



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E
CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

GLEDSTONE ALVES PINHO

ASSOCIAÇÃO ENTRE RISCO E EVIDENCIAÇÃO DE INSTRUMENTOS
FINANCEIROS EM EMPRESAS NO BRASIL

Orientador: Prof. Dr. Antonio Carlos Dias Coelho

FORTALEZA

Dezembro/2013

GLEDSTONE ALVES PINHO

**ASSOCIAÇÃO ENTRE RISCO E EVIDENCIAÇÃO DE INSTRUMENTOS
FINANCEIROS EM EMPRESAS NO BRASIL**

Este artigo científico foi submetido à Coordenação do Curso de Ciências Contábeis, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, outorgado pela Universidade Federal do Ceará – UFC e encontra-se à disposição dos interessados na Biblioteca da referida Universidade.

A citação de qualquer trecho deste artigo científico é permitida, desde que feita de acordo com as normas de ética científica.

DATA DA APROVAÇÃO: ____/____/____

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Antonio Carlos Dias Coelho
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof^ª. Dra. Roberta Carvalho de Alencar
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. M.Sc. Carlos Adriano Santos Gomes
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Associação entre Risco e Evidenciação de Instrumentos Financeiros em Empresas no Brasil

Autor: Gledstone Alves Pinho

Orientador: Prof. Dr. Antônio Carlos Dias Coelho

RESUMO

O objetivo deste estudo é analisar a relação entre o nível de disclosure obrigatório dos riscos decorrentes dos instrumentos financeiros com o nível de risco das empresas, sob a hipótese de que maior transparência dessas informações acarretaria em menor risco para empresa. A pesquisa analisou as demonstrações anuais das 50 empresas de capital aberto mais líquidas negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro (BM&FBovespa). Para mensuração do nível de disclosure elaborou-se o índice Nota de Disclosure com base nas exigências contidas na Deliberação CVM nº 684/12. Como medida do nível de risco utilizou-se o parâmetro beta de mercado, advindo do modelo CAPM. Utilizando-se de regressão linear múltipla, pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários, não foi possível constatar, com significância estatística, a existência de associação entre níveis de disclosure de instrumentos financeiros e de risco de mercado. Adicionalmente a pesquisa revelou que as informações qualitativas apresentaram frequência de divulgação maior que as informações quantitativas.

Palavras-chave: Risco. Evidenciação. *Disclosure*. Instrumentos Financeiros.

1 INTRODUÇÃO

A Deliberação CVM nº 684/12 trata de evidenciação de Instrumentos Financeiros e visa proporcionar mais transparência ao mercado. A norma, que aprovou o CPC 40 (R1) Instrumentos Financeiros: Evidenciação, obriga as entidades a divulgarem mais informações que proporcionem aumento no *disclosure* em relação à natureza e extensão dos riscos associados aos instrumentos financeiros.

As alterações normativas retratam a complexidade do tema para a contabilidade que, ao passo que busca acompanhar a rápida evolução dos mercados financeiros, visa também assegurar aos usuários das demonstrações contábeis evidenciação adequada justa e plena (IUDÍCIBUS, 1995).

No entanto, mensurar, reconhecer e evidenciar instrumentos financeiros tem se mostrado tarefa difícil para contadores e gestores, pois, segundo Ernest & Young e FIPECAFI (2012), as normas que abordam instrumentos financeiros são consideradas as mais difíceis de interpretar e de aplicar. Além disso, o fato da Deliberação CVM nº 684/12 ser a quinta alteração nas normas nos últimos cinco anos, demonstra que o tema carece de estudos a fim de melhor identificar as informações que colaborem para o alcance de *disclosure* satisfatório desses instrumentos.

Entre as exigências da norma atual, para as companhias de capital aberto, estão as divulgações de informações de caráter quantitativo e qualitativo da exposição aos “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” (DELIBERAÇÃO CVM nº 684/12, 2012, p.15).

As empresas ficam obrigadas a divulgar ainda informações como a exposição máxima ao risco de crédito, concentrações de risco, análises de vencimento e análise de sensibilidade,

para o último, podendo ser considerado uma análise de risco através do valor em risco (value at risk - VaR).

Este estudo dedica atenção para a evidenciação de informações específicas sobre a natureza e extensão dos riscos que os instrumentos financeiros acrescentam às empresas, conforme citado pela norma, investigando a relevância dessas informações nas demonstrações financeiras e se a aderência a essas práticas de *disclosure* pode ser sentida no nível de risco mensurado pelo mercado.

Conforme o CPC 40 R1 (2012, p. 14), a relevância dessas exigências 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 e dispor meios para que se realize avaliação eficiente sobre os riscos a que as empresas de capital aberto estão expostas.

