

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DISCLOSURE DE GERENCIAMENTO DE RISCO

ANTONIO RAFAEL HOLANDA DA SILVA
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ - UFC

Introdução

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DISCLOSURE DE GERENCIAMENTO DE RISCO

Problema de Pesquisa e Objetivo

Com base na contextualização exposta anteriormente, o presente trabalho pretende responder à seguinte indagação: Qual a relação entre o nível de governança corporativa e o nível de disclosure de gerenciamento de risco nas companhias brasileiras listadas na B3? Por conseguinte, o objetivo geral volta-se a investigar a relação entre o nível de governança corporativa e o nível de disclosure de gerenciamento de risco nas companhias brasileiras listadas na B3.

Fundamentação Teórica

Portanto, dado que a gerência está em uma melhor posição quanto à ciência dos riscos que envolve a companhia, o que acarreta o surgimento de assimetria informacional entre partes internas e externas, a implementação de boas práticas de governança corporativa pode levar a um maior disclosure de gerenciamento de risco, permitindo que os stakeholders compreendam a dimensão dos riscos da empresa e sua postura quanto a gerenciá-los (MAZAYA; FUAD, 2018). Assim, formula-se a seguinte hipótese: A governança corporativa influencia positivamente o nível de disclosure de gerenciamento de risco.

Metodologia

A amostra compreende 88 empresas, perfazendo um total de 264 observações. Para calcular o nível de disclosure, aplicou-se um checklist nos Formulários de Referência das empresas para mensurar o seu grau de adesão à informação requerida pela Instrução CVM nº 586/17. A análise da relação entre o nível de governança da empresa e seu nível de disclosure de risco foi efetuada mediante regressões pooled OLS.

Análise dos Resultados

Os resultados apontaram que o nível de governança corporativa influencia positivamente o nível de disclosure de gerenciamento de risco, seja este medido pelo índice de disclosure rigoroso ou pelo índice tolerante.

Conclusão

Os resultados sugerem que à medida que as empresas avançam em termos de governança corporativa, maior tende a ser sua preocupação em manter um nível elevado de transparência quanto ao seu gerenciamento de risco, uma vez que isso reduz os conflitos de agência entre insiders e outsiders, ao permitir um maior conhecimento da extensão dos riscos que envolvem a empresa e de como a empresa os gerencia.

Referências Bibliográficas

ABDALLAH, A. A.; HASSAN, M. K.; MCCLELLAND, P. L. Islamic financial institutions, corporate governance, and corporate risk disclosure in Gulf Cooperation Council countries. *Journal of Multinational Financial Management*, v. 31, n. 1, p. 63-82, 2015. BUCKBY, S.; GALLERY, G.; MA, J. An analysis of risk management disclosures: Australian evidence. *Managerial Auditing Journal*, v. 30, n. 8-9, p. 812-869, 2015.

Palavras Chave

Disclosure, Gerenciamento de Risco, Governança Corporativa

Agradecimento a órgão de fomento

Programa Pesquisa Produtividade do Centro Universitário Estácio do Ceará

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DISCLOSURE DE GERENCIAMENTO DE RISCO

RESUMO

O estudo busca analisar a relação entre o nível de governança corporativa e o nível de *disclosure* de gerenciamento de risco nas companhias brasileiras listadas na B3, no período de 2016-2018. Para isso, o trabalho também averigua o grau de cumprimento das informações da categoria “política de gerenciamento de riscos e controles internos” requeridas pela Instrução CVM nº 586/17. A amostra compreende 88 empresas, perfazendo um total de 264 observações. Para calcular o nível de *disclosure*, aplicou-se um *checklist* nos Formulários de Referência das empresas para mensurar o seu grau de adesão à informação requerida pela Instrução CVM nº 586/17. Para refletir diferenças de rigor no julgamento do pesquisador na verificação do atendimento da empresa aos requisitos de divulgação, foram mensurados dois índices de *disclosure*, um rigoroso e outro tolerante. Para analisar a variável governança corporativa, foram utilizadas informações da base CSRHub, categoria governança corporativa, e suas subcategorias: conselho de administração, ética da liderança e transparência e relatórios. A análise da relação entre o nível de governança da empresa e seu nível de *disclosure* de risco foi efetuada mediante regressões *pooled OLS*. Os resultados apontaram que o nível de governança corporativa influencia positivamente o nível de *disclosure* de gerenciamento de risco, seja este medido pelo índice de *disclosure* rigoroso ou pelo índice tolerante. Dessa forma, os resultados sugerem que à medida que as empresas avançam em termos de governança corporativa, maior tende a ser sua preocupação em manter um nível elevado de transparência quanto ao seu gerenciamento de risco, uma vez que isso reduz os conflitos de agência entre *insiders* e *outsiders*, ao permitir um maior conhecimento da extensão dos riscos que envolvem a empresa e de como a empresa os gerencia. Os resultados também indicaram que o nível de *disclosure* de gerenciamento de risco é, em geral, elevado, e que a Instrução CVM nº 586/17 contribuiu para uma maior evidenciação de gerenciamento de risco, favorecendo o *disclosure*.

Palavras-chave: *Disclosure*; Gerenciamento de Risco; Governança Corporativa.

1 INTRODUÇÃO

Frente ao desenvolvimento e sofisticação do mercado de capitais, as organizações necessitam, em caráter cada vez mais urgente, manter um nível considerável de transparência com seus *stakeholders*, a partir da divulgação de informações relevantes sobre sua posição patrimonial e financeira, seja atual ou baseada em perspectivas futuras (BRANDÃO et al., 2013), buscando, dessa forma, aumentar sua credibilidade diante do mercado (FORTE et al., 2015).

Nesse sentido, o *disclosure* apresenta-se como instrumento de transparência das companhias, por ser compreendido como forma de evidenciação de informações de caráter relevante para o mercado de ações (CRUZ; LIMA, 2010). Segundo Elzahar e Hussaney (2012), na busca por satisfazer as necessidades dos usuários da informação contábil, e diversificar a carteira de clientes, as entidades tendem a divulgar mais informações sobre os riscos aos quais estão expostas.

Dessa forma, o gerenciamento de risco representa uma forma de gestão de fatos adversos à estratégia das empresas, e comunicá-lo ao mercado é fundamental para auxiliar no processo decisório dos diferentes usuários dessa informação (BEUREN; DALLABONA; DANI, 2011; PRADO et al., 2014). Desta maneira, a necessidade por divulgação de informações relativas ao gerenciamento de risco configurou-se como elemento crucial para manter o nível de transparência junto aos investidores, estabelecendo uma maior confiança entre estes e a organização (ABRAHAM.; COX, 2007; ABDULLAH et al., 2015).

No Brasil, a preocupação com a divulgação de gerenciamento de risco é refletida na Instrução CVM nº 586/17, a qual institui, a partir de 2018, a obrigatoriedade da evidenciação de informações acerca dos mecanismos e procedimentos adotados para prevenir, detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos praticados contra a administração pública, nacional ou estrangeira, pelas companhias brasileiras de capital aberto por meio do Formulário de Referência. A Instrução CVM nº 586/17 trouxe o aprimoramento da divulgação de gerenciamento de risco, abordando questões-chaves de governança corporativa, dentre elas, o aperfeiçoamento dos controles internos (PWC, 2017).

