

DISCLOSURE DOS RISCOS DE MERCADO E O CUSTO DE CAPITAL DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

LINEKER COSTA PASSOS - *Universidade Federal do Ceará*

RAFAEL SALES ALMENDRA - *Universidade Federal do Ceará*

MÁRCIA MARTINS MENDES DE LUCA - *Universidade Federal do Ceará*

ALESSANDRA CARVALHO DE VASCONCELOS - *Universidade Federal do Ceará*

RESUMO

Sob os preceitos da Teoria da Divulgação, o estudo tem o objetivo de analisar a relação entre o nível de evidenciação dos fatores de risco de mercado e o custo de capital das empresas participantes do Novo Mercado (NM) e dos segmentos 1 (N1) e 2 (N2) de governança corporativa da BM&FBovespa. Para tanto, foram avaliados os dados de 151 empresas, referentes ao exercício de 2014, utilizando-se a Análise de Correspondência e a Correlação de Spearman. O nível de *disclosure* dos fatores de risco de mercado das empresas da amostra foi identificado a partir dos seus respectivos Formulários de Referência, e os dados do custo de capital foram extraídos da base Economática[®]. Verificou-se que as empresas do NM praticam médio baixo *disclosure*, as companhias do N2 implementam alto *disclosure* e as do N1 adotam médio alto *disclosure*. Destaque-se que o nível de *disclosure* dos riscos de mercado das empresas assinala correlação positiva com o custo de capital de terceiros, representado por *Kd*. Não foi encontrada correlação entre o nível de *disclosure* e o custo de capital próprio, mensurado pelo *Beta* das empresas. Quanto ao tamanho das empresas, os resultados apontaram uma correlação positiva com o *disclosure* e o custo de capital próprio e uma correlação negativa com o custo de capital de terceiros. Foram encontradas evidências de que as empresas de controle acionário privado nacional apresentam alto retorno sobre o capital próprio, medido pelo *Return On Equity*, e médio baixo *disclosure* dos riscos de mercado.

Palavras-chave: Disclosure. Risco de mercado. Custo de capital.

ABSTRACT

Under the principles of Disclosure Theory, the study aims at analyzing the association between the disclosure level of market risk factors and the cost of capital of companies listed on “Novo Mercado” (NM) and segments 1 (N1) and 2 (N2) of corporate governance of BM&FBovespa. Therefore, we evaluated the data of 151 companies for the financial year 2014, using the correspondence analysis and the Spearman Correlation. The disclosure level of market risk factors of the sample companies was identified from their respective reference forms, and the data of the cost of capital were extracted from Economática[®] base. It was verified that the NM companies practice medium low disclosure, the N2 companies implement high disclosure and N1 adopt medium high disclosure. We highlighted that the disclosure level of market risks of the companies indicates a positive correlation with the cost of capital debt, represented by *Kd*. No correlation was found between the level of disclosure and the cost of equity capital, measured by *Beta* of the companies. Regarding the company size, the results showed a positive correlation with the disclosure and the cost of equity and a negative correlation with the cost of debt. Evidences were found that the companies which have national private ownership control presented a high return on equity, measured by *Return On Equity*, and low average disclosure of market risks.

Keywords: Disclosure. Market risk. Cost of capital.

1 INTRODUÇÃO

Em mercados financeiros eficientes, nos quais as informações evidenciadas refletem-se integralmente nos preços (FAMA, 1976), considera-se que toda informação importante deve ser disponibilizada para seus participantes a um custo próximo de zero (FAMA, 1970). Essa divulgação de informações relevantes junto ao mercado tem por função a redução da assimetria informacional entre os agentes da companhia e os demais participantes do mercado (LOPES *et al.*, 2010). A assimetria informacional ocorre quando uma parte da relação contratual detém mais informações relativas à companhia, culminando em conflito caso elas venham a ser utilizadas em benefício próprio (LAVARDA; ALMEIDA, 2013).

Com o objetivo de reduzir a assimetria informacional, existe, portanto, uma preocupação por parte das companhias em publicar informações relevantes para as partes interessadas (CHO; FREEDMAN; PATTEN, 2012). Segundo Fama (1970), o ideal é que uma empresa divulgue-as junto ao mercado, para dar sinais precisos sobre a alocação de seus recursos, a fim de que os investidores escolham onde aplicar seu capital e realizar investimentos eficientes. Nesse contexto, um dos fatores que mais contribuem para a evidenciação de informações é a adoção de boas práticas de governança corporativa, por meio de seus regulamentos e normas, em que se destaca o princípio da transparência relacionada a diversos aspectos da organização, como os riscos de mercado, com o objetivo de proporcionar maior confiabilidade às informações, para que os *stakeholders* possam tomar suas decisões de modo mais efetivo e com melhor aproveitamento das oportunidades de negócio (FERNANDES; SOUZA; FARIA, 2010).

A transparência das informações divulgadas junto ao mercado, propiciando aos investidores chances iguais de análise, sem privilégios, é fator essencial a ser analisado pelo investidor no momento de aplicar seus recursos em ações (GOULART; DE SORDI, 2010). Destarte, o *disclosure* pode ser definido como a abrangente disponibilidade de informações relevantes da companhia para seus investidores externos (BUSHMAN; PIOTROSKI; SMITH, 2004), possibilitando-lhes uma avaliação mais precisa da companhia quanto a condição financeira, desempenho, perfil de risco e práticas de gestão de risco (BIS, 1998).

Os riscos fazem parte essencial das informações que as empresas devem divulgar de maneira voluntária (SEMPER, 2014). No entendimento de Andrade, Niyama e Santana (2009), a evidenciação dos riscos, como os de mercado, mostra-se cada dia mais necessária no mercado de capitais, nacional e estrangeiro.

A instrução CVM nº 480/2009, em seu anexo 24 – Formulário de Referência –, exige que a empresa descreva, quantitativa e qualitativamente, os principais riscos de mercado a que se vê exposta, inclusive em relação a fatores como riscos cambiais, taxas de juros, política de gerenciamento de riscos de mercado adotada, objetivos, estratégias e instrumentos, alterações significativas nos principais riscos de mercado a que o emissor está exposto e política de gerenciamento de riscos. O risco de mercado pode ser definido a partir do potencial de mudanças nas taxas de mercado e nos preços, incluindo taxas de juros, taxas de câmbio e preços das *commodities* (BIS, 1998; ELMY; LECUYADER; LINSMEIER, 1998; FERNANDES; SOUZA; FARIA, 2010). As divulgações sobre cada um desses tipos de risco devem ser proporcionais ao grau de exposição da empresa aos riscos (BIS, 1998).

A clareza das informações divulgadas nos relatórios e demais documentos corporativos vem a proporcionar melhores condições de julgamento e decisão a analistas de mercado e investidores, pois mostra que a instituição preocupa-se em mitigar seus riscos e evidenciá-los para o mercado, o que proporciona mais credibilidade a sua imagem

institucional (ANDRADE; NIYAMA; SANTANA, 2009), reduzindo o custo de capital (DANTAS *et al.*, 2008).