Por outro lado, sabe-se que maior transparência, conforme Murcia *et al.* (2010), provoca redução na assimetria informacional, o que reduz a incerteza sobre a empresa e consequentemente reduz o seu risco. Nesse mesmo sentido Yamamoto e Malacrida (2006) relatam que o nível de *disclosure* proporciona redução na volatilidade no preço das ações da empresa, e, por consequência, no seu custo de capital.

Sendo assim, tais exigências deveriam ocasionar impactos negativos no risco atribuído pelo mercado às empresas. A percepção de risco das empresas é estimada pela mensuração do Beta (β) na forma do modelo CAPM. O modelo possibilita mensurar a sensibilidade de ativos financeiros às variações no mercado quantificando o grau de risco diversificável de cada empresa em face do risco não diversificável (sistemático) do ativo, isto é, projetando sua contribuição para o risco da carteira de mercado (PERLIN; CERETTA, 2005).

Tendo em vista que se argui que o aumento na transparência de informações sobre os riscos de instrumentos financeiros ocasionaria redução na incerteza dos ativos, a pesquisa pretende responder à seguinte problemática: Existe relação entre o nível de risco, medido pelo Beta de mercado e o nível de *disclosure* obrigatório acerca dos riscos decorrentes do uso de instrumentos financeiros em empresas no Brasil?

Com base no argumento de que aumento da transparência nas empresas em relação a instrumentos financeiros tem associação negativa com o grau de risco percebido pelos investidores, tem-se a hipótese de que, conforme Murcia *et al.* (2010), menor nível de risco está associado a maiores níveis de *disclosure* de riscos de instrumentos financeiros.

Para testar a hipótese, realizou-se mensuração do nível de *disclosure* obrigatório com base nos itens constantes no CPC 40 (R1), anexo da Deliberação CVM nº 684/12, que se referem à evidenciação da natureza e da extensão dos riscos associados aos instrumentos financeiros, por meio da criação de índice específico, regredindo-se tal variável com o nível de risco medido pelo Beta (β) de mercado.

Pesquisas de Mendonça e Sales (2012) e Silva, Machado e Hein (2013) foram realizadas antes da vigência da Deliberação CVM nº 684/12 e 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.

A relevância da pesquisa se destaca por contribuir com estudos acerca de *disclosure* que, conforme Lambert *et al.* (2005), influenciam no custo de capital, tendo em vista a redução nos níveis de risco das empresas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Abordam-se três tópicos como revisão de literatura e suporte teórico à pesquisa: questões referentes a *disclosure* e influência de atributos econômicos das empresas; o segundo tópico discute evidenciação de instrumentos financeiros e risco, dando ênfase ao CPC 40 (R1) Instrumentos Financeiros: Evidenciação; em seguida, trata-se de conceitos relativos a *disclosure* e custo de capital.

2.1 Disclosure

Conforme destacam Iudícibus e Marion (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 de atender a 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.* (2010, p.1) 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 ainda salienta o autor que, no contexto corporativo, *disclosure* está intimamente relacionado com o conceito de transparência.

Segundo Goulart (2003) o *disclosure* deve ser entendido como a abertura de informações da empresa capazes 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 Lopes e Martins (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.

Lopes e Martins (2005) afirmam haver também assimetria informacional entre classes diferenciadas de investidores, onde “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.

Lopes e Martins (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.* (2010 p. 4) declara 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.

Porém, Malaquias (2008) relata 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.* (2010) afirma 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.* 2010, p.2).

Em contrapartida, no que se refere a evidenciação compulsória, Silva, Machado e Hein (2013, p.3) relatam que “no momento em ocorrer 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, 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 Governança Corporativa. O estudo, que utilizou uma amostra inicial de 161 empresas, observou que empresas 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, informações suficientes que possibilite conhecimento pleno do negócio, atribui-se menor risco.

Teixeira, Fortunato e Aquino (2004) investigaram a relação entre a qualidade de comunicação, entendida por ele 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, Fama 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 dos Mínimos Quadrados Ordinário 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, tendo como amostra as 50 empresas mais líquidas da BOVESPA 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*, *riscu*, 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 relacionada ao valor de ativos ou passivos de interesse.”