No campo da pesquisa nacional, a quantidade de estudos que buscaram investigar a relação entre governança corporativa e *disclosure* de gerenciamento de risco é limitada, tendo sido constatados os trabalhos de Gomes et al. (2012) e Melo e Leitão (2018), os quais revelaram que instituições financeiras brasileiras que avançam em termos de Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, não apresentam uma melhor transparência na divulgação de riscos operacionais.

Diante do exposto, verifica-se que os estudos mostram-se inconclusivos quanto ao impacto da governança corporativa na divulgação de informações relativas à risco. Ademais, observam-se algumas limitações em estudos que trazem essa relação, como a avaliação de forma individual, dos mecanismos de governança corporativa e a análise de um único período, conforme apontado no estudo de Elgammel, Hussaney e Ahmed (2018), reforçando a necessidade de mais investigações sobre o tema.

Com base na contextualização exposta anteriormente, o presente trabalho pretende responder à seguinte indagação: Qual a relação entre o nível de governança corporativa e o nível de *disclosure* de gerenciamento de risco nas companhias brasileiras listadas na B3? Por conseguinte, o objetivo geral volta-se a investigar a relação entre o nível de governança corporativa e o nível de *disclosure* de gerenciamento de risco nas companhias brasileiras listadas na B3. Adicionalmente, averigua-se o grau de cumprimento de divulgação acerca da categoria “política de gerenciamento de riscos e controles internos” requeridas pela Instrução CVM nº 586/17.

A pesquisa inova ao investigar o posicionamento das empresas diante das exigências impostas pela Instrução CVM nº 586/17 a respeito da divulgação das estratégias adotadas para prevenção de atos ilícitos contra a administração pública. Tendo em vista sua recente obrigatoriedade, não foram identificadas pesquisas anteriores voltadas à análise dos requisitos da divulgação da referida instrução.

Este estudo pretende contribuir para ampliar a discussão quanto à relação entre a qualidade de governança corporativa e o nível de *disclosure* de gerenciamento de risco, diferenciando-se de outros estudos que buscam identificar o grau ou determinantes do *disclosure* de risco: Dantas et al. (2010) apresentam uma proposta de um método para avaliação com base no COSO; Alves e Cherobim (2009) focam sua análise em bancos; e Alves e Graça (2013), se concentram em estudar as 20 empresas mais negociadas da bolsa de Lisboa. Também, esta pesquisa é oportuna, na medida em que estudos como o de Gomes et al. (2012) e o de Melo e Leitão (2018) apresentam resultados inconclusivos quanto à associação entre o nível de divulgação de gerenciamento de risco e o nível de governança corporativa. Além disso, ao recorrer à base CSRHub para medir o nível de governança corporativa, a

presente pesquisa utiliza uma métrica de governança mais precisa, buscando superar deficiências desses últimos estudos, que utilizaram os níveis diferenciados de Governança Corporativa da B3 como *proxy* de governança.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 *Disclosure* de gerenciamento de risco

A divulgação de informações financeiras é direcionada a um amplo círculo de usuários como, órgãos governamentais, credores, funcionários e investidores, sendo vital no processo de tomada de decisões e estabilidade no mercado de capitais (HENDRIKSEN; VAN BEDRA, 2010). A compreensão dos fatores que definem a decisão do gestor quanto à divulgação de informações é definida a partir da Teoria da Divulgação (VERRECHIA, 2001).

No Brasil, essa sujeição das empresas à divulgação de risco ocorreu a partir de agosto de 2012, por meio da publicação do Pronunciamento Técnico CPC 40 (R1) – Instrumentos Financeiros: Evidenciação, estabelecendo que as companhias de capital aberto passem a divulgar aspectos quantitativos e qualitativos quanto à exposição ao risco derivados de instrumentos financeiros e como estes são administrados, incluindo informações inerentes ao risco de mercado, crédito e liquidez (COSTA; LEAL; PONTE, 2017). Dentre as exigências da CVM, as companhias brasileiras de capital aberto ficam obrigadas a divulgar informações relativas à gestão de risco, incluindo a evidenciação quanto à exposição máxima a risco de crédito, concentração de risco, análise de vencimento e sensibilidade (PINHO; PARENTE; COELHO, 2016). Ademais, o Ofício Circular CVM/SEP nº 032019 impõe que as companhias divulguem e observem políticas formais no que tange ao gerenciamento dos riscos aos quais estão expostas, de modo que as companhias que não adotarem tal prática devem deixar explícita essa condição, indicando os motivos aos quais não a adotou.

De acordo com a redação dada pela Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, dentre as informações que devem conter no Formulário de Referência, tem-se a seção de política de gerenciamento de riscos e controles internos, a qual engloba itens de divulgação como, controles internos, políticas de gerenciamento de riscos corporativos e de mercado. Como forma de aprimoramento dessa norma, a Instrução CVM nº 586, de 8 de junho de 2017, altera e acrescenta seus dispositivos, impondo a obrigatoriedade, a partir de 2018, para empresas brasileiras listadas na B3, de divulgarem mecanismos e procedimentos internos de integridade adotados, na busca por prevenir, detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades praticados contra administração pública, nacional ou estrangeira.

A Instrução CVM nº 586/17 reforça o conteúdo da lei anticorrupção, Lei nº 12.486, de 1 de agosto de 2013, que diz respeito a responsabilização administrativa e civil das pessoas jurídicas envolvidas em atos ilícitos, e do Decreto nº 8.420, de 18 de março de 2015, que versa sobre o programa de integridade.

Verifica-se que para alcance da plenitude do *disclosure* de gerenciamento de risco, mesmo em função de sua obrigatoriedade com base nas normas internacionais de contabilidade (AMRAN; BIN; HASSAN, 2009), e atuação intensa por parte da CVM (PRADO et al., 2014), existe a variável *trade-off* da evidenciação (situação na qual a regulamentação é apenas uma das medidas) e, por isso, devem ser levados em consideração fatores como: ambiente institucional frágil, poder de *enforcement* e a carência por sistemas de governança corporativa e fiscalização (ZANI et al., 2011).

O fato de a governança corporativa ser tida como uma das variáveis que interferem no nível do *disclosure* em questão, é justificado pelo estudo de Drew, Kelley e Kendrick (2006), no qual é dito que a pressão imposta pelo mercado para adoção de suas práticas delimita a

relevância da temática de gerenciamento de riscos. Desse modo, convém considerar que a governança corporativa pode ter efeito no *disclosure* de gerenciamento de risco.