O custo de capital pode ser entendido como a remuneração destinada aos credores e acionistas por disponibilizarem recursos financeiros para a empresa, considerando-se a premissa risco *versus* retorno (GITMAN, 2010). Neste estudo, leva-se em conta o custo de capital de terceiros, ou seja, a taxa de juros sobre o empréstimo contraído (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2013), medida pela variável K_d (BASTOS *et al.*, 2009; NARDI *et al.*, 2009), e o custo de capital próprio, representado pelo *Beta* (*Capital Asset Pricing Model* – CAPM), que representa o retorno esperado (ALENCAR, 2005).

Diante do exposto, e levando-se em conta a relevância das informações para subsidiar decisões de investidores no mercado de capitais brasileiro, o estudo se norteia pela seguinte questão: Qual a correlação entre a evidenciação dos fatores de risco de mercado e o custo de capital nas empresas da amostra?

No que tange à relação do *disclosure* com o custo de capital, alguns estudos evidenciaram uma correlação negativa entre o nível de *disclosure* e o custo de capital próprio (BOTOSAN, 1997; BOTOSAN; PLUMLEE, 2001; HAIL, 2002) e o custo de capital de terceiros (LIMA, 2009; MAZUNDAR; SENGUPTA, 2005). Já Alencar (2005) e Nakamura *et al.* (2006) não encontraram correlação entre o nível de *disclosure* e o custo de capital próprio. Dessa forma, e com base nesses estudos e motivados pelas divergências apontadas nos seus resultados, apresentam-se duas hipóteses de pesquisa, a saber: H_1 – existe correlação entre o nível de *disclosure* dos fatores de risco de mercado e o custo de capital próprio; e H_2 – existe correlação entre o nível de *disclosure* dos fatores de risco de mercado e o custo de capital de terceiros.

O estudo tem como objetivo geral identificar a correlação entre o nível de evidenciação dos fatores de risco de mercado e o custo de capital nas empresas participantes do Novo Mercado e dos níveis 1 (N1) e 2 (N2) de governança corporativa da BM&FBovespa, já que essas companhias tendem a se comprometer com um nível mais alto de *disclosure* e com os princípios que norteiam as boas práticas de governança corporativa (PROCIANOY; VERDI, 2009). Delineiam-se, ainda, os seguintes objetivos específicos: (i) identificar os principais fatores de risco de mercado, segundo a Instrução CVM nº 480/2009, evidenciados pelas empresas; (ii) analisar a associação entre o custo de capital e o nível de *disclosure* dos riscos de mercado; e (iii) comparar o nível de evidenciação dos fatores de risco de mercado com as características das empresas.

A amostra da pesquisa reúne 151 empresas participantes dos segmentos de listagem Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, da BM&FBovespa, em 20/04/2015. O nível de *disclosure* dos fatores de risco de mercado de cada empresa da amostra foi identificado a partir do respectivo Formulário de Referência, disponível no *site* da BM&FBovespa, e os dados do custo de capital foram extraídos da base de dados Economática[®]. A análise quantitativa foi realizada com o suporte de testes de correlação e da Anacor.

A evidenciação dos fatores de risco, inclusive o risco de mercado, demonstra uma maior transparência da companhia junto a analistas de mercado e investidores, contribuindo para sua maior credibilidade e também para redução do seu custo de capital (BEUREN; DALLABONA; DANI, 2011; FREIRE; SUZART; CUNHA, 2012). Destarte, o presente estudo se justifica na medida em que amplia a discussão sobre a correlação do nível de *disclosure* com o custo de capital, na perspectiva dos fatores de risco de mercado. Destaque-se, também, o fato de ser incipiente a literatura nacional que aborda a associação entre o *disclosure* de risco de mercado e o custo de capital, envolvendo tanto o capital próprio como o de terceiros.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Disclosure, risco de mercado e custo de capital

Segundo Salotti e Yamamoto (2005), a Teoria do Disclosure vem sendo abordada desde a década de 1980 pela pesquisa positiva em contabilidade, destacando-se os estudos de Dye (2001) e Verrecchia (1983). Esses estudos tiveram como principal objetivo a explicação da divulgação de informações por diversas perspectivas, como, por exemplo, determinar o efeito do *disclosure* de informações contábeis na cotação das ações (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005).

Segundo Verrecchia (2001), as pesquisas que abordam o *disclosure* devem estar situadas entre três categorias específicas, a saber: A primeira, denominada pesquisa de divulgação baseada em associação (*association-based disclosure*), analisa a associação da divulgação (como processo exógeno) com o comportamento dos investidores. A segunda, conhecida como pesquisa de divulgação baseada na discricionariedade ou no julgamento (*discretionary-based disclosure*), propõe-se investigar as razões que influenciam gestores e firmas a divulgar informações. A terceira, conhecida como pesquisa de divulgação baseada na eficiência (*efficiency-based disclosure*), discute os arranjos preferidos de divulgação na ausência de conhecimento passado da informação, isto é, *ex-ante*.

O presente estudo se fundamenta na segunda categoria de divulgação, também conhecida como Teoria do Disclosure Voluntário (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005). Segundo essa teoria, a divulgação é um processo endógeno, sendo que os gestores e as firmas recebem estímulos para divulgar informações de modo voluntária.

O *disclosure* de informações relativas aos riscos torna-se uma decisão empresarial cada dia mais importante, já que elas podem ser úteis para os investidores ao reduzir a incerteza (ELSHANDIDY; NERI, 2014). A qualidade das informações relacionadas ao risco proporciona um nível de *disclosure* condizente com o desempenho da organização, atraindo novos investidores (SAVVIDES; SAVVIDOU, 2012).

Dentre os diversos tipos de risco, destaca-se o de mercado, que, de acordo com Dowd (2007), pode ser definido como o risco de perda ou ganho advindo de mudanças inesperadas no mercado de preços ou de taxas. Ainda segundo o autor, essa categoria de risco pode ser classificada em risco de taxa de juros, risco de preço de ações, risco de taxa de câmbio e risco de preço de *commodity*. Simplificando essa classificação, Alves e Graça (2013) afirmam que a categoria de risco de mercado envolve o risco cambial, o risco de taxa de juros e outros riscos de preços.

Dentre as diversas medidas de risco de mercado, destaca-se o *Beta* (β) (ALVES; GRAÇA, 2013), que é a medida de risco de mercado utilizada no *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), podendo ser definido como a medida do grau de retorno de ações para as companhias, incluindo dividendos, ganhos e perdas, que variam de acordo com o retorno no mercado financeiro (ABDELGHANY, 2005).

Sobre o impacto do *disclosure* no custo de capital, Lima (2007) e Verrecchia (2001) afirmam que quanto maior for o nível de *disclosure*, menor será o custo de capital, e que para garantir esse menor custo de capital, bem como minimizar os riscos, o ideal é que haja incentivos ao *disclosure* das empresas, no intuito de atender aos investidores, garantindo um menor custo de capital e um menor risco (MAPURUNGA *et al.*, 2011).