Para Teixeira, Fortunato e Aquino (2004) risco assemelha-se a incerteza quando considerado sob o aspecto da ocorrência ou não de determinado acontecimento, fazendo surgir a necessidade de gerencia-los com o intuito de amenizar os efeitos danosos do imprevisto. O autor complementa 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 Bauren (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, 2013)

Amaral (2003) afirma que o derivativo possibilita realizar gerenciamento dos riscos, tendo em vista que eles 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 torna-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 Basileia emitiu o Acordo de Basileia 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) as quais são de emissão do *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 - órgão nacional que estabelece normas sobre a conduta das empresas na direção de oferecer maior nível de transparência em seus demonstrativos financeiros - 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 por 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 (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. Conforme Figueiredo (2010) 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 IN4 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 performance financeira 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 como Dantas *et al.* (2010) que 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 a variável Nível de evidenciação com outras variáveis econômicas. 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 Basiléia 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; 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 BOVESPA. 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 e Sales (2012) buscaram analisar 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 a evidenciação dos instrumentos financeiros.

Malaquias e Lemes (2013) analisaram o nível de *disclosure* das demonstrações financeiras de empresas brasileiras em 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.

2.3 Mensuração do Risco

Interessa agora delinear o risco que a própria entidade representa para o investidor, o qual toma decisão quanto a seus investimentos. Esse risco pode ser desmembrado, segundo Assaf Neto (2003) em risco sistemático (não diversificável) e risco não sistemático (diversificável). Para o investidor, o risco a ser considerado para exigência de prêmio para escolher determinada empresa é o risco não sistemático, intrínseco à empresa, o qual pode ser estimado pela mensuração do Beta (β) na forma do modelo CAPM, o qual indica a dispersão dos retornos da empresa considerada, em relação ao risco do mercado, medido pela dispersão dos retornos médios das empresas que o compõem.

O Beta (β) é extraído através do modelo de precificação de ativos financeiros (CAPM) que “é bastante utilizado nas operações dos mercados de capitais, participando do processo de avaliação de tomada de decisões em condições de risco.” (ASSAF NETO, 2003, p.216), bem como é o “mais empregado para estimativa do custo de capital próprio de uma empresa” (ODA *et al.* 2005, p.2).

O CAPM torna possível “quantificar o retorno exigido em função de seu risco sistêmico (não-diversificável)” (Perlin e Ceretta, 2005, p.4). Ainda segundo os autores, essa mensuração é possível através da regressão dos rendimentos efetivos do ativo, descontados a taxa livre de risco, com os rendimentos excedentes do mercado. A regressão gera reta cujo coeficiente angular é chamado de Beta (β), o qual quantifica o risco das empresas em função do risco sistêmico (RODRIGUES *et al.*, 2008). Segundo Assaf Neto (2003) a regressão pode ser expressa da seguinte forma:

$$R_j - R_F = \alpha + \beta (R_M - R_F) + \varepsilon_j \quad (1)$$

R_j = retorno proporcionado pela ação da Cia. j em cada ano do horizonte de tempo estudado;

R_F = taxa de juros de títulos livres de risco (*risk free*);

α = coeficiente alfa. Parâmetro linear da reta de regressão;

β = coeficiente beta. Parâmetro angular da reta de regressão, que identifica o risco sistemático do ativo em relação ao mercado.

R_M = retorno da carteira de mercado;

$R_j - R_F$; $R_M - R_F$ = respectivamente, retorno adicional da Cia. j e do mercado em relação ao retorno dos títulos sem risco (prêmio pelo risco).

ε_j = erro randômico.

O CAPM, segundo Oda *et al.* (2005, p.2) é o modelo “mais empregado para estimativa do custo de capital próprio de uma empresa”. Pode-se entender custo de capital próprio como sendo a “combinação de duas taxas: a taxa paga pelos investimentos livres de risco e uma taxa adicional, ou prêmio, que o investidor exige por aceitar tal risco.” (ALENCAR, 2007, p. 31).

Conforme Lambert *et al* (2005) o CAPM permite avaliar a relação entre custo de capital próprio e nível de *disclosure* das empresas, tendo em vista que o nível de informações divulgado pelas empresas pode impactar na volatilidade do preço das ações e, portanto, nos seus retornos esperados.

Tal relação é corroborada pela pesquisa de Malacrida e Yamamoto (2006) que estudaram 42 empresas componentes do Índice Bovespa no ano de 2002, com intuito de investigar o nível de evidenciação das informações contábeis e sua relação com a volatilidade do retorno de suas ações. Os autores constataram que diferentes níveis de evidenciação influenciam a volatilidade do retorno das ações.

Em consonância com Malacrida e Yamamoto (2006) pode-se observar os achados de Murcia *et al.* (2010) quando em estudo com 100 empresas listadas na BM&FBovespa objetivou identificar o impacto do nível de *disclosure* corporativo na volatilidade de companhias abertas no Brasil, e de acordo com os resultados, onde foi identificando uma relação inversa entre *disclosure* e volatilidade, as empresas com maior nível de informações

divulgadas ao mercado se beneficiam com menor volatilidade no preço das ações, sugerindo inclusive uma redução no custo de capital próprio.