2.2 Governança corporativa e *disclosure* de gerenciamento de riscos

A governança corporativa emerge com o intuito de resolver os problemas de agência, atuando de modo a promover o *disclosure*, à medida que também tentar manter as ações dos administradores em conformidade com o interesse dos controladores (ARRUDA; MADRUGA; FREITAS JÚNIOR, 2008). A preocupação com temas voltados à eficiência, transparência e credibilidade nas relações corporativas, é resultado do processo de evolução das organizações, tendo em vista o progresso e modificações na estrutura das empresas (GODOI; SILVA; CARDOSO, 2017). Nessa perspectiva, como resposta à busca por informações disponíveis e transparentes, que possam conter fatos relevantes e oportunos, a governança corporativa contribui para intensificar o *disclosure* nas companhias, utilizando-se de normas que prezam primordialmente pela transparência e ética, funcionando como uma forma de gestão que envolve todo o ambiente corporativo, principalmente seus dirigentes e conselhos, com o propósito de garantir a continuidade da sociedade (MACHADO; FERNANDES; BIANCHI, 2016).

Suhardjanto et al. (2012) examinando o efeito de mecanismos de governança corporativa na divulgação obrigatória de gerenciamento de riscos de bancos indonésios, além de constatarem um baixo nível de *disclosure*, concluem que este é influenciado de forma positiva pelo número de reuniões do conselho de administração e seu tamanho, enquanto que a frequência de reuniões ou proporção de membros do comitê de auditoria, assim como a proporção de conselheiros independentes, não são bons preditores do grau de evidenciação de gerenciamento de risco.

Portanto, dado que a gerência está em uma melhor posição quanto à ciência dos riscos que envolve a companhia, o que acarreta o surgimento de assimetria informacional entre partes internas e externas, a implementação de boas práticas de governança corporativa pode levar a um maior *disclosure* de gerenciamento de risco, permitindo que os *stakeholders* compreendam a dimensão dos riscos da empresa e sua postura quanto a gerenciá-los (MAZAYA; FUAD, 2018). Diante dessas considerações, formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese geral: A governança corporativa influencia positivamente o nível de *disclosure* de gerenciamento de risco.

3 METODOLOGIA

No tocante aos objetivos, a pesquisa apresenta-se como descritiva. Vergara (2000) defende que este tipo de estudo expõe as características de uma determinada população ou fenômeno, definindo sua natureza. No que se refere aos procedimentos da investigação, o estudo adota análise documental, uma vez que recorre à documentos disponibilizados pela B3, de dados da base CSRHub *Sustainability management tools*, além de dados extraídos da base Economática® (MARTINS; THEÓPHILO, 2007). Com base na abordagem do problema, a pesquisa é classificada como quantitativa, haja vista que a quantificação é empregada, tanto nas modalidades de coleta de informações quanto também em seu tratamento por intermédio de técnicas estatísticas (RICHARDSON, 1999).

A população da pesquisa compreende todas as empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3) no período de 2016 a 2018, compreendendo 423 companhias. Para determinação da amostra, foi necessário excluir as empresas que não disponibilizaram os demonstrativos necessários para aplicação do *checklist* da pesquisa sobre *disclosure* de

gerenciamento de risco, bem como aquelas que não constavam na base de dados Economática® e/ou CSRHub, de modo que a amostra resultou num total de 88 empresas, perfazendo assim, 264 observações. Cabe salientar que o período analisado se justifica por abranger a posição das companhias antes (2016 e 2017) e após (2018) a vigência da Instrução CVM nº 586, de 08 de junho de 2017.

Para a coleta de dados secundários, foram utilizados os Formulários de Referência das companhias brasileiras de capital aberto. Para tanto, a métrica utilizada se baseia na análise do item 5 do conteúdo do formulário de referência, ao qual engloba itens relacionados às políticas de gerenciamento de riscos corporativos e de mercado, controles internos e outras informações, conforme redação dada pela Instrução CVM nº 480/09, além de informações quanto ao programa de integridade e canal de denúncia, de acordo com a Instrução CVM nº 586/17.

Em se tratando da coleta para definição do nível de governança corporativa, foram utilizados tanto os dados da base CSRHUB quanto os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3. A base CSRHub engloba quatro categorias: comunidade, meio ambiente, colaboradores e governança corporativa, sendo utilizada esta última, que compreende as seguintes subcategorias: conselho de administração, ética da liderança e transparência e relatórios.

Vale ressaltar que os dados da CSRHub tratam-se de um *score* de *performance* obtida para cada uma das subcategorias citadas anteriormente, de modo que a avaliação de cada empresa por ano, pode variar entre 0 e 100 (100 = maior classificação positiva) (CSRHUB, 2020).

Os dados econômicos financeiros das companhias foram obtidos por meio da base Economática®.

Com vistas a atender o objetivo adicional da pesquisa, que busca averiguar o grau de cumprimento às informações da categoria “política de gerenciamento de riscos e controles internos” requeridas pela Instrução CVM nº 586/17, aplicou-se um *checklist* compreendendo 34 itens, de modo que a análise da adesão das organizações aos requisitos da norma em questão, procedeu-se mediante análise de conteúdo (BARDIN, 2011).

De forma semelhante a outras pesquisas focadas no *disclosure* (SANTOS; PONTE; MAPURUNGA, 2014; SILVA, 2017; UMBELINO et al., 2019), neste estudo, ao aplicar o *checklist*, cada item de divulgação foi codificado da seguinte forma: S – SIM (a empresa divulga a informação requerida pela norma); NN – Não (a empresa não divulga a informação requerida pela norma); NA – Não se aplica (a empresa não divulga qualquer informação e deixa explícito que o item examinado não lhe é aplicável); e NI – Não informado (a empresa não deixa claro se a informação omitida é ou não aplicável, não informando nada sobre a questão de sua aplicabilidade, ou seja, omitindo completamente esta informação).

A inclusão da codificação “não informado” permite calcular dois índices de *disclosure*: o rigoroso e o tolerante. O primeiro índice considera que quando não houver nenhuma informação no Formulário de Referência a respeito de um item da instrução, este é considerado aplicável (assumindo que a empresa deve indicar claramente que um item da norma não foi divulgado porque não lhe é aplicável). Neste caso, o critério atribui uma penalidade para as empresas que ocultam informações que teoricamente são relevantes, ao induzir o usuário à crença de que aquele item da norma não lhe é aplicável, quando na verdade era. Já o segundo índice considera que quando não houver nenhuma informação no Formulário de Referência quanto a um item da instrução, então este item é tido como não aplicável (inferindo que a empresa não precisa explicitar que determinado item da norma não lhe é aplicável). Logo, este critério assume que as empresas somente omitiram informações que não lhe eram aplicáveis, ou seja, assumem o silêncio como não aplicabilidade do item da norma à empresa (SANTOS; PONTE; MAPURUNGA, 2014).

É pertinente mencionar que determinadas informações não eram obrigatórias nos exercícios de 2016 e 2017, dessa forma, estas são tidas por “não aplicáveis” e, portanto, não compõem o número total de itens requeridos.

Para alcance do objetivo geral, que busca investigar a relação entre a governança corporativa e *disclosure* de gerenciamento de risco nas companhias brasileiras listadas na B3, e ponderando que o conjunto de dados obtido na pesquisa compreende um período de três anos, os métodos estatísticos mais apropriados são os modelos de regressão em painel. A utilização de dados em painel atribui robustez à análise empírica, uma vez que estudos que se limitam à análise de dados em corte transversal, ou mesmo à análise de séries temporais isoladamente são considerados menos precisos (DINIZ; LIMA; MARTINS, 2017).