O custo de capital de uma empresa é estabelecido pelas condições em que ela adquire seus recursos financeiros, sendo determinado por uma média ponderada do custo de capital

próprio (acionistas) e do custo de capital de terceiros (credores). O ideal é estimar o custo de cada uma dessas fontes, para se determinar a taxa de desconto mais apropriada (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2013).

Define-se o custo de capital próprio corresponde à taxa de retorno requerida pelos acionistas no intuito de refletir a melhor taxa de retorno que poderia ser obtida em um investimento alternativo, com o mesmo nível de risco (ASSAF NETO, 2014). Já o custo de capital de terceiros pode ser definido como a taxa de retorno requerida pelos credores de uma empresa, nas atuais condições de mercado, para incorrer nos riscos associados ao financiamento de suas atividades (BASTOS *et al.*, 2009; BELLIZIA, 2009; NARDI *et al.*, 2009), considerando também a taxa de juros sobre o empréstimo contraído (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2013).

De acordo com Andrade, Bernile e Hood, (2014) o custo de capital de terceiros diminuiu significativamente depois da Lei Sarbanes-Oxley, cujo objetivo é, através de relatórios mais confiáveis, aumentar a transparência corporativa, o *disclosure*, o controle interno e as práticas de auditoria das companhias de capital aberto com ações negociadas em bolsas norte-americanas.

Para o processo de análise e tomada de decisões financeiras, é fundamental o conhecimento sobre o custo de capital. Segundo Assaf Neto (2014), o custo de capital é adotado como um método de mensuração e avaliação de propostas de investimentos que dá sustentação ao processo de aceitação ou rejeição das decisões financeiras. Sua função básica é servir como um mecanismo racional para determinar a atratividade econômica de qualquer proposta que exija a utilização de recursos financeiros com o objetivo de maximizar valor.

2.2 Estudos empíricos anteriores

A literatura apresenta diversos estudos que relacionam o *disclosure* e alguns dos conceitos que são examinados nesta pesquisa, como custo de capital, risco de mercado e governança corporativa.

No cenário internacional, alguns desses estudos apresentaram a correlação entre o nível de *disclosure* e o custo de capital, demonstrando que quanto maior for o nível de *disclosure*, menor será o custo de captação da empresa (BOTOSAN, 1997; BOTOSAN; PLUMLEE, 2001; HAIL, 2002). Nessa mesma linha, Gao (2010) também demonstrou essa correlação, porém em circunstâncias limitadas, apresentando situações em que a alteração no custo de capital pode estar associada à qualidade de divulgação, quando novos investimentos são suficientemente elásticos.

Na literatura nacional, destaca-se o estudo de Alencar (2005), que analisou a correlação entre o nível de *disclosure* e o custo de capital nas companhias brasileiras, concluindo que no mercado brasileiro o nível de *disclosure* não afeta o custo de capital. Nessa mesma perspectiva, Nakamura *et al.* (2006) concluíram que, dependendo do modelo para cálculo do custo de capital, o *disclosure* pode ou não apresentar correlação com o custo de capital próprio. O *disclosure* de gestão de riscos e controle interno foi investigado por Beuren, Dallabona e Dani (2011), e o resultado principal revela que se destacaram as informações relativas à gestão de riscos, comparativamente ao controle interno, no *ranking* do *disclosure* nas notas explicativas das demonstrações contábeis de 2009 das empresas do setor de materiais básicos listadas na BM&FBovespa. Também se destaca o estudo de Gonçalves *et al.* (2013), que trataram do tema *social disclosure* e o custo de capital próprio em companhias abertas do Brasil, demonstrando uma correlação negativa entre o custo de capital próprio e o nível de *disclosure* social. Cumpre destacar, ainda, os estudos de Lima (2009) e Mazundar e

Sengupta (2005), que trataram da correlação entre o nível de evidenciação e o custo da dívida (ou custo de capital de terceiros), evidenciando uma correlação inversa entre o nível de *disclosure* voluntário e o custo de capital de terceiros.

Dentre os estudos que relacionam *disclosure* e risco de mercado no contexto internacional, destacam-se os de Abdelghany (2005) e Jorgensen e Kircshenheiter (2003). Jorgensen e Kircshenheiter (2003) abordaram o *disclosure* voluntário de riscos em relação à variação de fluxo de caixa e ao risco de mercado *Beta*, demonstrando que os gestores divulgam voluntariamente quando suas empresas têm uma baixa variação nos fluxos de caixas futuros, mas retêm a informação quando suas empresas possuem fluxos de caixa futuros altamente variáveis. Abdelghany (2005) desenvolveu também um estudo relacionado ao *disclosure* do risco de mercado, com o objetivo de analisar os conceitos contábeis que são apreendidos na medida de risco de mercado *Beta*, demonstrando, dentre outros resultados, que os gerentes devem considerar a estrutura de seus negócios como forma de reduzir a medida de mercado *Beta* da empresa. A partir de uma amostra representativa de empresas do PSI20 (*Portuguese Stock Index 20*), Alves e Graça (2013) demonstraram que essas empresas cumprem adequadamente as práticas de divulgação por tipo de risco de mercado, numa perspectiva qualitativa e quantitativa.

Diante do exposto, cabe ressaltar que esta pesquisa propõe-se analisar a correlação entre o nível de evidenciação dos fatores de risco de mercado e o custo de capital nas empresas da amostra, com uma abordagem diferenciada, em razão de buscar a associação entre o *disclosure* dos fatores de risco de mercado e o custo de capital nas companhias brasileiras, tanto na perspectiva do capital próprio, quanto na perspectiva do capital de terceiros.

3 METODOLOGIA

Quanto aos seus fins, trata-se de pesquisa descritiva, já que analisa a associação entre duas variáveis (GRAY, 2012): o nível de evidenciação dos fatores de risco de mercado e o custo de capital das empresas. É de natureza quantitativa, pois se utiliza de técnicas estatísticas para a obtenção dos resultados (FIELD, 2009); quanto aos procedimentos, trata-se de pesquisa documental a partir de dados coletados nos Formulários de Referência e Informações Anuais referentes ao exercício de 2014, disponíveis no *site* da BM&FBovespa.

A população do estudo reúne 183 empresas participantes dos três níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) em 20/04/2015. Dessa população, foram excluídas 32 companhias que não apresentaram todas as informações necessárias para o alcance dos objetivos da pesquisa, resultando em uma amostra de 151 empresas.

Para identificação do nível de *disclosure* dos fatores de risco de mercado em cada empresa, levou-se em conta o item 5 (Riscos de mercado) do respectivo Formulário de Referência, disponível no portal da BM&FBovespa, que se divide em quatro subitens (5.1 – Descrição – Riscos de mercado; 5.2 – Políticas de gerenciamento; 5.3 – Alterações significativas; 5.4 – Outras informações relevantes – Riscos de mercado), conforme dispõe a Instrução CVM nº 480/2009, em seu anexo 24. O conteúdo do item 5 do Formulário de Referência, utilizado como *checklist* neste estudo, é detalhado no Quadro 1.