3 METODOLOGIA

A pesquisa busca analisar a relação significativa entre o nível de *disclosure* acerca dos riscos e o nível de risco das empresas, caracterizando-se quanto aos objetivos como descritiva, que, relata Gil (1994, p.70) “... tem como principal objetivo descrever características de determinada população ou fenômeno ou estabelecimento de relações entre as variáveis”. Quanto à natureza, conforme Raupp e Beuren (2003), a pesquisa enquadra-se como quantitativa, tendo como procedimento a pesquisa documental que, conforme Ponte *et al.* (2007) tem como características principais a fonte dos documentos, os quais se restringem a documentos escritos ou não escritos, e não terem sido recebidos nenhum tipo de tratamento com o foco específico para o estudo em questão.

3.1 Amostra e Coleta de Dados

A amostra se enquadra como não probabilística, tendo em vista a escolha das empresas cujas ações apresentavam maior liquidez, critério já utilizado por Fernandez *et al.* (2008, p. 9) em estudo que envolve análise do Beta e que teve o intuito de “diminuir os ruídos causados pela seleção de uma 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 são representativas de 48 empresas, pois a Vale e a Petrobrás apresentaram duas ações compondo o índice, ocasião em que foi escolhido o título de maior liquidez. Das 48 empresas, cinco foram retiradas por falta de dados no banco de dados Economática® e outras quatro por serem do setor financeiro, cuja estrutura informacional é diferente das demais. Após a análise verificou-se que o tamanho da amostra fez um total de 39 empresas.

Os dados referentes às variáveis de controle e ao índice Beta (β) foram coletados do Banco de Dados Economática, o qual já fornece o Beta (β) de mercado das empresas cotadas na BM&FBovespa pela metodologia do modelo CAPM.

Para a coleta dos dados acerca do *disclosure* de riscos foram coletados os dados originados das Notas Explicativas das Demonstrações Contábeis do período de 2012, as quais foram extraídas no portal eletrônico da BM&FBovespa, publicadas no ano de 2013.

3.2 Modelo de Análise e Variáveis

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 seu Apêndice B – Guia de Aplicação, ambos anexos à Deliberação CVM nº 684/12.

Os 60 itens instituídos se originam de 13 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 carecem ser divulgados 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; neste caso realizou-se desmembramento em vários itens na

composição do Índice, de modo a bem 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). A variável assumiu valores no intervalo de 0 a 60 pontos, portanto.

O nível de risco das empresas foi mensurado através da variável Beta, cujos valores foram coletados da Economática, considerando a estimação por período de cinco anos, adotando-se o ano de 2013 como referência (2009 – 2013).

Adotaram-se também variáveis de controle com o intuito de isolar a influência de fatores que também podem estar associados à definição de risco representada pelo Beta. Adicionaram-se a variável ‘Tamanho’ (TAM), estimada pelo log do Ativo Total; e a variável ‘Endividamento’ (END), representada pelo Grau de Alavancagem Financeira – GAF, conforme estimado e divulgado no Economática.

Assim, conforme a hipótese da pesquisa de que maior *disclosure* de riscos associados a instrumentos financeiros está negativamente associado ao nível de risco da empresa implícito na avaliação do mercado, adotou-se o seguinte modelo de análise e teste:

$$\text{BETA} = \beta_0 + \beta_1 \text{NDISC} + \beta_2 \text{TAM} + \beta_3 \text{END} + e$$

3.3 Procedimentos Econométricos

A avaliação da relação entre as variáveis NDISC e Beta realizou-se por meio de regressão linear múltipla que, segundo Costa Neto (1977 p. 207), é utilizada quando “queremos estudar o comportamento de uma variável dependente Y em função de duas ou mais variáveis independentes Xi”.

Para Levine, Berenson e Stephan (2005, p. 448) a análise de regressão permite identificar o “tipo de relação matemática que existe entre uma variável dependente e uma variável independente, quantifique o efeito que mudanças na variável independente exercem sobre a variável dependente e identifique observações incomuns”.

A estimação dos coeficientes atendeu ao método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Assim, com base na hipótese levantada nesta pesquisa, espera-se que o coeficiente relacionado ao *disclosure* dos riscos seja estatisticamente significativo apresente sinal negativo, ou seja, maior *disclosure* conduzindo a menor avaliação de risco pelo mercado.

A regressão foi processada por meio do *software* SPSS 13 (*Statistical Package for the Social Sciences*) com o qual foi realizado, conjuntamente, a análise dos pressupostos de normalidade, homocedasticidade, multicolinearidade e ausência de autocorrelação para avaliação dos resíduos do modelo de regressão.