Para permitir identificar o efeito da governança corporativa, mensurada tanto pelo *score* da CSRHub quanto os níveis diferenciados da B3, no nível de *disclosure* de gerenciamento de risco, foram adotados quatro modelos de regressão representados pelas equações abaixo, considerando também que se pretende analisar o impacto nos índices de *disclosure* (rigoroso e tolerante):

$$IDISC_RIG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GC_CSRHUB_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 BETA_{it} + \beta_4 KD_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 SETOR_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{(Equação 1)}$$

$$IDISC_TOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GC_CSRHUB_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 BETA_{it} + \beta_4 KD_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 SETOR_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{(Equação 2)}$$

$$IDISC_RIG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GC_NDGC_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 BETA_{it} + \beta_4 KD_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 SETOR_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{(Equação 3)}$$

$$IDISC_TOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GC_NDGC_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 BETA_{it} + \beta_4 KD_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 SETOR_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{(Equação 4)}$$

No Quadro 3 são apresentadas as descrições e fundamentação teórica das variáveis operacionalizadas no estudo.

Quadro 3 – Variáveis utilizadas no estudo.

Variável Dependente	Operacionalização	Fonte de coleta	Fundamentação teórica
Índice de <i>Disclosure</i> rigoroso (IDISC_RIG)	Número de itens divulgados / total de itens requeridos - itens não aplicáveis	Formulário de Referência	Mapurunga et al. (2015); Umbelino et al. (2019).
Índice de <i>Disclosure</i> tolerante (IDISC_TOL)	Número de itens divulgados / total de itens requeridos - itens não aplicáveis – itens não informados	Formulário de Referência	Mapurunga et al. (2015); Umbelino et al. (2019).
Variáveis Independentes	Operacionalização	Fonte de coleta	Fundamentação teórica
Governança Corporativa da CSRHub (GC_CSRHUB)	Métrica de desempenho de governança corporativa da CSRHub (0-100)	Base de dados CSRHub	Aggarwal (2013); Thanetsunthorn e Wuthisatian (2016).
Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (GC_NDGC)	<i>Dummies</i> de governança corporativa: 0 – Mercado Tradicional; 1 – Nível 1; 2 – Nível 2; 3 – Novo Mercado	B3	Dalmácio et al. (2013); Santos, Botinha e Lemes (2019).
Variáveis de Controle	Operacionalização	Fonte de coleta	Fundamentação teórica

Desempenho Operacional (ROA)	LAIR + depreciação + amortização / patrimônio líquido	Economática®	Abdullah et al. (2015); Kakanda, Salim e Chandren (2017).
Custo de Capital Próprio (BETA)	$Covar[OscAção, Osclnd] / Dvp2[Osclnd]$, onde Covar = função covariância e Dvp = função desvio-padrão	Economática®	Nahar, Azime Jubb, (2016); Passos et al. (2017).
Custo de Capital de Terceiros (KD)	$(1 - \text{Imposto de renda}) \times (\text{Despesa Financeira}) / \text{valor da dívida}$	Economática®	Hoyt e Liebenberg (2011); Passos et al. (2017).
Tamanho (TAM)	Logaritmo natural do ativo total	Economática®	Elshandidy e Neri, (2014); Buckby, Gallery e Ma (2015).
Dummy Setorial (SETOR)	Foram criadas s-1 variáveis dummy, onde s corresponde ao número de setores identificados no Economática®	Economática®	Buckby, Gallery e Ma (2015)

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

Cabe acentuar que para o tratamento dos dados, ou seja, estatística descritiva, teste de comparação entre proporções e regressão com dados em painel, utilizou-se o *software RStudio*.

4 RESULTADOS

4.1 Disclosure de gerenciamento de riscos

Neste capítulo da pesquisa é apresentada a análise e discussão dos resultados. Inicialmente, após análise de conteúdo por meio dos formulários de referência inerentes às demonstrações financeiras padronizadas relativas aos exercícios de 2016, 2017 e 2018, foi possível mensurar a proporção de evidenciação de gerenciamento de riscos, assim como, averiguar o grau de cumprimento à Instrução CVM nº 586/17. O percentual de divulgação dos itens analisados conforme a seção do *checklist*, bem como a média dos índices de *disclosure* por período analisado estão demonstrados nas Tabelas de 1 a 6. A seguir, a Tabela 1 apresenta a proporção de atendimento à seção política de gerenciamento de riscos corporativos.

Tabela 1 – Proporção de atendimento à seção “Política de Gerenciamento de Riscos Corporativos (PGRC)”.

Item do formulário de referência	Legislação: Instrução CVM nº 480/09											
	2016				2017				2018			
	S	NN	NA	NI	S	NN	NA	NI	S	NN	NA	NI
5.1 (a)	93%	2%	0%	4%	95%	2%	0%	2%	96%	1%	0%	2%
5.1 (b) – i	63%	2%	30%	4%	67%	3%	27%	2%	74%	2%	21%	2%
5.1 (b) – ii	61%	2%	31%	4%	67%	3%	27%	2%	74%	2%	21%	2%
5.1 (b) – iii	65%	2%	28%	4%	68%	3%	25%	2%	75%	2%	20%	2%
5.1 (c)	60%	2%	32%	4%	64%	3%	30%	2%	69%	2%	25%	2%
Média	68%	2%	24%	4%	72%	3%	22%	2%	78%	2%	17%	2%
Índice Rigoroso	90,87%				92,89%				94,70%			
Índice Tolerante	96,75%				95,69%				97,38%			

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

De acordo com os achados apresentados na Tabela 1, embora ao longo dos exercícios não haja uma diferença de divulgação considerável, em 2018 verificam-se maiores índices de *disclosure*, indicando que a Instrução CVM nº 586/17 pode ter provocado uma maior

discussão em relação ao gerenciamento de risco no mercado de capitais. Os resultados coadunam estudos que comprovam o incremento do nível de *disclosure* de risco após deliberações, em geral, da CVM (SILVA; MACHADO; HEIN, 2013; PINHO; PARENTE; COELHO, 2016).

Em seguida, a Tabela 2 aborda a proporção de evidenciação dos itens que envolvem a seção de política de gerenciamento de riscos de mercado.

Tabela 2 – Proporção de atendimento à seção “Política de Gerenciamento de Riscos de Mercado (PGRM)”.