Quadro 1 – Checklist: Item 5 do Formulário de Referência

5 Riscos de mercado
5.1 Descrever, quantitativa e qualitativamente, os principais riscos de mercado a que o emissor está exposto, inclusive em relação a riscos cambiais e a taxas de juros

5.2 Descrever a política de gerenciamento de riscos de mercado adotada pelo emissor, seus objetivos, estratégias e instrumentos, indicando:
a. riscos para os quais se busca proteção
b. estratégia de proteção patrimonial (<i>hedge</i>)
c. instrumentos utilizados para proteção patrimonial (<i>hedge</i>)
d. parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos
e. se o emissor opera instrumentos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial (<i>hedge</i>) e quais são esses objetivos
f. estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos
g. adequação da estrutura operacional e controles internos para verificação da efetividade da política adotada
5.3 Informar se, em relação ao último exercício social, houve alterações significativas nos principais riscos de mercado a que o emissor está exposto ou na política de gerenciamento de riscos adotada
5.4 Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes

Fonte: CVM (2009).

A partir da análise de conteúdo dos subitens mostrados no Quadro 1 (5.1, 5.2a a 5.2g, 5.3 e 5.4), obtém-se o nível de *disclosure* dos fatores de risco de mercado, mensurado da seguinte forma: atribuiu-se o valor “1” aos itens evidenciados, e o valor “0” aos itens não divulgados. A variável Nível de *Disclosure* (NDSC), com base no somatório de todos os itens, totaliza dez pontos (LIMA, 2009).

O controle acionário (CA) das empresas da amostra obedeceu à seguinte classificação, conforme a identidade do acionista majoritário: estatal (E), privada estrangeira (PE) e privada nacional (PN). Lanzana (2006) e Lima, Góis e De Luca (2014) também adotaram essa classificação.

O custo de capital próprio, representado pelo *Beta* (BETA), e o custo de capital de terceiros, medido pelo *Kd* (KD), foram obtidos no banco de dados Economática®. Também foram coletados nessa mesma base os dados necessários para as demais variáveis da pesquisa, exceto o controle acionário, conforme mostra o Quadro 2.

Quadro 2 – Variáveis da pesquisa

Variável	Operacionalização	Fonte de coleta	Fonte acadêmica
Beta (BETA)	*BETA = $\text{Covar}[\text{OscAção}, \text{OscInd}] / \text{Dvp2}[\text{OscInd}]$	Economática	Teixeira, Nossa e Funchal (2011)
Custo de capital de terceiros (KD)	$\text{KD} = (1 - \text{Imposto de renda}) \times \text{Custo nominal}$	Economática	Lima (2009) Ross, Westerfield e Jaffe (2013)
Retorno sobre o capital próprio (ROE)	$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Economática	Ross, Westerfield e Jaffe (2013)
Tamanho da empresa (TAM)	Logarítmo natural (<i>ln</i>) do Ativo total	Economática	Choi, Saito e Silva (2015) Ma, Naughton e Tian (2010)
Nível de <i>disclosure</i> (NDSC)	Riscos evidenciados receberam classificação 1 Riscos não evidenciados receberam classificação 0	Formulário de Referência	Lima (2009).
Controle acionário (CA)	Identidade do acionista majoritário estatal (E), privado estrangeiro (PE) e privado nacional (PN)	Informações Anuais (IAN)	Lanzana, Silveira e Famá (2006) Lima, Góis e De Luca (2014).

Nota: Covar = função covariância; Dvp = função desvio-padrão.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para reduzir a influência de eventuais *outliers*, as variáveis BETA, KD e ROE foram *winsorizadas* em 5% e 95% (CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA; VALLELADO, 2012; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006).

Com o propósito de atender ao objetivo geral, foi realizado um teste de correlação, através do coeficiente de Correlação de Spearman (FIELD, 2009). Para o alcance do primeiro objetivo específico, procedeu-se a uma análise qualitativa das informações evidenciadas sobre os fatores de risco de mercado, classificando-se-as em quantitativas financeiras (monetárias ou não monetárias) e qualitativas (ALVES; GRAÇA, 2013). Quanto ao segundo objetivo específico, realizou-se uma ACM (FÁVERO *et al.*, 2009). E quanto ao terceiro objetivo específico, após realizar um teste Qui-quadrado para verificar a significância entre os níveis de *disclosure* e as características das empresas, procedeu-se a uma Anacor, seguida de uma ACM (FÁVERO *et al.*, 2009).

Considerando-se que a ACM utiliza dados não métricos, o nível de *disclosure* (NDSC), o custo de capital de terceiros (KD), o retorno sobre o capital próprio (ROE) e o tamanho da empresa (TAM) foram transformados em dados não métricos, por meio de uma categorização, com distribuição em quartis (LIMA, 2009; LIMA; GÓIS; DE LUCA, 2014), conforme Tabela 1.

Tabela 1 – Categorização das variáveis

Nível	NDSC	KD	ROE	TAM
Baixo	até 5	até 0,112	até 0,0036	até 21,3613
Médio baixo	5,01 a 7	0,1121 a 0,161	0,0037 a 0,0732	21,3614 a 22,3084
Médio alto	7,01 a 8	0,1611 a 0,272	0,0733 a 0,1599	22,3085 a 23,2067
Alto	acima de 8	acima de 0,272	acima de 0,1599	acima de 23, 2067

Fonte: Elaborada pelos autores.

Já a variável custo de capital próprio (BETA), devido à impossibilidade de categorização de acordo com os quartis da amostra, em função da sua especificidade de interpretação, categorizou-se a partir de uma classificação adaptada de Gitman (2010), que considera os valores da variável BETA em sua forma absoluta, já que o coeficiente *Beta* pode se apresentar tanto de forma positiva quanto negativa, demonstrando a direção do Ativo em relação ao mercado (GITMAN, 2010). A Tabela 2 detalha a categorização dessa variável.

Tabela 2 – Categorização da variável BETA

Nível	BETA
Baixo	0 até 0,5
Médio baixo	0,5001 até 1
Médio alto	1,0001 até 2
Alto	Acima de 2

Fonte: Elaborada pelos autores.

O tratamento dos dados para a verificação das correlações foi realizado com o auxílio do aplicativo *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS), versão 21.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente, analisou-se a quantidade e a proporção de empresas da amostra que evidenciaram os riscos, de acordo com o item 5 (Riscos de mercado) do Formulário de Referência (Tabela 3).

