

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E DISCLOSURE DE GERENCIAMENTO DE RISCO:
EVIDÊNCIAS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO**

ANTONIO RAFAEL HOLANDA DA SILVA
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

VERA MARIA RODRIGUES PONTE
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

SYLVIA REJANE MAGALHÃES DOMINGOS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DISCLOSURE DE GERENCIAMENTO DE RISCO: EVIDÊNCIAS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

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 financeira, seja atual ou baseada em perspectivas futuras (BRANDÃO et al., 2013). 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.

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. Os riscos nas organizações são possíveis eventos que possam ocasionar ganhos ou perdas, comprometendo o alcance dos objetivos da empresa. Desse modo, o gerenciamento adequado dos riscos torna-se necessário, por contribuir com o atingimento das metas empresariais, à medida que lida com ameaças iminentes advindas do ambiente organizacional (MURRAY-WEBSTER, 2010).

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 (PRADO et al., 2014). Miihkinen (2013) fornece evidências de que o *disclosure* de gerenciamento de risco atua como minimizador da assimetria de informações, uma vez que quando a empresa sinalizada para o mercado de ações, através de relatórios, os investidores também passam a conhecer a extensão dos riscos que envolvem a entidade.

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 divulgação de informações relativas ao gerenciamento de risco requer o entendimento e implantação de um sistema de controle interno, de maneira que a condução de tal processo demanda uma estrutura de governança corporativa capaz de garantir a transparência da entidade, no tocante ao gerenciamento de seus riscos (ELSHANDIDY; NERI, 2014).

Sob os preceitos da Teoria da Divulgação, os mecanismos de governança corporativa assumem papel relevante na busca pela transparência das empresas, pregando a disponibilização de informações de caráter compulsório e potencializando assim, o *disclosure* (ANGONESE et al.; 2013). Assim, uma organização que busca constantemente aprimorar sua governança corporativa, passa a divulgar informações mais evidentes quanto ao gerenciamento de risco (CARMONA; FLUENTES; RUIZ, 2016).

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.

O estudo diferencia-se de demais, no tocante à abordagem da governança corporativa, pois não limita-se a compreender o efeito individualizado de cada variável de governança, mas utiliza-se da base CSRHub, a qual dentre as informações disponíveis, engloba quatro categorias: meio ambiente, colaboradores, comunidade e governança corporativa (CSRHub, 2020). A pesquisa também 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.

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; ALVES; GRAÇA, 2013).

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 *Disclosure* de gerenciamento de risco e governança corporativa

Embora o *disclosure* voluntário proporcione informações que melhor auxiliem no processo de tomada de decisões, conforme Bushee e Leuz (2005), o *disclosure* obrigatório exerce papel fundamental, por servir como um dispositivo que indica compromisso, ao impor que as empresas revelem informações em bons e maus momentos. Particularmente quanto às informações de risco, o *disclosure* obrigatório é uma ferramenta regulatória destinada a permitir aos agentes de mercado avaliarem o risco operacional que envolve as organizações (BROWN et al., 2008).

No Brasil, a 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. 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).

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. O programa de integridade, ao qual integra o *disclosure* de gerenciamento de risco, é tido por um conjunto de mecanismos e procedimentos que visam implantar controles internos capazes de assegurar a confiabilidade de relatórios e demonstrações financeiras, e é resultado da conscientização sobre importância do *compliance* anticorrupção, diante da crescente relevância global da economia brasileira, aumento do investimento estrangeiro direto no país e a instabilidade do sistema político (CASTRO; AMARAL; GUERREIRO, 2019).

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.

A governança corporativa emerge com o intuito de resolver os problemas de agência, atuando de modo a promover o *disclosure*, à medida que também tenta manter as ações dos administradores em conformidade com o interesse dos controladores (ARRUDA; MADRUGA; FREITAS JÚNIOR, 2008). Como exemplos de boas práticas de governança corporativa têm-se a transparência, prestação de contas à sociedade, ética, relacionamento com investidores e gestão de riscos, esta por sua vez, fará com que a companhia tenha a capacidade de lidar com ameaças e oportunidades, como também as incertezas oriundas do ambiente interno e externo, a partir de métodos, processos e recursos. O *Institute of Internal Auditors – IIA* (2020) dispõe que a implantação de um sistema eficaz de gerenciamento de riscos é uma responsabilidade chave da administração e do conselho de administração, aos quais cabem adotar uma abordagem holística para identificação dos riscos organizacionais, bem como utilizar-se de controles para minimizá-los.