Item do formulário de referência	Legislação: Instrução CVM nº 480/09											
	2016				2017				2018			
	S	NN	NA	NI	S	NN	NA	NI	S	NN	NA	NI
5.2 (a) – i	93%	1%	0%	5%	96%	1%	0%	2%	95%	1%	0%	3%
5.2 (b) – i	67%	0%	26%	5%	73%	0%	24%	2%	75%	0%	21%	3%
5.2 (b) – ii	60%	1%	32%	5%	65%	1%	31%	2%	66%	1%	29%	3%
5.2 (b) – iii	61%	1%	31%	5%	67%	1%	29%	2%	68%	1%	26%	3%
5.2 (b) – iv	65%	1%	28%	5%	71%	1%	24%	2%	74%	1%	21%	3%
5.2 (b) – v	59%	2%	32%	5%	64%	2%	31%	2%	66%	2%	28%	3%
5.2 (b) – vi	66%	0%	28%	5%	71%	0%	25%	2%	74%	0%	22%	3%
5.2 (c)	62%	2%	29%	5%	68%	2%	26%	2%	69%	2%	24%	3%
Média	67%	1%	26%	5%	72%	1%	24%	2%	73%	1%	22%	3%
Índice Rigoroso	90,72%				95,46%				94,17%			
Índice Tolerante	98,30%				98,42%				98,45%			

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Conforme os resultados da Tabela 2, constata-se uma substancial divulgação para os itens da seção em questão, tendo em vista que, os índices de divulgação, seja rigoroso ou tolerante, mantiveram-se superiores a 90%. Todavia, informações carecem de atenção para amplo atendimento do *disclosure*, principalmente em se tratando daquelas inerentes à estratégia e instrumentos utilizados para proteção patrimonial, inclusive instrumentos financeiros (5.2 (b) ii, iii e v) e adequação da estrutura operacional e controles internos para verificação da efetividade da política de gerenciamento de riscos de mercado (5.2 (c)).

Os achados condizem com o estudo de Ambrozini (2014), que avaliou o grau de observância das orientações de evidenciação de instrumentos financeiros derivativos por parte das companhias abertas brasileiras, concluindo que estas dedicam mais atenção aos objetivos e processos de suas políticas de gestão de riscos de mercado, mas percebe-se uma menor divulgação para os métodos e técnicas adotados para mensurar os riscos.

A Tabela 3 apresenta os percentuais de *disclosure* para os itens referentes à seção de controles internos.

Tabela 3 – Proporção de atendimento à seção “Controles Internos”.

Item do formulário de referência	Legislação: Instrução CVM nº 480/09											
	2016				2017				2018			
	S	NN	NA	NI	S	NN	NA	NI	S	NN	NA	NI
5.3 (a)	96%	1%	1%	1%	97%	1%	1%	0%	96%	1%	1%	1%
5.3 (b)	95%	2%	1%	1%	97%	1%	1%	0%	96%	1%	1%	1%
5.3 (c)	95%	2%	1%	1%	97%	1%	1%	0%	96%	1%	1%	1%
5.3 (d)	52%	1%	44%	1%	51%	0%	48%	0%	46%	0%	52%	1%
5.3 (e)	48%	3%	47%	1%	47%	3%	49%	0%	40%	3%	55%	1%
Média	77%	2%	19%	1%	78%	1%	20%	0%	78%	1%	20%	1%
Índice Rigoroso	95,66%				97,98%				96,16%			
	97,12%				97,98%				97,77%			

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Na Tabela 3, é possível inferir elevadas proporções de divulgação para as principais práticas de controles internos (5.3 (a)), estruturas organizacionais envolvidas (5.3 (b)) e supervisão do grau de eficiência dos controles internos (5.3 (c)), visto que mais de 95% das empresas as evidenciam em todos os períodos analisados.

Observa-se que informações a respeito das deficiências dos controles internos e seus correspondentes comentários por parte dos diretores, apresentam redução no percentual de *disclosure* com o passar dos anos, devido à não aplicabilidade destes itens. Tais resultados vão ao encontro do estudo de Lopes, Marques e Louzada (2019), no qual foi analisada a evolução das deficiências de controles internos de 2010 a 2015, verificando-se uma tendência de decréscimo, dado que um dos objetivos de sua divulgação é que ocorram ações posteriores que busquem mitigá-las.

Considerando que a seção relativa ao programa de integridade passou a ser exigida a partir de 2018 de acordo com a Instrução CVM nº 586/17, a Tabela 4 apresenta a frequência de divulgação apenas para o ano em questão.

Tabela 4 – Proporção de atendimento à seção “Programa de Integridade”.

Item do formulário de referência	Legislação: Instrução CVM nº 586/17											
	2016				2017				2018			
	S	NN	NA	NI	S	NN	NA	NI	S	NN	NA	NI
5.4 (a)	-	-	-	-	-	-	-	-	97%	0%	1%	1%
5.4 (a) – i	-	-	-	-	-	-	-	-	89%	7%	1%	1%
5.4 (a) – ii	-	-	-	-	-	-	-	-	88%	9%	1%	1%
5.4 (a) – iii (1)	-	-	-	-	-	-	-	-	95%	2%	1%	1%
5.4 (a) – iii (2)	-	-	-	-	-	-	-	-	83%	14%	1%	1%
5.4 (a) – iii (3)	-	-	-	-	-	-	-	-	79%	16%	1%	1%
5.4 (a) – iii (4)	-	-	-	-	-	-	-	-	74%	22%	1%	1%
5.4 (c)	-	-	-	-	-	-	-	-	73%	14%	8%	3%
5.4 (d)	-	-	-	-	-	-	-	-	3%	0%	96%	0%
Média	-	-	-	-	-	-	-	-	76%	10%	12%	1%
Índice Rigoroso	-	-	-	-	-	-	-	-	88,46%			
Índice Tolerante	-	-	-	-	-	-	-	-	89,59%			

Legenda: **5.4 (a)** = Se a empresa possui regras e políticas voltadas para a prevenção de atos ilícitos contra a
 Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Conforme os achados da Tabela 4, observa-se que 97% das companhias divulgam as regras e políticas voltadas para prevenir, detectar e sanar desvios e irregularidades praticados contra a administração pública (5.4 (a)), enquanto as demais deixam claras as razões pelas quais não adotaram essas práticas (5.4 (d)).

A substancial divulgação para os itens de programa de integridade pode ser justificada pela aprovação da Lei nº 12.486, de 1 de agosto de 2013, também denominada Lei Anticorrupção, a qual introduziu o conceito de responsabilidade objetiva para entidades envolvidas em atos ilícitos contra a administração pública ou estrangeira e, além disso, o Decreto nº 8.420, de 18 de março de 2015, que objetivou regulamentar essa responsabilização administrativa para pessoas jurídicas ligadas a práticas corruptas. Assim sendo, os resultados são condizentes com a pesquisa de Castro, Amaral e Guerreiro (2019), que investigaram o grau de aderência das empresas brasileiras aos critérios do programa de integridade estabelecido na lei anticorrupção, identificando um nível elevado de cumprimento aos parâmetros do programa de integridade estabelecidos pela lei em questão.

A Tabela 5 segue o mesmo raciocínio da tabela anterior, apresentando a proporção de divulgação relativa à seção Canal de Denúncia apenas para o exercício de 2018, dada a exigência da Instrução CVM nº 586/17.

Tabela 5 – Proporção de atendimento à seção “Canal de Denúncia”.

