-se esperar que tal incremento possa ter afetado as decisões dos agentes financeiros quanto ao risco financeiro associado a cada empresa.

A relevância da pesquisa se destaca por contribuir com estudos acerca da efetividade de ações de *disclosure*, já que, conforme Lambert, Leuz e Verrecchia (2007), influenciam no custo de capital das empresas, tendo em vista que podem colaborar para redução dos níveis de risco das empresas devidos à assimetria informacional.

Ademais, cada vez mais exige-se de empresas maior transparência quanto aos riscos, os quais uma vez divulgados levariam investidores a tomar decisões ponderando risco efetivo e retorno. Ao se mostrar evidências entre a relação do *disclosure* do risco com sua percepção pelos investidores, se pode apontar para sua relevância para os usuários da informação contábil.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

Nesta seção, apresentam-se aspectos conceituais e teóricos do *disclosure* de informações contábeis, bem como a literatura sobre o *disclosure* de informações contábeis relativas ao risco. A seção subdivide-se em *disclosure* de informações contábeis e informações financeiras e risco.

### 2.1 DISCLOSURE DE INFORMAÇÕES CONTÁBEIS

Conforme destacam Marion e Iudícibus (2000, p. 53), a Contabilidade tem como objetivo “[...] fornecer informação estruturada de natureza econômica, financeira e, subsidiariamente, física, de produtividade social, aos usuários internos e externos à entidade objeto da Contabilidade”. Os autores salientam que o alcance desse objetivo deve considerar o fornecimento de informação fidedigna, tempestiva e completa.

O *disclosure* está ligado aos objetivos da contabilidade, conforme Iudícibus (1994), na medida em que a torna possível o atendimento da demanda dos diversos tipos de usuário das demonstrações contábeis, evidenciando informações que livrem os demonstrativos de qualquer efeito enganoso para seus usuários.

Conforme Murcia *et al.* (2011, p. 197), pode-se entender *disclosure* como o “ato de divulgar, evidenciar, disseminar, expor, revelar, isto é, tornar algo evidente, público”. Sendo assim, observa-se em muitos casos a relação de sinônimos entre as palavras *disclosure* e evidenciação, e o autor ainda salienta que no contexto corporativo o *disclosure* está intimamente relacionado com o conceito de transparência.

Segundo Goulart (2003), o *disclosure* deve ser entendido como a abertura de informações da empresa capaz de garantir a transparência para os participantes do mercado; portanto, deve abranger informações positivas e negativas que as tornem evidentes.

O *disclosure* se apresentou mais relevante para a contabilidade com o surgimento dos conflitos de interesses entre administradores das empresas e seus proprietários, descritos na Teoria da Agência, que é agravado, conforme Martins e Lopes (2005), pela existência de uma assimetria informacional entre esses agentes. Ainda segundos os autores, sob a ótica dos mercados financeiros, essa assimetria informacional ocorre entre investidores e gestores.

Martins e Lopes (2005) afirmam haver também assimetria informacional entre classes diferenciadas de investidores, em que “agentes econômicos sofisticados, normalmente ligados a investidores institucionais, possuem informações mais completas e precisas do que investidores individuais que não possuem recursos para investir na aquisição de informação”.

O *disclosure* tem sido frequentemente objeto de estudos em contabilidade em virtude da sua contribuição na redução da assimetria informacional, e por ser essa redução relevante não somente nos conflitos de agência, mas também no fluxo de informações nos mercados financeiros e no custo de capital das empresas, por decorrência.

Martins e Lopes (2005, p. 75) ressaltam que “um mercado financeiro eficiente permite que os recursos sejam eficientemente acumulados e disponibilizados para as instituições demandantes a custos baixos”. Porém, segundo os autores, para que isso ocorra, os investidores necessitam de informações que os possibilitem realizar uma adequada avaliação dos ativos, momento em que a contabilidade exerce uma função de fonte de informação a partir da evidenciação contábil.

Também em relação aos mercados financeiros, Murcia *et al.* (2011, p. 199) declaram que o *disclosure* iguala as informações entre os participantes do mercado e afirma que “a divulgação de informações contábeis aumenta a eficiência do mercado, na medida em que provê informações úteis que possibilitam aos investidores avaliar decisões de investimento”.

Segundo Carvalho, Trapp e Chan (2004), o *disclosure* contribui para eficiência do mercado na medida em torna possível que seus participantes beneficiem as instituições bem geridas e penalize as instituições que possuem uma má administração. Porém, os autores salientam que divulgar informações ao mercado acarreta em custos para a instituição, caso em que se deve buscar benefícios que os justifiquem.

Por outro lado, Malaquias e Lemes (2013) relatam que a evidenciação de informações pode se dar tanto de forma voluntária, que nasce de uma decisão própria da empresa baseada em incentivos econômicos, quanto de forma compulsória, que estão relacionadas ao atendimento de regulamentos que visam garantir o mínimo de informações que atendam a demanda dos usuários da contabilidade.

Em relação aos incentivos econômicos, Murcia *et al.* (2011) afirmam que apesar de existirem custos de informação, algumas empresas divulgam mais informações que outras, se mostrando mais transparentes e que sob um enfoque econômico essa relação pode ser entendida pelo fato de que “[...] existem benefícios de se possuir um *disclosure* corporativo de boa qualidade, ou seja, a transparência é recompensada pelo mercado” (MURCIA *et al.*, 2011, p. 197).

Em contrapartida, no que se refere à evidenciação compulsória, Silva, Machado e Hein (2013, p. 3) relatam que “no momento em que ocorre algum custo para divulgar a informação, o proprietário da informação poderá considerar de interesse apenas a divulgação compulsória, atendendo ao necessário e eliminando informações adicionais”. Os autores alertam ainda para existência de uma remuneração mínima capaz de cobrir os custos de produção das informações.

Em relação ao mercado de capitais, a abertura de informações torna-se relevante, tendo em vista que a “[...] transparência de informações nos relatórios contábeis das instituições deve oferecer melhores condições de julgamento e decisão, bem como de avaliação dos riscos para os analistas de mercado, investidores e também para que a IF possa melhor monitorá-los.” (ANDRADE; NIYAMA; SANTANA, 2009, p. 2).