Taylor, Tower e Neilson (2010) afirmam que como o ambiente regulatório força as empresas a se preocuparem com a transparência e divulgação, o sistema de governança corporativa é projetado para garantir que os riscos corporativos além de identificados, sejam avaliados, monitorados e divulgados, ou seja, empresas com uma estrutura adequada de governança corporativa evidenciam informações de natureza discricionária ou de cunho obrigatório em relação à gestão de risco, assegurando a credibilidade do *disclosure*.

No estudo de Carmona, Fluentes e Ruiz (2016), foi constatado, por meio de análise comparativa qualitativa usando conjuntos *fuzzy*, que a presença de investidores institucionais e o fato da empresa ser auditada por *Big Four*, implica numa maior evidenciação de gerenciamento de risco. Embora que Al-Shammari (2014) não tenha identificado a influência de práticas de governança corporativa, como a existência de um comitê de auditoria, a presença de conselheiros não executivos e o percentual de familiares no conselho de administração no *disclosure* de gerenciamento de risco corporativo, o tamanho do conselho

impacta positivamente em tal evidenciação, enquanto que a dualidade do *CEO*, negativamente.

Portanto, dado que a gerência está em uma melhor posição quanto à ciência dos riscos que envolvem 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. No que se refere aos procedimentos da investigação, o estudo adota análise documental, além de utilizar-se da abordagem qualitativa. 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 pesquisa de Santos, Ponte e Mapurunga (2014), 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).

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) (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.

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):

$$IDISC_RIG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GC_CSRHUB_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 BETA_{i,t} + \beta_4 KD_{i,t} + \beta_5 TAM_{i,t} + \beta_6 SETOR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(Equação 1)

$$IDISC_TOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GC_CSRHUB_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 BETA_{i,t} + \beta_4 KD_{i,t} + \beta_5 TAM_{i,t} + \beta_6 SETOR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(Equação 2)

$$IDISC_RIG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GC_NDGC_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 BETA_{i,t} + \beta_4 KD_{i,t} + \beta_5 TAM_{i,t} + \beta_6 SETOR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(Equação 3)

$$IDISC_TOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GC_NDGC_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 BETA_{i,t} + \beta_4 KD_{i,t} + \beta_5 TAM_{i,t} + \beta_6 SETOR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(Equação 4)

No Quadro 1 são apresentadas as descrições e fundamentação teórica das variáveis operacionalizadas no estudo.

Quadro 1 – 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).
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).
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	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).
Variáveis de Controle	Operacionalização	Fonte de coleta	Fundamentação teórica
Desempenho Operacional (ROA)	LAIR + depreciação + amortização / patrimônio líquido	Economática®	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®	Passos et al. (2017).
Custo de Capital de Terceiros (KD)	(1 – Imposto de renda) x (Despesa Financeira) / valor da dívida	Economática®	Passos et al. (2017).
Tamanho (TAM)	Logaritmo natural do ativo total	Economática®	Elshandidy e Neri, (2014); Buckby, Gallery e Ma (2015).
<i>Dummy</i> Setorial (SETOR)	Foram criadas s-1 variáveis <i>dummy</i> , onde s corresponde ao número de setores identificados no Economática®	Economática®	Buckby, Gallery e Ma (2015)

Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

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 R Studio*.

4 RESULTADOS

4.1 Disclosure de gerenciamento de riscos

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%			

Legenda: **5.1 (a)** = Se a empresa possui PGRC; **5.1 (b) – i** = Riscos para os quais se busca proteção ; **5.1 (b) – ii** = Instrumentos utilizados para proteção; **5.1 (b) – iii** = Estrutura organizacional de gerenciamento de riscos; **5.1 (c)** = Adequação da estrutura operacional e de controles internos para verificação da efetividade da política.

Fonte: Elaborada pelo autor (2021).

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 (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%			

Legenda: **5.2 (a) – i** = Se a empresa possui PGRM; **5.2 (b) – i** = Riscos de mercado para os quais se busca proteção; **5.2 (b) – ii** = Estratégia de proteção patrimonial (hedge); **5.2 (b) – iii** = Instrumentos utilizados para proteção patrimonial (hedge); **5.2 (b) – iv** = Parâmetros utilizados para o gerenciamento dos riscos de mercado; **5.2 (b) – v** = Instrumentos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial (hedge) e quais são esses objetivos; **5.2 (b) – vi** = Estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos de mercado; **5.2 (c)** = Adequação da estrutura operacional e controles internos para verificação da efetividade da política.