Item do formulário de referência	Legislação: Instrução CVM nº 586/17											
	2016				2017				2018			
	S	NN	NA	NI	S	NN	NA	NI	S	NN	NA	NI
5.4 (b)	-	-	-	-	-	-	-	-	95%	0%	1%	3%
5.4 (b) – i	-	-	-	-	-	-	-	-	84%	10%	2%	3%
5.4 (b) – ii	-	-	-	-	-	-	-	-	88%	4%	2%	3%
5.4 (b) – iii	-	-	-	-	-	-	-	-	80%	12%	2%	3%
5.4 (b) – iv	-	-	-	-	-	-	-	-	82%	12%	2%	3%
Média	-	-	-	-	-	-	-	-	86%	8%	2%	3%
Índice Rigoroso									88,05%			
Índice Tolerante									91,19%			

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Observando a Tabela 5, os percentuais elevados de *disclosure*, que apontaram 88,05% e 91,19%, para os índices rigoroso e tolerante, respectivamente, deve-se ao Decreto nº 8.420/15, que impôs uma série de medidas, dentre elas a implementação do programa de integridade, colocando em pauta parâmetros, tais como: padrões de conduta, código de ética e canais de denúncias de irregularidades, sendo estes, abertos e amplamente divulgados a funcionários e terceiros. Por outro lado, a menor frequência de divulgação é verificada para o item que trata dos mecanismos de anonimato e de proteção a denunciante de boa-fé (5.4 (b) – iii), embora que ainda considerável, pois 80% das empresas divulgam esta informação.

Finalizando a análise do *checklist*, a Tabela 6 traz a seção relacionada à seção outras informações, já contempladas desde 2009, por meio da Instrução CVM nº 480/09.

Tabela 6 – Proporção de atendimento à seção “Outras Informações”.

Item do formulário de referência	Legislação: Instrução CVM nº 480/09											
	2016				2017				2018			
	S	NN	NA	NI	S	NN	NA	NI	S	NN	NA	NI
5.5	95%	2%	2%	0%	96%	2%	1%	0%	96%	1%	1%	1%
5.6	28%	35%	35%	0%	29%	33%	37%	0%	27%	34%	35%	2%
Média	61%	19%	19%	0%	62%	18%	19%	0%	61%	18%	18%	2%
Índice Rigoroso	70,78%				72,07%				69,91%			
Índice Tolerante	70,78%				72,07%				71,24%			

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Conforme aponta a Tabela 6, apesar da alta proporção de divulgação para informações quanto às alterações significativas na política de gerenciamento de riscos ao longo dos anos analisados (5.5), as empresas tendem a não evidenciar outras informações que julguem como relevantes, visto o insuficiente percentual de *disclosure* (5.6).

4.2 Análise dos modelos de regressão

Buscando atender ao objetivo geral do estudo de investigar a relação entre a governança corporativa e o *disclosure* de gerenciamento de risco nas companhias brasileiras listadas na B3, foram realizados os testes *F de Chow*, *Breusch-Pagan* e *Hausman* visando identificar qual modelo de regressão com dados em painel seria o mais apropriado para as observações do estudo. A partir destes, foi constatado que o mais adequado seria regressão com efeitos fixos. Porém, como a variável setor é fixa no tempo e, a mesma seria omitida

adotando o respectivo modelo, aplicou-se a regressão *Pooled OLS* para os modelos de regressão.

Cabe ressaltar que os modelos de regressão *pooled OLS* para a divulgação de gerenciamento de risco apresentaram significância estatística a 1%, com base no teste F, indicando um poder explicativo satisfatório de 26,5%, 28,0%, 25,3%, 27,2%, para os modelos I, II, III e IV, respectivamente, conforme a Tabela 8.

Tabela 8 - Regressões *pooled OLS* para os critérios de *disclosure* de gerenciamento de risco

Variáveis	Disclosure de gerenciamento de risco			
	GC – CSRHub		GC - NDGC	
	Rigoroso	Tolerante	Rigoroso	Tolerante
	I	II	III	IV
Intercepto	-0,037 (0,133)	0,160 (0,112)	0,050 (0,129)	0,230 ** (0,108)
GC	0,003 ** (0,001)	0,002 * (0,001)	0,012 (0,008)	0,005 (0,007)
ROA	0,222 *** (0,043)	0,209 *** (0,036)	0,228 *** (0,044)	0,211 *** (0,036)
BETA	-0,030 ** (0,012)	-0,025 ** (0,010)	-0,031 ** (0,012)	-0,025 ** (0,010)
KD	0,017 (0,013)	0,014 (0,011)	0,018 (0,014)	0,015 (0,011)
TAM	0,045 *** (0,006)	0,040 *** (0,005)	0,048 *** (0,007)	0,041 *** (0,006)
Setor cons. Cíclico	0,034 (0,035)	-0,011 (0,029)	0,033 (0,035)	-0,012 (0,029)
Setor cons. não cíclico	0,019 (0,041)	-0,242 (0,034)	0,024 (0,041)	-0,020 (0,034)
Setor financeiro	0,023 (0,036)	-0,020 (0,030)	0,261 (0,036)	-0,018 (0,306)
Setor materiais básicos	-0,045 (0,036)	-0,769 ** (0,305)	-0,404 (0,037)	-0,075 ** (0,031)
Setor petróleo, gás e biocombustíveis	0,072 (0,050)	0,021 (0,042)	0,052 (0,050)	0,010 (0,042)
Setor saúde	0,088 ** (0,042)	0,031 (0,035)	0,084 * (0,430)	0,028 (0,360)
Setor tecnologia da informação	0,164 * (0,083)	0,111 (0,069)	0,178 ** (0,083)	0,121 * (0,701)
Setor telecomunicações	-0,130 ** (0,054)	-0,159 *** (0,454)	-0,114 ** (0,054)	-0,150 *** (0,045)
Setor utilidade pública	0,051 (0,033)	0,003 (0,028)	0,058 * (0,033)	0,006 (0,028)
Obs.	264	264	264	264
F	7,873	8,415	7,453	8,108
Valor p	0,000	0,000	0,000	0,000
R ²	0,265	0,280	0,253	0,272

Nota: (*), (**), (***) – significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor (2020).

Com base nos dados da Tabela 9, considerados os modelos I e II, observou-se que a variável governança corporativa (GC), extraída da base CSRHub, apresentou significância positiva ao nível de 5% para o índice de *disclosure* rigoroso, enquanto para o *disclosure* tolerante, mostrou-se significativo ao nível de 10%. Logo, esses resultados permitem inferir que empresas com melhor qualidade de governança corporativa, evidenciam mais informações relativas ao gerenciamento de risco.

Tais achados divergem de estudos de âmbito internacional, os quais identificaram que determinadas práticas de governança corporativa podem não impactar na divulgação de

gerenciamento de riscos. Dentre eles, a não significância foi observada para a independência do conselho de administração e comitê de auditoria (SUHARDJANTO et al., 2012), dualidade do CEO (NTIM; LINDOP; THOMAS, 2013), e o fato da empresa ser auditada por *BigFour* (BUCKBY; GALLERY; MA, 2015).

Todavia, os resultados encontrados vão na direção do que é observado por pesquisas que comprovam o efeito positivo dos mecanismos de governança corporativa na divulgação de como os riscos são gerenciados na organização (TAYLOR; TOWER; NEILSON, 2010; CARMONA; FLUENTES; RUIZ, 2016; ABDULLAH; SHUKOR; RAHMAT, 2017).