Alguns estudos empíricos buscaram verificar a relação entre *disclosure* e atributos de empresas, como tamanho, endividamento, redução do risco, volatilidade no preço das ações das empresas, redução no custo de capital, bem como os impactos na redução da assimetria informacional na empresa.

Lanzana (2004) relata que a transparência tem papel fundamental nesse contexto, pois na medida em que se observa um maior nível de transparência, esse aumento contribui para a redução da assimetria informacional. Essa redução foi observada na relação entre *disclosure* e a governança corporativa. O estudo, que utilizou uma amostra inicial de 161 empresas, observou que firmas de controle privado nacional maiores, com maior nível de endividamento, mais bem avaliadas pelo mercado e com maior desempenho tendem a apresentar maior nível de transparência.

Na relação do *disclosure* com o custo de capital, Teixeira, Fortunato e Aquino (2004) entendem, quanto ao custo da dívida, que em situações de obtenção de poucas informações sobre o negócio, não sendo possível obter pleno entendimento sobre ele, os tomadores de dívida requerem um custo de proteção, elevando o custo da dívida e ocasionando um impacto negativo no preço das ações. Quando o contrário ocorre, ou seja, quando existem informações suficientes que possibilitem conhecimento pleno do negócio, se atribui menor risco à empresa.

Teixeira, Fortunato e Aquino (2004) investigaram a relação entre a qualidade de comunicação, entendida por eles como transparência, e o valor de mercado das empresas de capital aberto com ações negociadas na bolsa de Nova Iorque, sob a hipótese de que a transparência com o mercado agrega valor à empresa. O estudo analisou dois grupos de empresas, as que receberam prêmios por sua boa comunicação com o mercado e as que não receberam tal premiação. O estudo revelou que a carteira teórica composta pelas empresas ganhadoras de prêmios tinha um risco bem menor do que a carteira composta pelas empresas não ganhadoras.

Figueiredo, Famá e Silveira (2002) buscaram investigar a existência de relação entre o grau de transparência das informações e o nível de endividamento das empresas. O estudo usou como amostra 154 empresas brasileiras de capital aberto, utilizando os métodos de estimação de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e Tobit. Os autores encontraram que existe uma relação positiva e significativa entre as variáveis, concluindo que empresas mais endividadas são mais transparentes.

Alencar (2007) estudou a relação entre *disclosure* e custo de capital próprio no Brasil; teve como amostra as 50 empresas mais líquidas da BM&FBovespa em que foram analisados os dados do período de 1998 a 2005. A autora realizou a mensuração do *disclosure* considerando o Índice de *Disclosure* Brasileiro (IDB), enquanto que para o custo do capital próprio foi utilizado o modelo de Ohlson – Juettner – Nauroth. O estudo constatou uma relação negativa e estatisticamente significativa entre *disclosure* e custo de capital, dando destaque para as empresas que recebem menos atenção dos analistas de mercado e que possuem estrutura de propriedade mais dispersa.

No que se refere a instrumentos financeiros, Mapurunga *et al.* (2011) constatou não existir associação positiva e significativa entre o nível de divulgação de instrumentos financeiros derivativos em firmas brasileiras e as variáveis endividamento e rentabilidade, ao passo que tal relação foi encontrada com as variáveis tamanho e lucro.

## 2.2 EVIDENCIAÇÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS E RISCO

Com o intuito de definir risco, Rodrigues (2008, p. 23) ensina que etimologicamente a palavra “origina-se do baixo-latim *risicu*, que, passando pelo italiano antigo, significa ousar”. Percebe-se que o autor destaca que o risco resguarda relação optativa e não consequência pré-determinada. O autor contribui ainda definindo que risco significa “a volatilidade de resultados inesperados normalmente relacionados a valor de ativos ou passivos de interesse”.

Para Teixeira, Fortunato e Aquino (2004), risco assemelha-se à incerteza quando considerado sob o aspecto da ocorrência ou não de determinado acontecimento, fazendo surgir a necessidade de gerenciá-los com o intuito de amenizar os efeitos danosos do imprevisto. Os autores complementam que o acontecimento não depende da vontade humana, ou seja, se dá de forma aleatória.

A primeira abordagem de risco considera aqueles aos quais a entidade está exposta, ou seja, o investidor se relaciona com esses riscos através da exposição da entidade aos mesmos. No decorrer de suas atividades, as empresas se expõem a vários tipos de incertezas, podendo citar alguns, conforme Zonatto e Beuren (2010), que são: riscos estratégicos, de mercado, de crédito, de liquidez, operacionais, legais e de imagem.

A proteção para alguns desses riscos é possível através da utilização de instrumentos financeiros que, segundo Lopes, Galdi e Lima (2011), desempenham função importante dentro do mercado financeiro organizado, possibilitando transferência de recursos entre os participantes do mercado, podendo trazer benefícios como suavização de resultados, aumento da rentabilidade e mitigação de risco, principalmente com o uso de derivativos. Porém, se a entidade fizer “utilização descuidada dessas operações pode levar a enormes prejuízos e até mesmo a falência” (LOPES; GALDI; LIMA, 2011, p. 1).

Ter pleno conhecimento dos riscos que cercam as empresas, de outra parte, se torna difícil para investidores, principalmente em cenário de assimetria informacional. Como exemplo, podemos citar operações com instrumentos financeiros derivativos, criados originalmente para proteção, mas, conforme sua utilização, podem aumentar os riscos da empresa. Tais instrumentos, até certo tempo, devido a características específicas, tinham sua contabilização e evidenciação desconsiderada, pertencendo à classe dos itens *off-balance-sheet* (MALAQUIAS; LEMES, 2013).

Amaral (2003) afirma que o derivativo possibilita realizar gerenciamento dos riscos, tendo em vista que permitem à entidade escolher os riscos a que estão dispostas a enfrentar e transferir os riscos indesejáveis. Porém, o autor chama atenção para os riscos que as operações com derivativos podem gerar, fazendo menção aos seis tipos de risco já citados, além de depender do risco humano.

Assim, com o intuito de aumentar a transparência dos riscos, órgãos normatizadores vêm se movimentando na busca de torná-los mais evidentes nas demonstrações financeiras das entidades e garantir *disclosure* mínimo para os usuários contábeis.