4 RESULTADOS

4.1 Índice de *Disclosure*

O comportamento do índice de *disclosure* pode ser analisado descritivamente conforme dados da Tabela 1.

Tabela 1 – Índice de *Disclosure* – Análise Descritiva

Média	Mediana	Moda	Desvio Padrão	CV	Máximo	Mínimo
30,53	31,00	28,00	7,22	0,24	44,00	17,00

As 39 empresas da amostra mostraram cumprimento homogêneo das normas de evidenciação de riscos com instrumentos financeiros, como se observa do baixo coeficiente de variação (0,24) e da distribuição simétrica das notas, em virtude da proximidade dos valores médio, mediano e modal; ademais, as notas oscilaram de 17 a 44 itens atendidos, embora a nota pudesse variar de zero a 60.

O maior atendimento ao *disclosure* exigido (44) foi alcançado por empresa do setor de siderurgia, participante do Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBovespa, Já o menor grau de atendimento da norma (17) foi alcançada por empresa participante do nível Novo Mercado, valendo dizer que a simples adesão a padrões mais rigorosos de divulgação, não garante o atingimento de adequados níveis de *disclosure*, pelo menos no que tange a informações acerca do riscos relacionados a instrumentos financeiros.

A distribuição de frequência dos níveis de atendimento às normas de *disclosure* alcançados pelas empresas pode ser analisada conforme Tabela 2.

Tabela 2 – Índice de *Disclosure* – Análise de Frequência

Percentagem de Atendimento do <i>Disclosure</i>	Frequência	Frequência Acumulada Relativa
28%	1	3%
30%	1	5%
32%	2	10%
35%	2	15%
37%	2	21%
40%	1	23%
43%	1	26%
45%	1	28%
47%	6	44%
48%	1	46%
50%	1	49%
52%	2	54%
53%	1	56%
55%	2	62%
57%	2	67%
58%	2	72%
60%	1	74%
62%	2	79%

63%	1	82%
65%	2	87%
67%	4	97%
73%	1	100%

Ressalta-se que das vinte empresas que obtiveram pontuação acima da mediana, cinco não pertencem aos níveis de listagem de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Foi observado também, consultando as Notas Explicativas, que nas políticas de gestão de risco declaradas por essas companhias apenas sete constituíram órgão específico para tal. Entre as maiores notas (40), aparecem duas empresas do Nível 1 de Governança e duas do Novo Mercado.

Em relação à natureza das exigências de *disclosure*, dos 18 itens qualitativos, 12 obtiveram frequência de divulgação acima de 80%, demonstrando maior facilidade das empresas em cumprir tais exigências. A tabela 3 relaciona os itens mais e menos divulgados.

Tabela 3 – Divulgação de Itens Qualitativos.

Itens	Risco		
	Liquidez	Crédito	Mercado
Mais Divulgados			
Exposição ao risco	37 (94%)	39 (100%)	39 (100%)
Origem do risco	*	34 (87%)	39 (100%)
Objetivos de gestão do risco	36 (92%)	36 (92%)	37 (94%)
Políticas e processos para gerenciar os riscos	34 (87%)	38 (97%)	34 (87%)
Menos Divulgados			
Métodos utilizados para mensurar o risco	26 (66%)	15 (38%)	*
Alterações em relação ao período anterior	1 (2%)	2 (5%)	2 (5%)
Origem do risco	23 (58%)	*	*

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

Exigência mais divulgada conforme o que se requer na norma foi a que explicita políticas e processos para gerenciar os riscos, confirmando os estudos de Murcia (2009) que também apresentou tais exigências como as mais divulgadas pelas empresas. 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.

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, conforme se observa da análise da Tabela 4.

Tabela 4 – Divulgação de Itens Quantitativos.

Itens	Risco		
	Liquidez	Crédito	Mercado
Mais divulgados			

Sumário quantitativo sobre sua exposição ao risco	30 (76%)	27 (69%)	36 (92%)
Concentrações de risco	28 (71%)	24 (61%)	24 (61%)
Garantia mantida e instrumentos de melhoria de crédito	**	27 (69%)	**
Análise dos vencimentos passivos financeiros não derivativos	33 (84%)	**	**
Análise de sensibilidade para cada tipo de risco de mercado	**	**	36 (92%)
Métodos e os pressupostos para da análise de sensibilidade	**	**	35 (89%)
Menos divulgados			
Montante que representa exposição máxima ao risco de crédito	**	16 (41%)	**
Análise dos ativos financ. sujeitos à não recuperabilidade (<i>impaired</i>)	**	9 (23%)	**
Análise de vencimentos dos ativos financeiros	7 (17%)	**	**
Ocorrer significativamente antes do que indicado nos dados	3 (7%)	**	**
Análise de sensibilidade valor em risco (<i>value-at-risk</i>)	**	**	2 (5%)
Parâmetros e pressupostos subjacentes aos dados fornecidos (<i>value-at-risk</i>)	**	**	0 (0%)
* O item não se enquadra como mais e ou menos divulgado.			
**O item não se aplica para o risco em questão.			