Diante disso, constata-se que à medida que as companhias brasileiras avançam em termos de qualidade de governança corporativa, maior é a preocupação em manter um nível considerado de transparência quanto ao gerenciamento de risco, tendo em vista que o *disclosure* atua como redutor da assimetria de informações, à medida que reduz os conflitos de agência entre *insiders* e *outsiders*, permitindo maior conhecimento quanto à extensão dos riscos que envolve a empresa, assim como o posicionamento para gerenciá-los. Consequentemente, torna-se possível confirmar a hipótese geral levantada, de que a governança corporativa influencia positivamente o nível de *disclosure* de gerenciamento de riscos. Os achados corroboram os estudos de Abdallah, Hassan e McClelland (2015) e Mazaya e Fuad (2018) na medida em que destacam que empresas com melhor qualidade de governança corporativa, apontam menor probabilidade de informação assimétrica, ao passo que aumenta a proteção dos acionistas, levando à uma maior divulgação de gerenciamento de risco.

Ademais, como observou-se que em determinados estudos nacionais não foi possível prever quanto à relação entre governança corporativa estimada pelos Níveis Diferenciados da B3 e a divulgação de informações relativas à risco (GOMES et al., 2012; MELO; LEITÃO, 2018), tornou-se válido testar modelos de regressão que aplicasse o mesmo tratamento para a variável de governança corporativa. Dessa forma, os resultados são semelhantes aos obtidos nos estudos supracitados, uma vez que indicaram não ser possível inferir quanto à influência da governança corporativa no *disclosure* de gerenciamento de riscos, tanto em seu índice rigoroso quanto tolerante. Sendo assim, os modelos III e IV reforçam o entendimento de que a métrica de governança corporativa utilizada pode justificar pesquisas inconclusivas quanto ao seu efeito no *disclosure*.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo geral investigar a relação entre a governança corporativa e o *disclosure* de gerenciamento de risco nas companhias brasileiras listadas na B3. A partir dos modelos de regressão com dados em painel foi possível identificar resultados contrastantes quanto ao efeito da governança corporativa no *disclosure* de gerenciamento de risco. Em um primeiro momento, quando a governança corporativa é mensurada utilizando-se da metodologia da CSRHub, é verificada sua relação positiva e significativa com o nível de *disclosure* de gerenciamento de risco; todavia, a significância não é identificada, quando a mesma é estimada com base nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3. Diante disso, por mais que as companhias brasileiras avancem em termos de Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, conforme as regras da B3, não implica dizer que estas irão divulgar mais informações no tocante ao gerenciamento de riscos.

Por outro lado, fundamentando-se na métrica de governança corporativa extraída da base CSRHub, a associação significativa e positiva para o *disclosure* de gerenciamento de risco permite inferir que empresas com melhor qualidade de governança corporativa tendem a uma maior evidência de gerenciamento de riscos. Estas evidências proporcionam subsídios

para confirmação da hipótese sugerida, de que a governança corporativa influencia positivamente o nível de *disclosure* de gerenciamento de risco.

Os modelos adotados de regressão também revelaram fatores determinantes do *disclosure* de gerenciamento de risco. Primeiramente, apesar do custo de capital de terceiros não afetar o nível *disclosure*, o custo de capital próprio, por sua vez, está negativamente relacionado com a divulgação de gerenciamento de risco. Já no sentido oposto, a influência positiva no *disclosure* de gerenciamento de risco é observada para o desempenho operacional e tamanho da organização. Além disso, os achados variam conforme o setor da empresa, destacando-se as significâncias observadas na relação entre o nível de *disclosure* e entidades dos setores de materiais básicos, saúde, tecnologia da informação, telecomunicações e utilidade pública.

Para atingir o objetivo adicional, que busca averiguar o grau de cumprimento às informações da categoria “política de gerenciamento de riscos e controles internos” requeridas pela Instrução CVM nº 586/17, procedeu-se a análise de conteúdo dos formulários de referência correspondentes aos exercícios de 2016, 2017 e 2018. Os resultados apontaram altas proporções para os índices de *disclosure* rigoroso e tolerante, nas seções de política de gerenciamento de riscos corporativos e de mercado, e controles internos. Entretanto, não há uma substancial divulgação para outras informações que as empresas considerem relevantes.

A pesquisa contribui por ampliar o entendimento da dinâmica de relacionamento entre a qualidade da governança corporativa e o nível de *disclosure* de informações de risco. A partir da utilização do *rating* de qualidade da governança corporativa da base CSRHub como *proxy* de governança, este estudo contribuiu com a literatura, ao empregar uma metodologia mais robusta para analisar a relação entre a qualidade da governança corporativa e o nível de divulgação de gerenciamento de risco, comparativamente à utilização dos níveis diferenciados da B3. De fato, os resultados deste estudo indicam que o motivo para estudos em âmbito nacional se mostrarem inclusivos indica ser a utilização dos níveis diferenciados da B3 como *proxy* de qualidade da governança corporativa. Dessa maneira, a aplicação de diferentes métricas de governança corporativa nos modelos adotados neste estudo indica que, dependendo do tratamento aplicado para essa variável é possível depreender quanto à sua influência no *disclosure*. Além disso, o estudo traz à tona a investigação do nível de cumprimento às exigências Instrução CVM nº 586/17, por parte das companhias de capital aberto, diante das recorrentes fraudes e atos ilícitos praticados contra a administração pública.

Como limitações da pesquisa, destaca-se a amostra reduzida, após exclusão das empresas listadas na B3 que não continham informações disponibilizadas na base CSRHub. Contudo, é pertinente frisar que através deste grupo de companhias foi possível chegar a considerações relevantes quanto à hipótese levantada.

Por fim, para estudos futuros, sugere-se a ampliação da amostra, de modo que um número mais representativo de empresas permite uma percepção mais precisa acerca do atendimento às imposições da Instrução CVM nº 586/17. Recomenda-se ainda, a análise de *disclosure* em um lapso temporal que compreenda desde a Lei nº 12.486 de 2013 e o Decreto nº 8.420 de 2015, até a Instrução CVM nº 586 de 2017, para compreensão dos efeitos de cada normativo na divulgação de informações inerentes ao gerenciamento de risco.

REFERÊNCIAS

ABDALLAH, A. A.; HASSAN, M. K.; MCCLELLAND, P. L. Islamic financial institutions, corporate governance, and corporate risk disclosure in Gulf Cooperation Council countries. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 31, n. 1, p. 63-82, 2015.

ABDULLAH, M.; SHUKOR, Z. A.; MOHAMED, Z. M.; AHMAD, A. Risk management disclosure: a study on the effect of voluntary risk management disclosure toward firm value. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 16, n. 3, p. 400-432, 2015.

ABDULLAH, M.; SHUKOR, Z. A.; RAHMAT, M. M. The influences of risk management committee and audit committee towards voluntary risk management disclosure. **Jurnal Pengurusan**, v. 50, p. 83-95, 2017.

ABRAHAM, S.; COX, P. Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. **The British Accounting Review**, v. 39, p.227-248, 2007.

AL-SHAMMARI, B. An investigation of the impact of corporate governance mechanisms on level of corporate risk disclosure: evidence from Kuwait. **International Journal of Business and Social Research (IJBSR)**, v. 4, n. 6, p. 51-70, 2014.