Tabela 3 – Distribuição das empresas da amostra que evidenciaram riscos de mercado (Formulário de Referência – item 5), por subitem

5 Riscos de mercado	Quantidade	Proporção (%)
5.1 Descrever, quantitativa e qualitativamente, os principais riscos de mercado a que o emissor está exposto, inclusive em relação a riscos cambiais e a taxas de juros	151	100,0
5.2 Descrever a política de gerenciamento de riscos de mercado adotada pelo emissor, seus objetivos, estratégias e instrumentos, indicando:		
a. riscos para os quais se busca proteção	142	94,0
b. estratégia de proteção patrimonial (<i>hedge</i>)	107	70,9
c. instrumentos utilizados para proteção patrimonial (<i>hedge</i>)	100	66,2
d. parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos	128	84,8
e. se o emissor opera instrumentos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial (<i>hedge</i>) e quais são esses objetivos	34	22,5
f. estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos	130	86,1
g. adequação da estrutura operacional e controles internos para verificação da efetividade da política adotada	125	82,8
5.3 Informar se, em relação ao último exercício social, houve alterações significativas nos principais riscos de mercado a que o emissor está exposto ou na política de gerenciamento de riscos adotada	22	14,6
5.4 Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes	36	23,8

Fonte: Elaborada pelos autores.

Como se vê na Tabela 3, todas as empresas da amostra descreveram os principais riscos de mercado, atendendo ao item 5.1. Apenas 29 companhias evidenciaram por completo o item 5.2 (de “a” a “g”), corroborando os resultados de Alves e Graça (2013) e Othman e Ameer (2009), que constataram não ser uniforme nas empresas o nível de detalhamento das divulgações das políticas de gerenciamento de riscos. Observou-se, ainda, que 82,8% das empresas pesquisadas adequam sua estrutura, visando melhorar os sistemas de controle interno e de gestão de riscos, e que 84,8% delas possuem parâmetros para o gerenciamento desses riscos.

Constatou-se que 107 empresas divulgaram suas estratégias de proteção patrimonial (*hedge*), já que as informações acerca dos objetivos, estratégias e política de utilização desses instrumentos merecem destaque, pois evidenciam o motivo e a maneira de realizar essas operações no intuito de mitigar riscos (MURCIA; SANTOS, 2009).

A Tabela 4 expõe os tipos de *disclosure* dos fatores de risco de mercado praticados pelas empresas da amostra, classificados em qualitativos e quantitativos, que se subdividem em financeiro monetário e financeiro não monetário. Assim, para atender ao primeiro objetivo específico da pesquisa, analisou-se, ainda, se o tipo de divulgação do item ocorreu por meio de mais de uma modalidade.

Tabela 4 – Distribuição das empresas por tipo de *disclosure* dos fatores de risco de mercado

Tipo de disclosure	Quantidade	Proporção (%)
Quantitativo financeiro-monetário	124	82,1
Quantitativo financeiro não monetário	105	69,5
Qualitativo	147	97,4
Quantitativo financeiro monetário e financeiro não monetário	89	58,9
Quantitativo financeiro monetário, financeiro não monetário e qualitativo	85	56,3
Total	151	100,0

Fonte: Elaborada pelos autores.

Da análise dos dados da Tabela 4, depreende-se que 97,4% das empresas da amostra evidenciam os riscos somente de maneira qualitativa, enquanto 58,9% fazem na forma quantitativa financeira (monetária e não monetária) e 56,3% evidenciam tanto quantitativa

como qualitativamente. Conforme estudo realizado por Alves e Graça (2013), as divulgações são, em geral, classificadas como não monetárias, o que vai ao encontro dos resultados apresentados na Tabela 4, denotando que a maioria das empresas opta por fazer suas divulgações de forma mais declarativa, ou seja, qualitativamente, para atender às normas contábeis e às políticas corporativas.

A Tabela 5 demonstra a distribuição das empresas da amostra por controle acionário nos segmentos de listagem da BM&FBovespa.

Tabela 5 – Distribuição das empresas da amostra por segmento de listagem e tipo de controle acionário

Segmento de listagem	Privado nacional (PN)		Estatal (E)		Privado estrangeiro (PE)		Total	
	Quantid.	Proporção (%)	Quantid.	Proporção (%)	Quantid.	Proporção (%)	Quantid.	Proporção (%)
Nível 1	15	9,9	3	2,0	1	0,7	19	12,6
Nível 2	14	9,3	-	0,0	1	0,7	15	9,9
Novo Mercado	105	69,5	2	1,3	10	6,6	117	77,5
Total	134	88,7	5	3,3	12	8,0	151	100,0

Fonte: Elaborada pelos autores.

Da amostra de empresas, 77,5% pertencem ao Novo Mercado, enquanto os 22,5% restantes distribuem-se entre os segmentos Nível 1 e Nível 2. Das companhias pesquisadas, 88,7% são de controle acionário do tipo privado nacional, enquanto 8% possuem controle acionário privado estrangeiro e somente 3,3% são estatais. Cabe destacar que 69,5% das empresas pesquisadas pertencem ao Novo Mercado e são de controle acionário do tipo privado nacional.

Antes de proceder aos testes estatísticos, que procuram atender ao objetivo geral e aos três objetivos específicos, realizou-se uma análise da estatística descritiva das variáveis utilizadas no estudo, sendo excluído o controle acionário, por se tratar de variável não métrica. A Tabela 6 mostra o resultado da estatística descritiva dos dados.

Tabela 6 – Estatística descritiva das variáveis utilizadas

	NDSC	BETA	KD	ROE	TAM
N	151	151	151	151	151
Média	6,457	0,6425	0,2351	0,0524	22,2994
Mediana	7	0,7	0,161	0,0732	22,3084
Desvio-padrão	1,98237	0,4398	0,21966	0,18587	1,39736
Coefficiente de variação	30,70%	68,45%	93,43%	354,71%	6,27%
Variância	3,93	0,193	0,048	0,035	1,953
Amplitude	9	1,59	0,92	0,83	8,39
Mínimo	1	-0,29	0,03	-0,47	18,07
Máximo	10	1,3	0,95	0,36	26,46
Percentis	5	2,6	-0,2848	-0,4567	19,9383
	25	5	0,32	0,0036	21,3613
	50	7	0,7	0,0732	22,3084
	75	8	1	0,1599	23,2067
	95	9	1,3	0,3489	24,6135

Fonte: Elaborada pelos autores.

Primeiramente, cabe destacar as medidas de tendência central, com as quais se infere que o ROE possui a menor média, enquanto o tamanho da empresa (TAM) aparece com a maior. A mediana expressa os valores centrais das variáveis em estudo, destacando-se o nível

de *disclosure* (NDSC), que assinala mediana 7, o ROE, apresentando o menor valor para a medida, 0,0732, e o tamanho da empresa (TAM), que tem a maior mediana entre as variáveis, 22,3084.