Fonte: Elaborada pelo autor (2021).

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%. 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.

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	Legislação: Instrução CVM nº 480/09											
	2016				2017				2018			

referência	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%			
Índice Tolerante	97,12%				97,98%				97,77%			

Legenda: **5.3 (a)** = Principais práticas de controles internos, especificando seu grau de eficiência, indicando imperfeições e providências para corrigi-las; **5.3 (b)** = Estruturas organizacionais envolvidas; **5.3 (c)** = Supervisão do grau de eficiência dos controles internos; **5.3 (d)** = Deficiências e recomendações sobre os controles internos; **5.3 (e)** = Comentários dos diretores sobre deficiências dos controles internos.

Fonte: Elaborada pelo autor (2021).

Na Tabela 3 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 administração pública; **5.4 (a) – i** = Principais mecanismos e procedimentos de integridade; **5.4 (a) – ii** = Estruturas organizacionais envolvidas; **5.4 (a) – iii (1)** = Se a empresa possui código de ética ou conduta; **5.4 (a) – iii (2)** = Treinamentos em relação ao código de ética; **5.4 (a) – iii (3)** = Sanções aplicáveis na hipótese de violação ao código de ética; **5.4 (a) – iii (4)** = Indicação do órgão que aprovou o código de ética, bem como data de aprovação e local de divulgação; **5.4 (c)** = Procedimentos em processo de fusão, aquisição e reestruturações societárias visando a identificação de práticas irregulares; **5.4 (d)** = Razões as quais não fora adotado programa de integridade.

Fonte: Elaborada pelo autor (2021).

Conforme os achados da Tabela 4, 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 identificaram 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%			

Legenda: **5.4 (b)** = Se a empresa possui canal de denúncia; **5.4 (b) – i** = Se o canal de denúncia é interno ou está a cargo de terceiros; **5.4 (b) – ii** = Se o canal está aberto para recebimento de denúncias terceiros; **5.4 (b) – iii** = Mecanismos de anonimato e de proteção a denunciantes de boa-fé; **5.4 (iv)** = Órgão responsável pela apuração de denúncias.

Fonte: Elaborada pelo autor (2021).

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.

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%		

Legenda: **5.5** = Se houve alterações significativas na política de gerenciamento de riscos adotada; **5.6** = Outras informações que a empresa julgue como relevantes.

Fonte: Elaborada pelo autor (2021).

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, as empresas tendem a não evidenciar outras informações que julguem como relevantes, visto o insuficiente percentual de *disclosure*.

A Tabela 8 apresenta a estatística descritiva das variáveis da pesquisa, com o objetivo de investigar a distribuição dos dados para cada uma delas. Além disso, são evidenciados os valores da estatística descritiva segregados por ano.

Tabela 8 - Análise descritiva das variáveis.

Variáveis	Ano	Média	Desvio Padrão	Coef. de Variação	Mínimo	Mediana	Máximo
IDISC_TOL	2016	0,93	0,10	0,11	0,50	1,00	1,00
	2017	0,94	0,11	0,12	0,36	1,00	1,00
	2018	0,92	0,10	0,11	0,27	0,96	1,00
	Média Total	0,93	0,10	0,11	0,37	0,98	1,00
IDISC_RIG	2016	0,91	0,15	0,16	0,27	0,97	1,00
	2017	0,93	0,14	0,15	0,27	1,00	1,00
	2018	0,91	0,12	0,13	0,29	0,96	1,00
	Média Total	0,92	0,13	0,14	0,27	0,97	1,00
GC_CSRHUB	2016	48,87	5,44	0,11	35,00	48,17	60,00
	2017	48,24	5,82	0,12	34,00	48,00	59,67
	2018	47,53	6,29	0,13	30,67	47,67	61,00
	Média Total	48,21	5,85	0,12	33,22	47,94	60,22
ROA	2016	0,12	0,24	2,05	-0,10	0,08	2,23
	2017	0,08	0,11	1,29	-0,32	0,08	0,54
	2018	0,07	0,14	1,66	-0,89	0,08	0,41
	Média Total	0,09	0,16	1,66	-0,43	0,08	1,06
BETA	2016	0,91	0,76	0,84	0,00	0,73	3,46
	2017	1,03	0,87	0,84	0,00	0,82	4,18
	2018	0,79	0,53	0,67	0,00	0,67	2,55
	Média Total	0,91	0,72	0,78	0,00	0,74	3,39
KD	2016	0,30	1,07	3,52	0,00	0,13	9,96
	2017	1,17	0,26	1,46	0,00	0,11	1,67
	2018	0,17	0,26	1,52	0,00	0,11	1,88
	Média Total	0,54	0,53	2,16	0,00	0,11	4,50
TAM	2016	16,73	1,57	0,09	12,13	16,60	21,08
	2017	16,80	1,57	0,09	12,04	16,72	21,13
	2018	16,87	1,59	0,09	11,72	16,87	21,22
	Média Total	16,80	1,57	0,09	11,96	16,73	21,14