Neste sentido, quanto ao setor de intermediários financeiros, o Comitê de Basiléia emitiu o Acordo de Basiléia II, que se encontra fundamentado em três pilares, sendo eles: requerimento de capital, supervisão bancária e disciplina de mercado. Em relação ao último, importa mencionar a intenção de estimular a abertura de informações por parte das Instituições Financeiras (IF) que possibilitem observar o perfil de risco por elas assumido.

A transparência, quanto a isto, “implica na qualidade das informações a serem disponibilizadas para o mercado, isto é, o *disclosure* da IF, a forma como esta irá demonstrar e divulgar seus riscos e ações realizadas visando à diminuição

e o controle destes riscos” (ANDRADE; NIYAMA; SANTANA, 2009, p. 2). Com intenção de aumentar a transparência nas instituições financeiras, o Comitê de Basileia considera essencial a divulgação dos riscos de crédito, de mercado e operacional. (DANTAS *et al.*, 2010).

Paralelamente, de forma a abranger as instituições não financeiras, existem as Normas Internacionais de Relatórios Financeiros (IFRS), emitidas pelo International Accounting Standards Board (IASB), organismo que visa harmonizar as práticas contábeis em nível internacional. A transparência é enfatizada nas normas que tratam de instrumentos financeiros: IAS 32 – Instrumentos Financeiros: divulgação e apresentação; IAS 39 – Instrumentos Financeiros: reconhecimento e mensuração; e IFRS 7 – Instrumentos Financeiros: divulgação.

Em consonância com essa evolução, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) emitiu os Pronunciamentos Técnicos CPC 38, 39 e 40 (R1), que tratam do reconhecimento e mensuração, da apresentação e da evidenciação de instrumentos financeiros, respectivamente.

Conforme o CPC 39, item 11, pode-se entender instrumento financeiro como sendo “[...] qualquer contrato que dê origem a um ativo financeiro para a entidade e a um passivo financeiro ou instrumento patrimonial para outra entidade”. Conforme Lopes, Galdi e Lima (2011), os instrumentos financeiros podem ser divididos em: instrumentos financeiros não derivativos e instrumentos financeiros derivativos.

Para os instrumentos financeiros derivativos, podemos considerar a definição de Hull (1998, p. 13), ao dizer que são “[...] títulos cujos valores dependem de outras variáveis mais básicas”. Segundo Figueiredo (2010), os derivativos surgiram devido à necessidade de agentes econômicos se protegerem de riscos inerentes a oscilações do mercado, fazendo-se necessária, para negociação de derivativos, a presença de dois participantes fundamentais, *Hedgers* e os *Especuladores*. Para o autor, os *Hedgers* são os agentes que buscam proteção contra o risco de mudanças futuras nas variáveis de mercado, enquanto que os *Especuladores* enxergam oportunidades de lucro nessa variabilidade através da compra ou venda do derivativo de acordo com sua crença de alta ou baixa do instrumento no mercado.

O Pronunciamento Técnico CPC 40 (R1) deixa claro em sua introdução a preocupação com a transparência das demonstrações contábeis em relação aos riscos advindos do uso de instrumentos financeiros, não fazendo, porém, diferença entre não derivativos e derivativos, ao citar que “se aplica a todos os riscos decorrentes de todos os instrumentos financeiros”.

Convém citar o entendimento do CPC 40 (R1) com relação à importância dessas informações quando relata que elas “[...] podem influenciar a avaliação, por usuário, da posição financeira e do desempenho financeiro da entidade ou do valor, da época e da incerteza de seus fluxos de caixa futuros”. Tal preceito parece estar alinhado com Martins (2000), quando relata que conhecer o risco do negócio é essencial para adequada avaliação do seu custo de oportunidade, conceito utilizado nas decisões de investimento.

Para Araújo e Assaf Neto (2003), quando a contabilidade desconsidera o custo de oportunidade, ela se mostra em desalinhamento com o que a gestão financeira almeja ao considerar o conceito de valor. A criação de valor é alcançada quando as receitas obtidas com as vendas superam os custos incorridos, inclusive o custo de oportunidade do capital próprio.

Como consequência, o CPC 40 (R1) exige que a entidade evidencie informações que permitam aos usuários identificar: i) a significância dos instrumentos financeiros para a posição e desempenho financeiro da empresa; e ii) a natureza e a extensão dos riscos provenientes de instrumentos financeiros para os quais a entidade esteja exposta durante o período e na data do relatório, e como a entidade administra tais riscos.

Para possibilitar a identificação da natureza e extensão dos riscos, o CPC entende ser necessária a divulgação de informações qualitativas combinadas com informações quantitativas, bem como exige que as entidades assim o façam para no mínimo três riscos: risco de crédito, risco de liquidez e risco de mercado (CPC 40 R1, itens 32 e 33). Dessa forma, a divulgação de outros riscos, como operacional ou legal, ganham caráter voluntário.

É oportuno citar estudos que buscaram analisar o *disclosure* dos riscos incorridos pelas empresas. Dantas *et al.* (2010) realizaram pesquisa no sentido de avaliar o grau de transparência do risco de crédito praticado pelas instituições financeiras brasileiras, tomando como base o Acordo de Basileia II. O estudo, que teve como amostra os 50 maiores bancos brasileiros, buscou avaliar a relação entre o nível de evidenciação com outras variáveis, como o controle acionário, tamanho da empresa rentabilidade, dentre outras. Os autores identificaram que nível de evidenciação de risco de crédito de um período é influenciado pelo que foi reportado no período imediatamente anterior, além de constatar que os bancos com maior volume de ativos, com maior nível de rentabilidade, menor imobilização e com ações listadas na Bovespa apresentam maior grau de transparência sobre o risco de crédito.

Com base no Acordo de Basileia II, Carvalho, Trapp e Chan (2004) buscaram analisar o estágio de *disclosure* do risco operacional das instituições financeiras que atuam no Brasil, comparando com as que atuam na Europa e Estados

Unidos. O estudo testou a igualdade do nível de transparência entre o Brasil e os países citados, e concluíram que o grau de transparência foi considerado insatisfatório quanto a divulgações mínimas exigidas pelo Acordo de Basiléia II, apesar de apontar para aparente similaridade entre as demonstrações brasileiras com as dos países estudados.