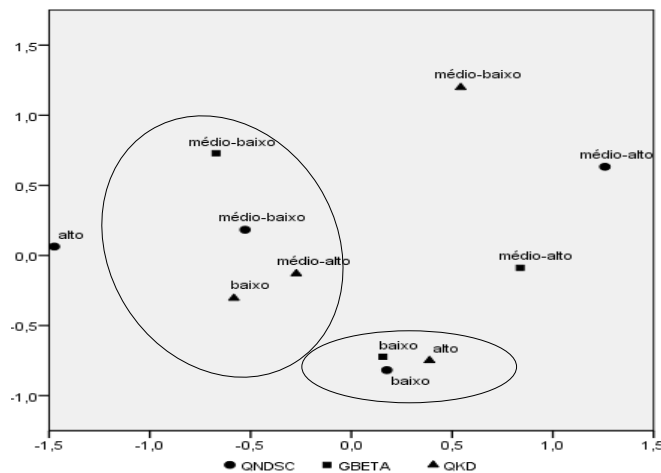
No tocante às medidas de dispersão, observa-se o nível de *disclosure* (NDSC) apresentando a maior amplitude (9,00), enquanto o ROE assinala a menor (0,83) e o menor valor máximo da distribuição (0,36). O maior valor máximo (26,46) e o maior valor mínimo (18,07) são observados para a variável tamanho da empresa. O menor valor mínimo (-0,47) refere-se ao ROE.

A distribuição do ROE apresentou a menor dispersão em relação à média, com desvio-padrão 0,18587, enquanto o NDSC possui a maior dispersão, com desvio-padrão 1,9237. A distribuição para as variáveis BETA, KD e ROE apresentou menor homogeneidade, com coeficientes de variação 68,45%, 93,43% e 354,71%, respectivamente. O NDSC e o tamanho da empresa apresentaram dados mais homogêneos, com coeficientes de variação 30,7% e 6,27%, respectivamente. Devido à variabilidade das empresas da amostra, o coeficiente de variação do NDSC está um pouco acima do valor de classificação de homogeneidade proposto por Fávero *et al.* (2009), que é de 30%.

Observa-se, ainda, que o NDSC registra valores mais distantes da sua média, com a maior variância (3,93), e que o ROE assume valores mais próximos da média, pelo fato de sua variância ser a menor da distribuição (0,035).

Para atender ao segundo objetivo específico, utilizou-se uma ACM. A Figura 1 mostra o mapa perceptual obtido por meio dessa técnica para evidenciar a associação entre o nível de *disclosure* dos fatores de risco (NDSC) e as variáveis do custo de capital próprio (BETA) e de terceiros (KD).

Figura 1 – Mapa perceptual: disclosure X custo de capital próprio e de terceiros



Fonte: Elaborada pelos autores.

De acordo com a Figura 1, são encontradas as seguintes associações: nível de *disclosure* (NDSC) médio baixo associado com o custo de capital de terceiros (KD) baixo e médio alto e, ainda, com o custo de capital próprio (BETA) médio baixo; nível de *disclosure* (NDSC) baixo associado com o custo de capital de terceiros (KD) alto e o custo de capital próprio (BETA) baixo.

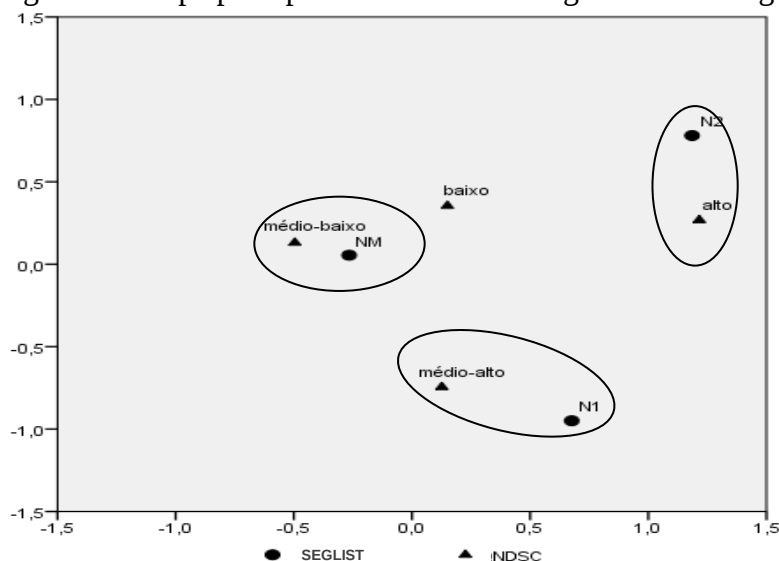
Esses resultados, relacionados à associação do nível de *disclosure* com o custo de capital próprio, contrariam os estudos de Botosan (1997), Botosan e Plumlee (2001) e Hail (2002), que evidenciaram uma correlação negativa entre o *disclosure* e o custo de capital próprio. Quanto à associação do nível de *disclosure* com o custo de capital de terceiros, os

resultados são corroborados por Lima (2009), que também evidenciou uma associação entre o baixo *disclosure* e o alto custo de capital de terceiros.

Para o terceiro objetivo específico – comparar o nível de evidenciação dos fatores de risco de mercado com as características das empresas –, utilizou-se uma Anacor e uma ACM. Como pressuposto da utilização da Anacor, fez-se necessário realizar o teste Qui-quadrado para analisar a interdependência das variáveis estudadas. Do teste realizado, infere-se uma relação de dependência entre o *disclosure* e os níveis de governança, já que os níveis de significância assumiram valores de até 5%, viabilizando a utilização da Anacor.

A Figura 2 mostra o mapa perceptual da associação entre o nível de *disclosure* (NDSC) e os segmentos de listagem (SEGLIST) das empresas, obtido a partir da Anacor.

Figura 2 – Mapa perceptual: disclosure X segmento de listagem



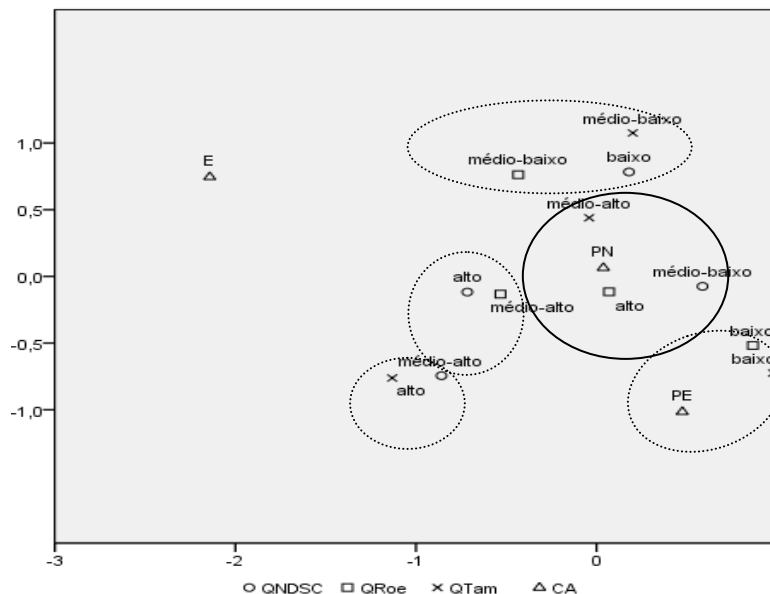
Fonte: Elaborada pelos autores.