Legenda: IND_RIG = Índice de *Disclosure* Rigoroso; IND_TOL = Índice de *Disclosure* Tolerante; GC = Governança Corporativa; ROA = Desempenho Operacional; BETA = Custo de Capital Próprio; KD = Custo de Capital de Terceiros; TAM = Tamanho.

Fonte: Elaborada pelo autor (2021).

Conforme os dados da Tabela 8, convém inferir que, em virtude dos valores de mínimo, apontados na estatística descritiva, para os índices de *disclosure* rigoroso (IDISC_RIG) e tolerante (IDISC_TOL), pelo menos uma empresa, nos períodos investigados, apresentou baixos níveis de divulgação de gerenciamento de risco. Contudo, os valores relativos à média por ano indicam que, em geral, as empresas atingem um elevado nível de evidenciação de gerenciamento de risco. Vale salientar que o ano de 2017 apresentou maiores índices de *disclosure*, ao comparar as médias entre os exercícios, sendo possível compreender que as novas exigências trazidas pela Instrução CVM nº 586/17 não estão sendo atendidas em sua plenitude, pois, para se chegar ao *disclosure* total em 2018, faz-se necessário cumprir com um maior número de itens de divulgação.

No que tange à variável independente do estudo, a governança corporativa, extraída da base CSRHub (GC_CSRHUB), a média total aponta que as empresas analisadas apresentam uma baixa qualidade de governança corporativa, visto que a maior pontuação obtida é verificada no ano de 2018, registrando 61,00, em um *rating* que pode chegar a 100,00.

Observa-se também para a variável em questão, o registro de um elevado desvio padrão, embora seus coeficientes de variação se encontrem baixos, sugerindo a homogeneidade dos dados.

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 apresentados na Tabela 9.

Tabela 9 - 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

Legenda: IND_RIG = Índice de *Disclosure* Rigoroso; IND_TOL = Índice de *Disclosure* Tolerante; GC = Governança Corporativa; ROA = Desempenho Operacional; BETA = Custo de Capital Próprio; KD = Custo de Capital de Terceiros; TAM = Tamanho; Setor = *Dummy* Setorial.

Nota: (*), (**), (***) – significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.
Fonte: Elaborada pelo autor (2021).

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 (NTIM; LINDOP; THOMAS, 2013; 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).

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 envolvem a empresa. 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 (modelos III e IV). 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.

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.

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.

Também foi possível identificar elevadas frequências de evidência para as seções inerentes a programa de integridade e canal de denúncia, itens que passaram a ser exigidos a partir de 2018, conforme a Instrução CVM nº 586/17, fato este justificado pelas aprovações da Lei nº 12.486/13 e do Decreto nº 8.420/15, que regulamentaram a responsabilização administrativa para companhias envolvidas em atos ilícitos contra a administração pública.

Cabe ressaltar que a estatística descritiva mostrou maiores índices de divulgação para o ano de 2017, uma vez que, para atingir o *disclosure* total em 2018 requer cumprir um maior número de exigências impostas pela Instrução CVM nº 586/17. Assim sendo, a instrução mencionada trouxe um desafio para as companhias brasileiras, tendo em vista as fragilidades de divulgação para itens relacionados aos procedimentos de reestruturações societárias visando a identificação de práticas irregulares, e àqueles que tratam do código de ética ou conduta, como as sanções que são aplicadas, em ocorrência de sua violação, órgão que o aprovou, data de aprovação e local de divulgação.

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. 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.

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, M. T. V. D.; GRAÇA, M. L. Divulgação de informação sobre o risco de mercado: um caso de empresas do PSI20. **Revista Universo Contábil**, v. 9, n. 3, p. 163-184, 2013.