Andrade, Niyama e Santana (2009) buscaram avaliar o grau de aderência às recomendações do Acordo de Basiléia II para com a evidenciação dos riscos operacional e de mercado nas Instituições Financeiras. Foram analisadas as demonstrações dos 20 maiores bancos atuantes no Sistema Financeiro Nacional, dentre elas os relatórios da administração e as notas explicativas bem como evidenciações por meio de outros relatórios, abrangendo o período de 2003 a 2008. Constatou-se maior nível de aderência à evidenciação das informações sobre os riscos de mercado e operacional para os bancos melhor classificados em nível de porcentagem no SFN e que possuem ações em negociação na BM&FBovespa. Além de demonstrar que os três maiores bancos foram os que melhor evidenciaram o risco de mercado, apresentando indícios de que bancos que mais evidenciam seus riscos possuem maior credibilidade no mercado.

Mendonça Filho e Cia (2012) examinaram as práticas de *disclosure* de instrumentos financeiros e riscos financeiros no Brasil após a adoção da IFRS 7, que corresponde a deliberação CVM nº. 604/09. Os autores concluíram que houve uma melhora no nível de *disclosure* dos instrumentos financeiros após a adoção da norma.

Silva, Machado e Hein (2013) se propuseram a analisar o nível de evidenciação à natureza e extensão dos riscos decorrentes dos instrumentos financeiros nas notas explicativas das empresas listadas na BM&FBovespa no setor de bens industriais. Os autores fizeram uso de estatística multivariada e realizaram a análise por meio da técnica de Análise de Componentes Principais (ACP). O estudo foi realizado sob o enfoque da deliberação CVM nº. 604/09 e concluiu que houve uma melhora moderada em relação à evidenciação dos instrumentos financeiros.

Malaquias e Lemes (2013) analisaram o nível de *disclosure* das demonstrações financeiras de empresas brasileiras com base nas exigências do IASB em relação aos Instrumentos Financeiros. A pesquisa analisou relatórios contábeis anuais em mercados de capitais diferentes: o brasileiro e o norte-americano. Os autores concluíram que os relatórios fornecidos ao mercado brasileiro dispõem de evidenciação inferior ao dos relatórios fornecidos ao mercado norte-americano. Adicionalmente, constataram que empresas de setores regulamentados, com maior tempo na emissão de ADRs e empresas maiores apresentam melhores níveis de evidenciação.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A amostra foi constituída com as ações com maior liquidez no mercado, critério já utilizado por Fernandes *et al.* (2008, p. 9) e teve o intuito de “diminuir ruídos causados pela seleção de amostra composta por empresas cujos papéis possuam baixa liquidez, o que prejudicaria a análise”. Optou-se então pelo IBrX 50, que é o índice composto pelas 50 ações mais líquidas listadas na BM&FBovespa, o que indica que os resultados não podem ser generalizados para o mercado brasileiro. As empresas que formaram a amostra são as que participavam do índice no mês de julho de 2013.

As 50 ações que compõem o IBrX 50 se referem a 48 empresas, já que Vale e Petrobrás estavam representadas por duas ações compondo o índice, escolheu-se o título de maior liquidez de cada empresa. Desta amostra foram excluídas ainda seis empresas, pois não exibiram valores referentes aos indicadores de risco na base de dados do Economática®. Assim, a amostra do estudo perfaz um total de 42 empresas.

Os dados da pesquisa são provenientes de duas bases distintas. Os dados referentes às medidas de risco – *Value-at-Risk* (VaR), Índice de Sharpe (IS) e Grau de Alavancagem Financeira (GAF) – e às variáveis de controle foram coletados do banco de dados do Economática®. Os dados provenientes da medida de *disclosure* de riscos associados a instrumentos financeiros foram coletados das Notas Explicativas das Demonstrações Contábeis referentes ao período de 2012, extraídas no portal eletrônico da BM&FBovespa, publicadas no ano de 2013.

A mensuração do nível de *disclosure* obrigatório dos riscos associados a instrumentos financeiros foi feita por meio de índice composto pela avaliação de 60 itens representativos de exigências de divulgação conforme o CPC 40 (R1) e conforme seu Apêndice B – Guia de Aplicação, ambos anexos à Deliberação CVM nº. 684/12.

Os 60 itens instituídos se originam de 29 componentes de exigências contidas no normativo citado, como os componentes 33, 34 e 35 do CPC 40 (R1) e o componente B8 do Guia de Aplicação, que são exigidos para os três tipos de riscos (crédito, liquidez e mercado). Os mesmos foram replicados como itens do índice para cada uma destas categorias.

Ademais, verificaram-se duas ou mais exigências de divulgação contidas no mesmo componente do normativo. Nesse caso, realizou-se desmembramento em vários itens na composição do Índice, de modo a detalhar cada aspecto exigido pela norma. Dos 60 itens selecionados, 18 apresentam exigências de caráter apenas qualitativo e os outros 42

solicitam informações de caráter quantitativo. Todos os itens se aplicam a todas as empresas tendo em vista ser o mínimo exigido pela norma e que as empresas incorrem nesses riscos por sua natureza.

O índice de divulgação constituiu-se na variável Nota de *Disclosure* (NDISC) que resultou da soma dos pontos atribuídos aos itens de divulgação, onde, quando observada a informação requerida pelo item, atribuiu-se a pontuação “1” (um), e quando não observada a informação, a pontuação “0” (zero). Nesse sentido, a variável assumiu valores no intervalo de 0 a 60 pontos.

A partir da hipótese da pesquisa de que *disclosure* de riscos associados a instrumentos financeiros está refletido marginalmente no nível de risco da empresa implícito na avaliação do mercado, coletaram-se valores referentes aos índices de risco de mercado para representá-lo: *Value-at-Risk*, Índice de Sharpe e Grau de Alavancagem Financeira para o período de 2012.

Foram utilizadas também variáveis de controle com o intuito de isolar influências de fatores que podem afetar a percepção de risco das empresas, cujos dados também se referem ao período de 2012, quais sejam:

- Instrumentos Financeiros/Ativo Total (IFAT), estimada pelo montante de instrumentos financeiros escalonado pelo Ativo Total;
- Instrumentos Financeiros/Patrimônio Líquido (IFPL), estimada pelo montante de instrumentos financeiros escalonado pelo Patrimônio Líquido;
- Derivativos (DERIV), binária, com valor 1 para presença de derivativos na empresa e 0, caso contrário;
- Tamanho (TAM), estimada pelo logaritmo natural do Ativo Total.