De acordo com a Figura 2, as empresas do Novo Mercado possuem nível de *disclosure* médio baixo, enquanto as companhias listadas no Nível 2 possuem nível de *disclosure* alto. Além disso, o mapa também sugere uma associação entre o nível de *disclosure* médio alto e as companhias do Nível 1.

Sobre os resultados aqui encontrados para a associação entre o nível de *disclosure* e os segmentos de listagem, considerando-se o compromisso das empresas com a adoção de boas práticas de governança, observa-se uma convergência com os resultados da pesquisa de Procianoy e Verdi (2009), exceto para o Novo Mercado, os quais observaram que o nível de *disclosure* das empresas aumenta quando elas aderem ao Nível 2 e ao Novo Mercado.

A Figura 3 mostra o mapa perceptual da associação entre as variáveis NDSC, ROE, TAM e CA, obtido a partir da ACM.

Figura 3 – Mapa perceptual: disclosure X indicadores e controle acionário das empresas



Fonte: Elaborada pelos autores.

De acordo com a Figura 3, são encontradas as seguintes associações entre o nível de *disclosure* dos riscos de mercado (NDSC) e as características rentabilidade, tamanho e controle acionário: empresas de controle acionário do tipo privado nacional apresentam alto retorno sobre o capital próprio (ROE), médio alto tamanho do Ativo e médio baixo nível de *disclosure*.

Por meio da ACM, convém destacar, ainda, que: as empresas de tamanho médio baixo possuem NDSC baixo e, como consequência, ROE médio baixo; as empresas que apresentam nível de *disclosure* médio alto possuem alto tamanho (Ativo). As companhias com alto nível de *disclosure* têm retorno sobre o capital próprio (ROE) médio alto, e empresas de baixo tamanho (Ativo) têm baixo ROE e pertencem ao controle acionário do tipo privado estrangeiro.

Para atender ao objetivo geral, foi realizada uma correlação através do coeficiente de Spearman, com níveis de significância estatística de 1% e 5%, cujos resultados são mostrados na Tabela 7.

Tabela 7 – Correlação de Spearman

	NDSC	BETA	KD	ROE	TAM
NDSC	1,000				
BETA	,062	1,000			
KD	,153 ^(*)	-,172 ^(**)	1,000		
ROE	-,027	,056	-,021	1,000	
TAM	,269 ^(***)	,224 ^(***)	-,277 ^(***)	,113	1,000

N = 151

(*) Significância estatística ao nível de 10%; (**) Significância estatística ao nível de 5%; (***) Significância estatística ao nível de 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

De acordo com a Tabela 7, infere-se que o nível de *disclosure* tem correlação positiva com o custo de capital de terceiros, indo de encontro aos achados de Lima (2009) e Mazundar e Sengupta (2005), os quais concluíram que o nível de *disclosure* tem correlação inversa com o custo de capital de terceiros. Alencar (2005) verificou que o nível de *disclosure* não afeta o custo de capital próprio, o que coincide com os resultados encontrados na Tabela 7, atribuindo-se-os às particularidades do mercado brasileiro, como, por exemplo, a alta

concentração de controle acionário. Nakamura *et al.* (2006) também não encontraram correlação entre o nível de *disclosure* e o custo de capital próprio a partir da análise de sua amostra geral, corroborando os resultados encontrados na Tabela 7.

Quanto ao tamanho da empresa, percebe-se sua correlação positiva com o *disclosure* (RODRIGUES *et al.*, 2014) e com o custo de capital próprio, divergindo do estudo de Oda *et al.* (2005), e uma correlação negativa com o custo de capital de terceiros, não sendo encontrada significância nessa correlação no estudo de Macedo *et al.* (2015). Os resultados também demonstram uma correlação negativa entre o custo de capital de terceiros e o custo de capital próprio.

Logo, a partir dessas análises, aceita-se a hipótese de que existe correlação entre o nível de *disclosure* dos fatores de risco de mercado e o custo de capital de terceiros das empresas (H_1), rejeitando-se, porém, a hipótese de que há correlação entre o nível de *disclosure* e o custo de capital próprio (H_2).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Fundamentado na Teoria da Divulgação, o estudo teve por objetivo analisar a correlação entre o nível de evidenciação dos fatores de risco de mercado e o custo de capital de uma amostra de 151 empresas participantes dos segmentos Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, da BM&FBovespa. Para tanto, o nível de *disclosure* dos riscos de mercado (NDSC) foi identificado através da análise de conteúdo dos Formulários de Referência referentes ao exercício de 2014, por meio de um *checklist*, de acordo com o item 5 do Anexo 24 da Instrução CVM nº 480/2009. As demais variáveis do estudo foram o custo de capital próprio (BETA), o retorno sobre o capital próprio (ROE), o custo de capital de terceiros (KD) e o tamanho da empresa (TAM). De acordo com as análises realizadas, foi possível inferir algumas importantes conclusões.

Em relação ao primeiro objetivo específico, detectou-se que 97,4% das empresas evidenciaram os fatores de risco somente de maneira declarativa, ou seja, informação do tipo qualitativo, enquanto 58,9% o fazem na forma quantitativa financeira (monetária e não monetária) e 56,3% os evidenciam tanto quantitativa como qualitativamente, denotando que a maioria das empresas opta por fazer suas divulgações de maneira mais detalhada. Verificou-se, ainda, que o nível médio baixo de *disclosure* está correlacionado com o custo de capital de terceiros baixo e ainda com o custo de capital próprio médio baixo. Além disso, também se observou que o nível de *disclosure* baixo está correlacionado com o custo de capital de terceiros alto e com o custo de capital próprio baixo, atendendo ao requerido no segundo objetivo específico.

Quanto ao terceiro objetivo específico, a Anacor apontou que as empresas do Novo Mercado implementam *disclosure* médio baixo, e que as do Nível 2 praticam *disclosure* alto. Além disso, através da ACM, observou-se que as empresas de controle acionário do tipo privado nacional apresentam alto retorno sobre o capital próprio, médio alto tamanho (Ativo) e médio baixo *disclosure*.

No que tange ao objetivo geral, através da correlação, verificou-se uma relação positiva entre o nível de *disclosure* e o custo de capital de terceiros. A correlação não apresentou resultados significativos para a relação entre o nível de *disclosure* e o custo de capital próprio. Cumpre destacar, ainda, que a correlação apresentou resultados significativos para a relação entre o tamanho da empresa, o nível de *disclosure* e o custo de capital próprio e o de terceiros.

Diante do exposto, confirma-se a hipótese de que existe correlação entre o nível de *disclosure* dos fatores de risco de mercado e o custo de capital de terceiros. Entretanto, não se confirma a hipótese de que existe correlação entre o nível de *disclosure* dos fatores de risco de mercado e o custo de capital próprio, já que os resultados não se mostraram significantes na correlação.