AMBROZINI, M. A. Análise do grau de evidenciação das operações com instrumentos financeiros derivativos pelas companhias brasileiras listadas no Ibovespa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 11, n. 24, p. 25-42, 2014.

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.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 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. **Instrução CVM nº 586, de 08 de junho de 2017**. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst586.pdf>>. Acesso em: 15 abr. 2019.

BRASIL. **Lei Anticorrupção nº 12.486, de 01 de agosto de 2013**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/l12846.htm>. Acesso em: 15 mai. 2020.

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.

CARMONA, P.; FLUENTES, C. D.; RUIZ, C. Risk disclosure analysis in the corporate governance annual report using fuzzy-set qualitative comparative analysis. **RAE**, v. 56, n. 3, p. 342-352, 2016.

CASTRO, P. R.; AMARAL, J. V.; GUERREIRO, R. Aderência ao programa de integridade da lei anticorrupção brasileira e implantação de controles internos. **R. Cont. Fin.**, v. 30, n. 80, p. 186-201, 2019.

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.; 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.

DREW, S.A.; KELLEY, P. C.; KENDRICK, T. Five elements of corporate governance to manage strategic risk. **Business Horizons**, v. 49, p. 127-138, 2006.

ELGAMMAL, M.; HUSSAINEY, K.; AHMED, F. Corporate governance and voluntary risk and forward-looking disclosures. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 19, n. 4, p. 592-607, 2018.

ELSHANDIDY, T.; NERI, L. Corporate governance, riskdisclosurespractices, andmarketliquidity: comparativeevidencefrom UK andItaly. **Corporate Governance: AnInternational Review Forthcoming**, v. 23, n. 4, p. 1-52, 2014.

ELZAHAR, H.; HUSSAINEY, K. Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. **Journal of Risk Finance**, v. 13, n. 2, p. 133-147, 2012.

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.

INSTITUTE OF INTERNATIONAL AUDITORS – IIA. **Practiceguide: assessingtheadequacyofrisk management using ISO 31000**. Disponível em: <http://www.globaliia.org/standards-guidance>>. Acesso em: 02 abr. 2020.

KAKANDA; M. M.; SALIM, B.; CHANDREN, S. Corporate governance, risk management disclosure, and firm performance: a theoretical and empirical review perspective. **Asian Economic and Financial Review**, v. 7, n. 9, p. 836-845, 2017.

LOPES, I. M. O.; MARQUES, V. A.; LOUZADA, L. C. Deficiências dos controles internos das empresas listadas na [B3]. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 7, n. 3, p. 105-126, 2019.

MAPURUNGA, P. V. R.; MORAIS, C. R. F.; PONTE, V. M. R.; REBOUÇAS, S. M. R. P.; CARNEIRO, A. R. A. Disclosure de informações acerca do pagamento baseado em ações e sua associação com os atributos das firmas. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 18, n. 1, p. 5–25, 2015.

MAZAYA, N.; FUAD, F. Business strategy, corporate governance, firm characteristics, and risk disclosure in the Indonesian Stock Exchange. **Jurnal Keuangan dan Perbankan**, v. 22, n. 3, p. 381–394, 2018.

MELO, H. P. A.; LEITÃO, C. R. S. Disclosure do risco operacional nas instituições bancárias listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Ambiente Contábil**, v. 10, n. 1, p. 223-238, 2018.

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.

PASSOS, L.; ALMENDRA, R. S.; DE LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Disclosure dos riscos de mercado e o custo de capital de empresas. **BASE**, v. 14, n. 2, p. 169-184, 2017.

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.

SANTOS, E. S.; PONTE, V. M. R.; MAPURUNGA, P. V. R. Adoção obrigatória do IFRS no Brasil (2010): índice de conformidade das empresas com a divulgação requerida e alguns fatores explicativos. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 65, p. 161–176, 2014.

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

THANETSUNTHORN, N.; WUTHISATIAN, R. Current state of corporate governance: global business and cultural analysis. **Management Research Review**, v. 39, n. 11, p. 1431-1446, 2016.

ZANI, T. B.; PORTAL, M. T.; ZANINI, F. A. M.; ZANI, J.; MACAGNAN, C. B. Disclosure de operações de derivativos: evolução e grau de cumprimento da instrução CVM nº 235/95 e deliberação CVM nº 550/08. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Usisinos**, v. 8, n. 4, p. 386-397, 2011.