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 destas normas citadas, 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 é a análise de sensibilidade através do *value-at-risk*, divulgado por apenas duas empresas; todavia, ressalte-se que 38 empresas divulgaram algum tipo de análise de sensibilidade aos riscos de mercado.

4.2 Associação entre *Disclosure* de Instrumentos Financeiros e Risco de Mercado

Analisando-se a correlação entre variáveis expostas na Tabela 4, nota-se que os únicos atributos com correlação estatisticamente significativa, foram o tamanho e o nível de risco, com coeficiente negativo, indicando que maiores empresas são percebidas com menor nível de risco, o que já é apontado na literatura. O Índice de *Disclosure*, por seu turno, não registra correlação significativa com o nível de risco, relação objeto da pesquisa.

Tabela 5 - Correlação entre Variáveis

	BETA	NDISC	END	TAM
BETA	1,000	0,155	-0,063	-0,352*
NDISC	0,155	1,000	-0,115	0,170
END	-0,063	-0,115	1,000	-0,156
TAM	-0,352*	0,170	-0,156	1,000

* Significante ao nível de 5%.

BETA - Nível de risco; NDISC - Índice de *disclosure*; END - Endividamento; TAM – Log Ativo.

O atendimento aos pressupostos de consistência e eficiência da regressão processada foi visto como segue:

- multicolinearidade, analisada pelos testes Tolerance e VIF, não foi indentificada;
- ausência de autocorrelação serial, analisada teste DURBIN-WATSON, com índice DW=1,872, assegurando independência dos resíduos
- homocedasticidade examinada pelo teste Pesarán-Pesarán, o qual demonstrou que os resíduos são homocedásticos (estatística F = 0,378; p-value = 0,543);
- normalidade dos resíduos apresentaram-se satisfatórias com o coeficiente estatístico acima do valor crítico.

A análise da hipótese de associação entre risco e *disclosure* está exposta na Tabela 5, onde se verificou a regressão apresentou-se estatisticamente significativa ao nível de 4,6% (F=2,941) com coeficiente de determinação de 13%.

Tabela 6 – Associação entre Índice de *Disclosure* e Risco

Parâmetros	Coeficiente	Estatística t	P-Value
NDISC	-0,021	-1,197	0,239
END	0,030	1,389	0,174
TAM	-0,200	-1,792	0,082
Intercepto	5,087	2,694	0,011
Estatística F	2,941		0,046
R ² ajustado	0,133		

NDISC - Índice de *Disclosure*; END - Endividamento; TAM - Log Ativo Total.

A associação entre níveis de *disclosure* de instrumentos financeiros e de risco de mercado não se apresentou estatisticamente significativa, valendo dizer que não se identifica percepção específica da divulgação exigida pela Deliberação CVM nº 684/12 na avaliação do custo de capital das empresas no mercado brasileiro, para a amostra e período especificados na pesquisa.

Em relação aos atributos ‘Tamanho’ e ‘Endividamento’, constata-se que o mercado atribui ao Beta de mercado relação negativa com o tamanho das empresas, ou seja, quanto maior o nível de atividade da empresa menor risco esperado para a firma. O Endividamento não se apresentou estatisticamente significativa, valendo dizer que o este atributo não é reconhecido como fator de risco pelo mercado.

Dessa forma, a não influência do *disclosure* dos riscos sobre o nível de risco percebido pelo mercado pode conduzir a questionamentos quanto ao comportamento do mercado em recompensar a transparência das empresas em relação a esta informação, tendo em vista que estudos de Murcia et al. (2010) e de Yamamoto e Malacrida (2006) apontaram que maior *disclosure* acarreta em menor risco e menor custo de capital.

Contudo, vale ponderar que a relevância de informações acerca de riscos decorrentes dos instrumentos financeiros dentro de contexto amplo de *disclosure* pode não se concretizar; tal constatação decorre do fato de que as pesquisas comentadas (Murcia *et al.* (2010): divulgações voluntárias de natureza econômica e socioambientais englobando índices

financeiros, aspectos estratégicos, governança corporativa, políticas ambientais, produtos e serviço; Yamamoto e Malacrida (2006): informações requeridas pelas normas e informações divulgadas voluntariamente) tiveram enfoque muito mais abrangente, além de usar variável diferente representando o risco (volatilidade do preço das ações).