Os modelos econométricos para o teste da hipótese de pesquisa têm os seguintes constructos:

$$VaR = \beta_0 + \beta_1 NDISC + \beta_2 IFAT + \beta_3 IFPL + \beta_4 DERIV + \beta_5 TAM + \varepsilon \quad (1)$$

$$IS = \beta_0 + \beta_1 NDISC + \beta_2 IFAT + \beta_3 IFPL + \beta_4 DERIV + \beta_5 TAM + \varepsilon \quad (2)$$

$$GAF = \beta_0 + \beta_1 NDISC + \beta_2 IFAT + \beta_3 IFPL + \beta_4 DERIV + \beta_5 TAM + \varepsilon \quad (3)$$

Em que:

- VaR, IS e GAF representam medidas estimadas de risco;
- NDISC representa o nível apurado de *disclosure*;
- IFAT e IFPL representam a participação de instrumentos financeiros na estrutura da empresa;
- DERIV representa a participação de derivativos nos negócios da empresa;
- TAM representa o tamanho da empresa;
- $\beta_0$  a  $\beta_5$  consistem nos coeficientes estimados;
- $\varepsilon$  constitui-se do termo de erro do modelo.

A estimação dos coeficientes foi realizada pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Ademais, realizaram-se testes de Kolmogorov-Smirnov, de Durbin-Watson e Variance Inflation Factor (VIF) para verificar pressupostos econométricos quanto aos resíduos, a saber: normalidade, ausência de auto correlação e multicolinearidade. Além disso, foram processadas regressões robustas para corrigir possível heterocedasticidade. Os testes revelaram que os pressupostos quanto à consistência e à eficiência dos modelos foram atendidos. Os testes de normalidade apresentaram valores médios de 0,785, superior à significância de 0,5, o que aponta a normalidade da amostra. O VIF das análises realizadas apresentou uma média de 1,04, sendo considerado aceitável, para alguns especialistas, entre 5,0 e 10,0.

## 4 RESULTADOS

Esta seção apresenta os resultados da análise dos dados, divididos na análise do índice de *disclosure* e na análise relacional entre o *disclosure* de instrumentos financeiros e percepção de risco financeiro.

### 4.1 ÍNDICE DE DISCLOSURE

O comportamento do índice de *disclosure*, descrito na Tabela 1, apresentou-se homogêneo na mensuração da evidenciação de riscos com instrumentos financeiros, como se observa do baixo coeficiente de variação e da distribuição simétrica das notas, proximidade da média, mediana e moda. Ademais, as notas oscilaram no intervalo entre 17 e 44 itens atendidos, ressaltando que a nota máxima possível seria de 60 itens.

Tabela 1 – Estatística descritiva do índice de *disclosure*

| Média | Mediana | Moda  | Desvio Padrão | Coeficiente de Variação | Mínimo | Máximo |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------------|--------|--------|
| 36,62 | 31,00   | 28,00 | 6,98          | 0,22                    | 17,00  | 44,00  |

Fonte: Elaboração própria.

O maior atendimento ao *disclosure* exigido, com atendimento de 44 itens, foi alcançado por uma empresa do segmento de siderurgia, participante do Nível 1 de governança corporativa da BMF&Bovespa. Já o menor grau de atendimento da norma, com 17 itens, foi alcançado por uma empresa do nível mais alto de governança corporativa, o nível Novo Mercado, destacando-se que a simples adesão a padrões mais rigorosos de divulgação não garante o atingimento de adequados níveis de *disclosure*, pelo menos no que tange as informações acerca dos riscos relacionados a instrumentos financeiros.

Apresentam-se na Tabela 2 os resultados referentes à frequência de divulgação de itens pelas empresas, evidenciando o grau de atendimento às normas de *disclosure* relativos aos instrumentos financeiros.

Tabela 2 – Índice de *disclosure* – Frequência de divulgação

| Estatísticas | Nº de Empresas | Pontuação de Disclosure |
|--------------|----------------|-------------------------|
| 1º Quartil   | 11             | 26,5                    |
| 2º Quartil   | 10             | 31,0                    |
| 3º Quartil   | 10             | 36,0                    |
| 4º Quartil   | 10             | 44,0                    |

Fonte: Elaboração própria.

Confirma-se que, ao segmentar a amostra em quartis, as notas de *disclosure* das empresas apresentam-se muito próximas. No primeiro quartil, as empresas atenderam em 43,3% as exigências do normativo. No último quartil se chega ao limite, na média do quartil, de 73,3% de atendimento dos 60 itens.

O atendimento das exigências de *disclosure* dos itens qualitativos está disposto na Tabela 3.

Tabela 3 – *Disclosure* – Itens qualitativos

| Itens  | Risco           |                 |                 |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|
|  | Liquidez        | Crédito         | Mercado         |
| <b>Mais Divulgados</b>                         |                 |                 |                 |
| Exposição ao risco                             | 39 (95%)        | 41 (100%)       | 41 (100%)       |
| Origem do risco                                | *               | 36 (88%)        | 41 (100%)       |
| Objetivos de gestão do risco                   | 38 (93%)        | 38 (93%)        | 39 (95%)        |
| Políticas e processos para gerenciar os riscos | 36 (88%)        | 40 (98%)        | 35 (85%)        |
| <b>Média por Tipo de Risco</b>                 | <b>37 (92%)</b> | <b>38 (94%)</b> | <b>39 (95%)</b> |
| <b>Menos Divulgados</b>                        |                 |                 |                 |
| Métodos utilizados para mensurar o risco       | 27 (66%)        | 15 (38%)        | *               |
| Alterações em relação ao período anterior      | 01 (2%)         | 03 (7%)         | 02 (5%)         |
| Origem do risco                                | 24 (59%)        | *               | *               |
| <b>Média por Tipo de Risco</b>                 | <b>17 (42%)</b> | <b>09 (22%)</b> | <b>02 (5%)</b>  |

\* O item não se enquadra como mais e ou menos divulgado.  
\*\*O item não se aplica para o risco em questão.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

Conforme a Tabela 3, 12 itens obtiveram frequência de divulgação acima de 80%, demonstrando facilidade das empresas em cumprir tais exigências. O item mais divulgado foi o que explicita as políticas e os processos para gerenciar os riscos, confirmando os estudos de Murcia (2009). Dos itens menos divulgados, destacam-se alterações em relação ao período anterior, ficando inconcluso se não existiram tais mudanças ou se não houve a informação requerida. Nota-se que há uma variação média ampla entre os itens mais divulgados e menos divulgados nos diferentes tipos de risco.