ALVES, C. A. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. Análise do nível de divulgação do risco operacional segundo recomendações do comitê da Basiléia: estudo em bancos do país e do exterior. **RAM**, v. 10, n. 2, p. 57-86, 2009.

AMRAM, A.; BIN, A. M. R.; HASSAN, M. Risk reporting: an exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. **Managerial Auditing Journal**, v. 24, n. 1, p. 39-57, 2009.

ANGONESE, R.; FANK, O. L.; OLIVEIRA, C. R.; BEZERRA, F. A. Divulgação de informações voluntárias na internet como determinante do custo de capital de terceiros. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 32, n. 3, p. 57-71, 2013.

ARRUDA, G. S.; MADRUGA, S. R.; FREITAS JÚNIOR. A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. **Rev. Adm. UFSM**, v. 1, n. 1, p. 71-84, 2008.

ASONGU, S. A. Post-crisis bank liquidity risk management disclosure. **Qualitative Research in Financial Markets**, v. 5, n. 1, p. 65-84, 2013.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 2011.

BEASLEY, M. S.; CLUNE, R.; HERMANSON, D. R. Enterprise risk management: an empirical analysis of factors associated with the extent of implementation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 24, p. 521-531, 2005.

BEUREN, I. M.; DALLABONA, L. F.; DANI, A. C. Disclosure de informações sobre gestão de riscos e controle interno pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista de Economia e Administração**, v.10, n.1, p. 44-65, 2011.

BRANDÃO, I. F.; ASSUNÇÃO, R. R.; PONTE, V. M. R.; REBOUÇAS, S. M. D. P. Fatores determinantes do *disclosure de guidance* das companhias listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 10, n. 21, p. 87-114, 2013.

BRASIL. **Decreto nº 8.420, de 18 de março de 2015**. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/decreto/d8420.htm>. Acesso em: 15 mai. 2020.

BRASIL. **Ofício Circular nº 3, de 28 de fevereiro de 2019**. Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas, estrangeiras e incentivadas. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sep/anexos/oc-sep-0319.pdf>>. Acesso em: 02 mai. 2019.

BROWN, S. GOETZMANN, W.; LIANG, N.; SCHUWARZ, C. Mandatory Disclosure and operational risk: evidence from hedge fund registration. **The Journal of Finance**, v. 68, n. 6, p. 2785-2815, 2008.

BUCKBY, S.; GALLERY, G.; MA, J. An analysis of risk management disclosures: Australian evidence. **Managerial Auditing Journal**, v. 30, n. 8-9, p. 812-869, 2015.

BUSHEE, B.; LEUZ, C. Economic consequences of SEC disclosure regulation: evidence from OTC bulletin board. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, p. 233-264, 2005.

COSTA, B. M. N.; LEAL, P. H.; PONTE, V. M. R. Determinantes da divulgação de informações de risco de mercado por empresas não financeiras. **RACE**, v. 16, n. 2, p. 729-756, 2017.

CRUZ, C. V. O. A.; LIMA, G. A. S. F. Reputação corporativa e nível de *disclosure* das empresas de capital aberto no brasil. **Revista Universo Contábil**, v. 6, n. 1, p. 85-101, 2010.

CSRHUB. **Sustainability management tools**: about CSRHub. Disponível em: <https://esg.csrhub.com/about-csrhub>. Acesso em: 20 mai. 2020.

DALMÁCIO, F. Z.; LOPES, A. B.; REZENDE, A. J.; NETO, A. S. Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. **Rev. Adm. Mackenzie**, v. 14, n. 4, p. 104-139, 2013.

DANTAS, J. A.; ZENDERSKY, H. C.; SANTOS, S. C.; NIYAMA, J. K. A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. **E & G Economia e Gestão**, v. 5, n. 11, p. 56-76, 2005.

DANTAS, J. A.; RODRIGUES, F. F.; RODRIGUES, J. M.; CAPELLETTO, L. R. Custo-benefício do controle: proposta de um método para avaliação com base no COSO. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 13, n. 2, p.3-19, 2010.

ENSLIN, Z.; BRAUWER, W.; VILJOEN, C. Enhancing risk-related disclosure in South Africa: a study on guidelines and current practices. **Journal of Economic and Financial Sciences**, v. 8, n. 1, p. 261-280, 2015.

GODOI, A. F.; SILVA, L. F.; CARDOSO, O. O. Ensaio teórico sobre a burocracia em Weber, o conflito de agência e a governança corporativa: uma reflexão sobre a burocracia profissionalizante. **Revista de Administração de Roraima**, v. 7, n. 2, p. 426-447, 2017.

GOMES, P. H. V.; DE LUCA, M. M. M.; PONTE, V. M. R.; FERREIRA, J. H. M. Análise do nível de adesão ao *disclosure* do risco operacional pelos bancos com ações negociadas na BM&FBOVESPA. **RRCF**, v. 3, n. 1, p. 1-20, 2012.

HASHIM, F.; KOON, L. T. Corporate risk management disclosure and sustainability of public listed companies in Malaysia: the role of diversification. **Global Business & Management Research**, v. 9, p. 144-158, 2017.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da Contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

HOYT, R. E.; LIEBENBERG, A. P. The value of enterprise risk management. **The Journal of Risk and Insurance**, v. 78, n. 4, p. 795-822, 2011.

MIHKINEN, A. The usefulness of firm risk disclosures under different firm riskiness, investor-interest, and market conditions: new evidence from Finland. **Advances in Accounting**, v. 29, n. 2, p. 312-331, 2013.

MURRAY-WEBSTER, R. **Management of risk guidance for practitioners**. 3. ed. Londres: The Stationery Office, 2010.

NAHAR, S.; AZIM, M.; JUBB, C. A. Risk disclosure, cost of capital and bank performance. **International Journal of Accounting & Information Management**, v. 24, n. 4, p. 476-494, 2016.

PRADO, E. V.; CAMARGO, S. H. C. R. V.; PADOVEZE, C. L.; GIULIANI, A. C. Gerenciamento de riscos corporativos em empresas com atuação internacional. **Perspectivas Contemporâneas**, v. 9, n. 2, p. 210-228, 2014.

PINHO, G. A.; PARENTE, P. H. N.; COELHO, A. C. Disclosure de instrumentos financeiros e risco: evidências nas sociedades por ações de capital aberto mais negociadas na BM&FBOVESPA. **ConTexto**, v. 16, n. 33, p. 58-73, 2016.

ROSE, C. Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance. **European Management Journal**, v. 34, n. 3, p. 1-21, 2016.

SUHARDJANTO, D.; DEWI, A.; RAHMAWATI, E.; FIRAZONIA, M. Peran corporate governance dalam praktik risk disclosure pada perbankan Indonesia. **Jurnal Akuntansi & Auditing**, v. 9, n. 1, p. 16-30, 2012.

TAYLOR, G.; TOWER, G.; NEILSON, J. Corporate communication of financial risk. **Accounting and Finance**, v. 50, p. 417-446, 2010.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 3.ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2000.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 97-180, 2001.