5 CONCLUSÃO

Considerando o contexto atual de aumento das exigências em relação ao *disclosure* dos riscos financeiros das empresas, a presente pesquisa teve como objetivo analisar a relação entre o nível de *disclosure* obrigatório dos riscos decorrentes dos instrumentos financeiros com o nível de risco das empresas. Porém, a associação entre o Índice de Disclosure e o Beta de mercado não se apresentou estatisticamente significativa, fato que não sustenta a hipótese levantada pela pesquisa, ou seja, não é possível afirmar que um maior *disclosure* dessas informações acarreta em menor risco para empresa.

Adicionalmente, a pesquisa avaliou o grau de observância das empresas 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 com o estudo de Silva, Machado e Hein (2013).

Em relação ao *disclosure* dos riscos, apesar de não poder se generalizar para todo o mercado brasileiro em virtude de a amostra ser não probabilística, os resultados mostram que o nível de *disclosure* dos riscos decorrentes dos instrumentos financeiros não influencia o nível de risco das empresas, sinalizando que os investidores possivelmente ainda não atribuíram certa relevância a esse tipo de informação, ou de outra forma, as informações exigidas pela norma e mensuradas pelo índice da pesquisa podem não ser ainda tão útil para o mercado avaliar suas decisões de risco e retorno.

Destacam-se aqui algumas limitações como é o caso da métrica desenvolvida que desconsiderou as divulgações voluntárias de risco como o legal e operacional, pois limitou-se 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 que a pesquisa limitou-se a verificar as informações contidas nas Notas Explicativas à Gestão de Riscos e ou Instrumentos Financeiros, tendo sido consultado outros grupos de contas somente quando referenciado nas Notas Explicativas consultadas. Tais limitações podem ser consideradas como sugestão de novas pesquisas em relação as variáveis estudadas nesta pesquisa.

REFERÊNCIAS

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

AMARAL, Carlos Antonio Lopes Vaz do. Derivativos: o que são ea evolução quanto ao aspecto contábil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. 32, p. 71-80, 2003.

ANDRADE, Luis Felipe Figueredo de; NIYAMA, Jorge Katsumi; SANTANA, Claudio Moreira. Nível de *disclosure* sobre riscos de mercado e operacional: uma análise comparativa dos vinte maiores bancos brasileiros. In: **Congresso USP Controladoria e Contabilidade**. 2009.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

CARVALHO, L. Nelson G.; TRAPP, Adriana Cristina Garcia; CHAN, Betty Lilian. *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, 2004.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Deliberação CVM Nº 684 de 30 de agosto de 2012. Disponível em: <www.cvm.org.br>. Acesso em: 18 de set. de 2013.

CPC - COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS, CPC 39, 2 de outubro de 2009. **Instrumentos Financeiros**: Apresentação. Disponível em <www.cpc.org.br/pronunciamentosIndex.php>. Acesso em: 18 de set. de 2013.

CPC - COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS, CPC 40 (R1), 1 de julho de 2012. **Instrumentos Financeiros**: Evidenciação. Disponível em <www.cpc.org.br/pronunciamentosIndex.php>. Acesso em: 18 de set. de 2013.

COSTA NETO, Pedro Luiz de Oliveira. **Estatística**. São Paulo, SP: Edgard Blücher, 1977.

DANTAS, José Alves *et al.* Determinantes do grau de evidenciação de risco de crédito pelos bancos brasileiros. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 21, n. 52, p. 1-27, 2010.

ERNST & YOUNG TERCO; FIPECAFI. **IFRS: Análises sobre a adoção inicial do IFRS no Brasil**. 2º Ed. São Paulo, 2012.

FERNANDES, André Luiz Milagres *et al.* **Teste de aderência entre o beta contábil e o beta de mercado**: uma aplicação prática no mercado brasileiro. In: 18o. Congresso Brasileiro de Contabilidade, 2008.

FIGUEIREDO, Antônio Carlos. **Introdução aos derivativos**. 2ª Ed. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo, v. 5, 1994.

GOULART, Andre Moura Cintra; CARVALHO, Nelson. Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 7, n. 1, 2009.

HULL, John. **Introdução aos mercados futuros e de Opções**. 5ª Ed. São Paulo, 1998.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 4º ed são Paulo, Atlas, 1994.
FIGUEIREDO, Gabriela; FAMÁ, Rubens; SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. Nível de Endividamento e Transparência das Empresas Brasileiras. **SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO**, v. 8, 2002.