Posteriormente, apresenta-se, na Tabela 4, o nível de *disclosure* (mais e menos divulgados) dos itens quantitativos.

Tabela 4 – *Disclosure* – Itens quantitativos

| Itens   | Risco           |                 |                 |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|
|   | Liquidez        | Crédito         | Mercado         |
| <b>Mais divulgados</b>  |                 |                 |                 |
| Sumário quantitativo sobre sua exposição ao risco                                 | 31 (76%)        | 27 (66%)        | 38 (93%)        |
| Concentrações de risco  | 30 (73%)        | 23 (56%)        | 26 (63%)        |
| Garantia mantida e instrumentos de melhoria de crédito                            | **              | 24 (59%)        | **              |
| Análise dos vencimentos passivos financeiros não derivativos                      | 34 (83%)        | **              | **              |
| Análise de sensibilidade para cada tipo de risco de mercado                       | **              | **              | 38 (93%)        |
| Métodos e os pressupostos para da análise de sensibilidade                        | **              | **              | 37 (90%)        |
| <b>Média por Tipo de Risco</b>  | <b>31 (76%)</b> | <b>24 (60%)</b> | <b>34 (85%)</b> |
| <b>Menos divulgados</b>   |                 |                 |                 |
| Montante que representa exposição máxima ao risco de crédito                      | **              | 16 (39%)        | **              |
| Análise de ativos financeiros sujeitos à não recuperabilidade ( <i>impaired</i> ) | **              | 10 (24%)        | **              |
| Análise de vencimentos dos ativos financeiros                                     | 07 (17%)        | **              | **              |
| Ocorrer significativamente antes do que indicado nos dados                        | 03 (7%)         | **              | **              |
| Análise de sensibilidade valor em risco ( <i>Value-at-Risk</i> )                  | **              | **              | 02 (5%)         |

continua...

conclusão.

|   |                 |                 |                |
|---|-----------------|-----------------|----------------|
| Parâmetros e pressupostos subjacentes aos dados fornecidos ( <i>Value-at-Risk</i> ) | **              | **              | 00 (0%)        |
| <b>Média por Tipo de Risco</b>  | <b>05 (12%)</b> | <b>13 (32%)</b> | <b>01 (3%)</b> |

\* O item não se enquadra como mais e ou menos divulgado.

\*\*O item não se aplica para o risco em questão.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

Quanto aos itens quantitativos, das 42 exigências, apenas 17 foram divulgadas por mais da metade das empresas, apresentando níveis relativos de divulgação menores que os relacionados a informações qualitativas.

Os itens quantitativos que obtiveram maior frequência de divulgação referem-se ao risco de mercado com divulgação da análise de sensibilidade – também exigidos pela Deliberação CVM 550/08 e pela Instrução CVM 475/08. Ressalta-se que foram encontradas análises em formatos diferentes dos exigidos pelas normas, atendendo por outro lado à Deliberação CVM 684/12, que não faz exigências quanto ao formato.

Os itens quantitativos menos divulgados referem-se às exigências em relação aos riscos de crédito como a exposição máxima ao risco. Também quanto ao risco de liquidez, destaca-se a baixa divulgação da análise de vencimento dos ativos financeiros, necessária para administrar descasamento de prazos entre pagamento e recebimentos previstos.

Outro item menos divulgado refere-se à análise de sensibilidade através do *Value-at-Risk*, por apenas duas empresas; todavia, ressalte-se que 38 empresas divulgaram algum tipo de análise de sensibilidade aos riscos de mercado.

## 4.2 DISCLOSURE DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS E PERCEPÇÃO DE RISCO FINANCEIRO

Antecipa-se, na Tabela 5, não se apresentar correlação significativa entre nível de *disclosure* e as medidas de risco arroladas, exceto pela medida de risco estimada pelo Grau de Alavancagem Financeira (GAF).

Tabela 5 – Correlação entre *disclosure* e risco

| Ano  | Risco | NDISC  |
|------|-------|--------|
| 2012 | IS    | 0,202  |
|      | VaR   | -0,101 |
|      | GAF*  | 0,066  |

Fonte: Elaboração própria.

Nota: \*Nível de significância de 5%.

Na Tabela 6 são expostos os resultados, podendo se verificar que o modelo tratando da influência no Grau de Alavancagem Financeira não apresentou significância (Teste F = 1,73), valendo inferir que a informação enfocada no *disclosure* de riscos de instrumentos financeiros não afetou tal medida.

Tabela 6 – Impacto do *disclosure* nas medidas de risco

| Parâmetros     | Coeficientes |          |         |
|----------------|--------------|----------|---------|
|                | IS           | VaR      | GAF     |
| Modelos        |              |          |         |
| NDISC          | 0,028        | -0,006   | -0,058* |
| IFAT           | -0,911*      | 2,344**  | -1,931  |
| IFPL           | 0,117***     | -0,122** | 0,169** |
| DERIV          | 1,195***     | -0,601   | 0,241   |
| TAM            | -0,441***    | 0,181    | -0,145  |
| Intercepto     | 6,538***     | 0,226    | 5,818*  |
| Observações    | 42           | 42       | 42      |
| Teste F        | 14,52***     | 3,49**   | 1,73    |
| R <sup>2</sup> | 35,15%       | 18,29%   | 13,63%  |

Fonte: Elaboração própria.

Nota: \*, \*\* e \*\*\* representam significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Também não se constatou influência significativa do *disclosure* em discussão (NDISC) quando consideradas as outras duas medidas regressadas: Índice de Sharpe (IS) e *Value-at-Risk* (VaR), embora os modelos tenham se mostrado significantes, com coeficientes de determinação de 35,2% e 18,3%, respectivamente.