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

- LANZANA, Ana Paula. **Relação entre *disclosure* e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.
- LEVINE, David M.; BERENSON, Mark L.; STEPHAN, David. **Estatística: teoria e aplicações-usando Microsoft Excel português**. 5° ed. LTC. Rio de Janeiro, 2005.
- LOPES, Alexandre Broedel; GALDI, Fernando Caio; LIMA, Iran Siqueira. **Manual de contabilidade e tributação de instrumentos financeiros e derivativo: 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. Atlas. São Paulo, 2011.
- MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes. *Disclosure* de instrumentos financeiros segundo as Normas Internacionais de Contabilidade: evidências empíricas de empresas brasileiras. **Brazilian Business Review**. Vitória, v. 10, n.3. Jul.- Set. 2013, p. 85 - 112 2008.
- MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista contabilidade e finanças**, v. 3, p. 65-79, 2006.
- MAPURUNGA, Patrícia Vasconcelos Rocha *et al.* Determinantes do nível de *disclosure* de instrumentos financeiros derivativos em firmas brasileiras. **Revista Contabilidade e Finanças–USP, São Paulo**, v. 22, n. 57, p. 263-278, 2011.
- MARION, José Carlos; IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Introdução à teoria da contabilidade**. São Paulo: Editora Atlas, 2000.
- MARTINS, Eliseu. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. **Caderno de Estudos**, n. 24, p. 28-37, 2000.
- MARTINS, Eliseu; LOPES, Alexsandro Broedel. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.
- MENDONÇA FILHO, Antônio Diniz; CIA, Joania Neide de Sales. Práticas de *disclosure* de instrumentos financeiros e riscos financeiros no Brasil: uma análise das demonstrações financeiras de 26 empresas da carteira teórica IBRX-100. **9° Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade**, 2012.
- MURCIA, Fernando Dal-Ri *et al.* Impacto do Nível de *disclosure* Corporativo na volatilidade das Ações de Companhias abertas no Brasil. In: **Congresso USP**. 2010.
- MURCIA, Fernando Dal-Ri; SANTOS, Ariovaldo dos. Regulação Contábil e a Divulgação de Informações de Operações com Instrumentos Financeiros Derivativos: Análise do Impacto da CVM N° 566/08 e da CVM N° 475/08 no *Disclosure* das Companhias Abertas no Brasil. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 3, n. 6, p. 3-21, 2009.

- MURCIA, Fernando Dal-Ri; SANTOS, Ariovaldo dos. Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 3, n. 2, p. 72-95, 2009.
- ODA, André Luiz *et al.* Análise da relação entre indicadores contábeis e betas de mercado das empresas brasileiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período 1995-2003. **Encontro anual da ANPAD**, v. 29, 2005.
- PERLIN, Marcelo Scherer; CERETTA, Paulo Sérgio. CAPM e o mercado brasileiro. In: **Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. 2004.
- PONTE, Vera Maria Rodrigues *et al.* Análise das metodologias e técnicas de pesquisas adotadas nos estudos brasileiros sobre balanced scorecard: um estudo dos artigos publicados no período de 1999 a 2006. In: **Anais do Congresso da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Contabilidade**. 2007.
- RAUPP, Fabiano Maury; BEUREN, Ilse Maria. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, p. 76-97, 2003.
- RODRIGUES, Raimundo Nonato *et al.* Beta contábil versus Beta CAPM: uma investigação empírica no mercado financeiro brasileiro. **Revista de Contabilidade da UFBA**, v. 2, n. 1, p. 40-51, 2008.
- RODRIGUES, José Ângelo. **Gestão de risco atuarial**. Saraiva. São Paulo, 2008.
- SAITO, Richard; SCHIOZER, Rafael Felipe. Uso de derivativos em empresas não-financeiras listadas em bolsa no Brasil. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 42, n. 1, 2007.
- SANTOS, Nilza Nashiro Florence dos *et al.* Nível de evidenciação obtido na divulgação das notas explicativas de instrumentos financeiros derivativos segundo a deliberação CVM nº 550/08. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 7, n. 13, p. 175-196, 2010.
- SILVA, Tarcísio Pedro da; MACHADO, Débora Gomes; HEIN, Nelson. 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, 2013.
- TEIXEIRA, Arilton Carlos Campanharo; FORTUNATO, Graziela; AQUINO, André Carlos B. Relação entre transparência e o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto. In: **CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE**. 2004.
- ZONATTO, Vinícius Costa da Silva; BEUREN, Ilse Maria. Categorias de Riscos Evidenciadas nos Relatórios da Administração de Empresas Brasileiras com ADRs. **Revista Brasileira de Gestão de negócios**, v. 12, n. 35, 2010.