Vale comentar que o motivo para tal poder explicativo está impulsionado, provavelmente, por empresas com utilização mais relevante de instrumentos financeiros em sua operação e que utilizem, de algum modo, derivativos nas suas posições de proteção baseadas em eliminação de incertezas sobre liquidações futuras.

A literatura tem apresentado evidências distintas quando se analisam a relação entre o *disclosure* e o nível de risco. De modo geral, os estudos têm apontado aderência das empresas à evidenciação de informações sobre risco e que algumas características podem estar associadas com esse *disclosure*, como, por exemplo, a emissão de ADRs, análise em empresas do setor de bens industriais e setor financeiro, lapso temporal relativo à adoção do IFRS 7 (ANDRADE; NIYAMA; SANTANA, 2009; DANTAS *et al.*, 2010; MALAQUIAS; LEMES, 2013; SILVA; MACHADO; HEIN, 2013; MENDONÇA FILHO; CIA, 2012).

Nesse sentido, a literatura tem apontado que o *disclosure* tem impacto no nível de risco, bem como características relativas à rentabilidade e mobilização dos ativos (DANTAS *et al.*, 2010). No entanto, os resultados aqui apresentados não evidenciam relação de influência entre o *disclosure* e o nível de risco. Ademais, os resultados apontam que os indicadores apresentaram níveis baixos e altos de *disclosure* dos instrumentos financeiros, também evidenciados nos estudos de Andrade, Niyama e Santana (2009) e Carvalho, Trapp e Chan (2004), que analisaram o nível de *disclosure* em instituições financeiras.

Tais resultados podem apresentar-se divergentes em função das diferentes amostras, variáveis e análise de dados distintos. Sendo assim, torna-se relevante considerar tal aspecto, uma vez que a informação contábil, principalmente aquelas relacionadas ao risco, podem influenciar na redução da assimetria informacional.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve o objetivo de analisar o contexto atual do aumento de exigências de *disclosure* de riscos financeiros das empresas, examinando-se também a relação entre tal *disclosure* obrigatório com o nível de risco das empresas, mensurado através do Índice de Sharpe, do *Value-at-Risk* e do Grau de Alavancagem Financeira.

A influência marginal de *disclosure* de riscos de instrumentos financeiros e índices de risco não se apresentou estatisticamente significativa nos modelos processados. Estes achados apresentam indicativos que recomendam a rejeição da hipótese da pesquisa de que maior *disclosure* de riscos associados a instrumentos financeiros seria refletido marginalmente no nível de risco da empresa implícito na avaliação do mercado.

Sinaliza-se, assim, que apesar de empresas menos endividadas possuírem menores níveis de transparência conforme Figueiredo, Famá e Silveira (2002) e Lanzana (2004), em se tratando de incremento de informações específicas sobre riscos associados a instrumentos financeiros, as informações divulgadas não chegam a afetar a compreensão sobre o risco financeiro real das empresas.

Considerando que estudos de Murcia *et al.* (2011) e de Malacrida e Yamamoto (2006) apontaram que maior *disclosure* acarreta em menor risco e menor custo de capital, vale ponderar que a relevância de informações restritas acerca de riscos decorrentes dos instrumentos financeiros dentro de contexto amplo de *disclosure* não se concretizou.

Tal constatação decorre do fato de que as pesquisas comentadas tiveram enfoque muito mais abrangente, além de usar variável diferente representando o risco (volatilidade do preço das ações). Murcia *et al.* (2011) examinaram divulgações voluntárias de natureza econômica e socioambientais englobando índices financeiros, aspectos estratégicos, governança corporativa, políticas ambientais, produtos e serviço, enquanto que Malacrida e Yamamoto (2006) analisaram informações requeridas pelas normas e informações divulgadas voluntariamente.

Adicionalmente, avaliou-se o grau de observância das empresas quanto às exigências da Deliberação CVM nº 684/12, constatando que mais da metade das empresas obtiveram nota de *disclosure* acima de 30 pontos (50%) da métrica elaborada. Destaca-se que as informações qualitativas apresentaram frequência de divulgação maior que as informações quantitativas, o que corrobora o estudo de Silva, Machado e Hein (2013).

Desse modo, o estudo intenta contribuir com estudos sobre a efetividade de ações relativas ao *disclosure*, uma vez que este pode exercer influência no custo de capital das empresas (LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2007), considerando que o *disclosure* pode contribuir na redução dos níveis de risco da firma decorrentes da assimetria informacional. Noutro turno, exige-se, cada vez mais, que as empresas se apresentem mais transparentes no mercado quanto aos seus riscos, divulgando informações aos *stakeholders*, de modo a auxiliar as decisões destes na moderação do risco e retorno.

Destacam-se limitações da pesquisa como é o caso da métrica desenvolvida que desconsiderou as divulgações voluntárias de risco como o legal e operacional, pois se limitou ao mínimo exigido pela Deliberação CVM nº 684/12, ou seja, a variável Nota de *Disclosure* pode não representar a totalidade de informações sobre risco decorrente de instrumentos financeiros.

Ressalta-se ainda que a coleta de informações sobre instrumentos financeiros limitou-se às informações contidas nas Notas Explicativas à Gestão de Riscos e ou Instrumentos Financeiros, tendo sido consultados outros grupos de contas somente quando referenciado nas Notas Explicativas consultadas. Tais limitações podem ser consideradas como sugestão de novas pesquisas em relação às variáveis estudadas nesta pesquisa.

## REFERÊNCIAS

ALENCAR, R. C. *Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado Brasileiro*. 2007. 104 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

AMARAL, C. A. L. V. Derivativos: o que são e a evolução quanto ao aspecto contábil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 14, n. 32, p. 71-80, maio/ago. 2003.

ANDRADE, L. F. F.; NIYAMA, J. K.; SANTANA, C. M. Nível de *disclosure* sobre riscos de mercado e operacional: uma análise comparativa dos vinte maiores bancos brasileiros. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9., 2009, São Paulo. *Anais...* São Paulo: CONGRESSO USP, 2009.

ARAÚJO, A. M. P.; ASSAF NETO, A. A contabilidade tradicional e a contabilidade baseada em valor. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 14, n. 33, p. 16-32, set./dez. 2003.

CARVALHO, L. N. G.; TRAPP, A. C. G.; CHAN, B. L. *Disclosure* e risco operacional: uma abordagem comparativa em instituições financeiras que atuam no Brasil, na Europa e nos Estados Unidos. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 39, n. 3, p. 264-273, jul.-set. 2004.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Deliberação CVM n. 475*, de 17 de dezembro de 2008. *Dispõe sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros e torna obrigatória a divulgação do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/press475.asp>>. Acesso em: 20 set. 2013.

\_\_\_\_\_. *Deliberação CVM n. 550*, de 17 de outubro de 2008. Dispõe sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros, em nota explicativa específica, e sobre a divulgação do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade. *Revoga a Instrução CVM nº 235, de 23 de março de 1995*. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst475.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst475.doc)>. Acesso em: 20 set. 2013.

\_\_\_\_\_. *Deliberação CVM n. 604*, de 19 de novembro de 2009. Aprova os Pronunciamentos Técnicos CPC 38, 39 e 40, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que tratam do reconhecimento e mensuração, da apresentação e da evidênciação de instrumentos financeiros. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/port/snc/deli604.doc](http://www.cvm.gov.br/port/snc/deli604.doc)>. Acesso em: 18 set. 2013.

\_\_\_\_\_. *Deliberação CVM n. 684*, de 30 de agosto de 2012. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 40 (R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata dos Instrumentos Financeiros: Evidenciação. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/deli/deli684.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/deli/deli684.doc)>. Acesso em: 18 set. 2013.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. *Pronunciamento Técnico CPC 39 – Instrumentos Financeiros: Apresentação*, de 02 de outubro de 2009. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/mostraOrientacao.php?id=53>>. Acesso em: 04 set. 2013.

\_\_\_\_\_. *Pronunciamento Técnico CPC 40 (R1) – Instrumentos Financeiros: Evidenciação*, de 01 de junho de 2012. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/mostraOrientacao.php?id=54>>. Acesso em: 05 set. 2013.

DAMODARAN, A. *Finanças corporativas aplicadas*. Porto Alegre: Bookman, 2002.

DANTAS, J. A. *et al.* Determinantes do grau de evidênciação de risco de crédito pelos bancos brasileiros. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 21, n. 52, p. 1-27, jan./abr. 2010.

ERNST YOUNG; FIPECAFI. *IFRS: Análises sobre a adoção inicial do IFRS no Brasil*. 2. ed. São Paulo: Fipecafi, 2012.

FERNANDES, A. L. M. *et al.* Teste de aderência entre o beta contábil e o beta de mercado: uma aplicação prática no mercado Brasileiro. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 18., 2008, Gramado, *Anais...* Gramado: Congresso Brasileiro de Contabilidade, 2008.

FIGUEIREDO, A. C. *Introdução aos derivativos*. 2 ed. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

FIGUEIREDO, G.; FAMÁ, R.; SILVEIRA, A. M. Nível de endividamento e transparência das empresas Brasileiras. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 8., 2002, São Paulo. *Anais...* São Paulo: Seminários em Administração, 2002.

GOULART, A. M. C. *Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil*. 2003. 202 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

HULL, J. *Introdução aos mercados futuros e de opções*. 5. ed. São Paulo: Cengage, 1998.

IUDÍCIBUS, S. *Teoria da contabilidade*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1994.

JORION, P. *Value at risk: a nova fonte de referência para a gestão do risco financeiro*. 2. ed. São Paulo: Bolsa de Mercadorias e Futuros, 2003.

LAMBERT, R.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. Accounting information, *disclosure*, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, v. 45, n. 2, p. 385-420, 2007.

LANZANA, A. P. *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas Brasileiras*. 2004. 161 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LOPES, A. B.; GALDI, F. C.; LIMA, I. S. *Manual de contabilidade e tributação de instrumentos financeiros e derivativos*. CPC 38, 39, 40, OCPC 3, IAS 32, IFRS 7, Normas da Comissão de Valores Mobiliários, do Banco Central do Brasil, e da Receita Federal do Brasil. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 3, p. 65-79, set. 2006.

MALAQUIAS, R. F.; LEMES, S. *Disclosure de instrumentos financeiros segundo as Normas Internacionais de Contabilidade: evidências empíricas de empresas brasileiras*. *Brazilian Business Review*, v. 10, n. 3, p. 85-112, jul./set. 2013.

MAPURUNGA, P. V. R. *et al.* Determinantes do nível de *disclosure* de instrumentos financeiros derivativos em firmas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 22, n. 57, p. 263-278, set./dez. 2011.

MARION, J. C.; IUDÍCIBUS, S. *Introdução à teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2000.

MARTINS, E. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. *Caderno de Estudos*, v. 13, n. 24, p. 28-37, jul./dez. 2000.

MARTINS, E.; LOPES, A. B. *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas, 2005.

MENDONÇA FILHO, A. D.; CIA, J. N. S. Práticas de *disclosure* de instrumentos financeiros e riscos financeiros no Brasil: uma análise das demonstrações financeiras de 26 empresas da carteira teórica IBRX-100. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA DE CONTABILIDADE, 9., 2012, São Paulo. *Anais...* São Paulo: Universidade de São Paulo, 2012.

MURCIA, F. D. *et al.* Impacto do nível de *disclosure* corporativo na volatilidade das ações de companhias abertas no Brasil. *Revista de Economia e Administração*, v. 10, n. 2, p. 196-218, abr./jun. 2011.

MURCIA, F. D. *Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil*. 2009. 182 f. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

RODRIGUES, J. A. *Gestão de risco atuarial*. São Paulo: Saraiva, 2008.

SILVA, T. P.; MACHADO, D. G.; HEIN, N. Análise exploratória de evidenciação da natureza e extensão dos riscos decorrentes de instrumentos financeiros nas notas explicativas de empresas listadas na BMF&Bovespa. *ConTexto*, v. 13, n. 24, p. 37-49, maio/ago. 2013.

TEIXEIRA, A. C. C.; FORTUNATO, G.; AQUINO, A. C. B. Relação entre transparência e o valor de mercado das empresas Brasileiras de capital aberto. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4., 2004, São Paulo, *Anais...* São Paulo, Universidade de São Paulo, 2004.

ZONATTO, V. C. S.; BEUREN, I. M. Categorias de riscos evidenciadas nos relatórios da administração de empresas Brasileiras com ADRs. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 12, n. 35, p. 141-155, abr./jun. 2010.