Como não há uma teoria abrangente e sólida no tocante às informações emitidas pelas empresas, mas sim um conjunto de direcionadores que ajudam a entender esse processo, para a Teoria da Divulgação, esse estudo confirmou que um nível mais alto de evidenciação não resulta somente de informações (qualitativas ou quantitativas) com efeitos positivos para as empresas, mas também de informações que possam, inicialmente, ter efeitos negativos, como aquelas acerca dos fatores de risco de mercado. Importa reconhecer que a evidenciação dos fatores de risco proporciona eficiência na medida em que o mercado deposita confiança na empresa, já que um investidor procura negócios respaldados pela ética, respeito e transparência.

Dentre as contribuições do estudo, destaca-se o fato de ampliar a ainda incipiente literatura nacional que aborda a correlação entre o *disclosure* de risco de mercado e o custo de capital de terceiros, possibilitando aos pesquisadores e profissionais perceberem que a evidenciação dos riscos de mercado se torna cada dia mais necessária para o mercado de capitais brasileiro, demonstrando mais transparência para os *stakeholders* e *shareholders*, o que proporciona credibilidade e redução do custo de capital.

Ressalte-se que as conclusões desta pesquisa não devem ser generalizadas, já que o estudo apresenta algumas limitações, como a *proxy* utilizada como medida para o nível de *disclosure*, bem como o reduzido lapso temporal, já que se analisa apenas a evidenciação referente ao exercício de 2014. Dessa forma, sugere-se a realização de pesquisas que considerem um período mais elástico, assim como uma quantidade maior de empresas, tenham caráter comparativo da relação entre o nível de evidenciação dos fatores de risco de mercado e o custo de capital das empresas em países desenvolvidos e em países em desenvolvimento, e/ou, ainda, em países com estruturas jurídico-legais dos tipos *commom law* ou *code law*. Sugere-se, ainda, incluir outras variáveis e utilizar técnicas estatísticas mais robustas.

REFERÊNCIAS

- ABDELGHANY, K. E. Disclosure of market risk or accounting measures of risk: an empirical study. **Managerial Auditing Journal**, v. 20, n. 8, p. 867-875, 2005.
- ALENCAR, R. C. Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. **Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 1-12, 2005.
- 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.
- ANDRADE, L. F. F. de; NIYAMA, J. K.; SANTANA, C. M. Nível de “disclosure” sobre riscos de mercado e operacional: uma análise comparativa dos vinte maiores bancos brasileiros. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9., 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2009.
- ANDRADE, S. C.; BERNILE, G.; HOOD, F. M. SOX, corporate transparency, and the cost of debt. **Journal of Banking & Finance**, v. 38, n. 1, p. 145-165, 2014.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; DAVID, M.; ROTTA, U.A.S. A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil. **REGE – Revista de Gestão**, v. 16, n. 3, p. 65-79, 2009.

- BELLIZIA, N. W. **Aplicação do CAPM para a determinação do custo de capital próprio no Brasil**. 2009. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- 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, 2011.
- BIS – Bank for International Settlements. **Enhancing bank transparency**. 1998. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bcbs41.pdf>>. Acesso em: 28 abr. 2015.
- BOTOSAN, C. A. Disclosure level and the cost of equity capital. **Accounting review**, v. 72, n. 3, p. 323-349, 1997.
- _____; PLUMLE, M. A. Estimating expected cost of capital: a theory-based approach. **Working paper**. 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=279309>. Acesso em: 18 maio 2015.
- BUSHMAN, Robert M.; PIOTROSKI, Joseph D.; SMITH, Abbie J. What determines corporate transparency?. **Journal of Accounting Research**, v. 42, n. 2, p. 207-252, 2004.
- CHO, C. H.; FREEDMAN, M.; PATTEN, D. M. Corporate disclosure of environmental capital expenditures: a test of alternative theories. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 25, n. 3, p. 486-507, 2012.
- CHOI, D. Y.; SAITO, R.; SILVA, V. A. B. Estrutura de capital e remuneração dos funcionários: evidência empírica no Brasil. **RAC – Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. 2, p. 249-269, 2015.
- CRISÓSTOMO, V.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F.; VALLELADO, E. Firm size matters for financial constraints: evidence from Brazil. **Sistemas & Gestão**, v. 7, n. 3, p. 490-501, 2012.
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 480**, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>>. Acesso em: 15 dez. 2010.
- DANTAS, J. A.; ZENDERSKY, H. C.; SANTOS, S. C dos; NIYAMA, J. K. A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidênciação. **Revista Economia & Gestão**, v. 5, n. 11, p. 56-76, 2008.
- DOWD, K. **Measuring market risk**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2007.
- DYE, R. A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 181-235, 2001.
- ELMY, F. J.; LECUYADER, L. P.; LINSMEIER, T. J. A review of initial filing under the SEC’s new market risk disclosure rules. **The Journal of Corporate Accounting and Finance**, v. 9, n. 4, p. 33-45, 1998.
- ELSHANDIDY, T.; NERI, L. Corporate governance, risk disclosure practices, and market liquidity: comparative evidence from the UK and Italy. **Corporate Governance: An International Review**, v. 23, n. 4, p. 331-356, 2015.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.
- _____. **Foundations of finance**. New York. Basic Book, 1976.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- FERNANDES, F. C.; SOUZA, J. A. L. de; FARIA, A. C. Evidenciação de riscos e captação de recursos no mercado de capitais: um estudo do setor de energia elétrica. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 13, n. 1, p. 59-73, 2010.
- FIELD, A. **Descobrendo a estatística usando o SPSS**. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.

- FREIRE, M. D. M.; SUZART, J. A.S; CUNHA, M. F. Relação do custo de capital próprio e disclosure nas empresas brasileiras de capital aberto. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 36., Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2012.
- GAO, P. Disclosure quality, cost of capital, and investor welfare. **The Accounting Review**, v. 85, n. 1, p. 1-29, 2010.
- GITMAN, L. J. **Administração financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson, 2010.
- GONÇALVES, R. S.; MEDEIROS, O. R.; NIYAMA, J. K.; WEFFORT, E. F. J. Social disclosure e custo de capital próprio em companhias abertas no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, v. 24, n. 62, p. 113-124, 2013.
- GOULART, L.E. T.; DE SORDI, J. O. Análise do ambiente informacional dos tomadores de decisão do mercado de capitais. In: SIMPÓSIO DE GESTÃO DA INOVAÇÃO TECNOLÓGICA, 26., 2010, Vitória. **Anais...** Vitória: Anpad, 2010.
- GRAY, D. E. **Pesquisa no mundo real**. 2. ed. Porto Alegre: Penso, 2012.
- HAIL, L. The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms. **European Accounting Review**, v. 11, n. 4, p. 741-773, 2002.
- JORGENSEN, B. N.; KIRSCHENHEITER, M. T. Discretionary risk disclosures. **The Accounting Review**, v. 78, n. 2, p. 449-469, 2003.
- LANZANA, A. P.; SILVEIRA, A. M.; FAMÁ, R. Existe relação entre disclosure e governança corporativa no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: Anpad, 2006.
- LAVARDA, C. E. F.; ALMEIDA, D. M. Participação orçamentária e assimetria informacional: um estudo em uma empresa multinacional. **BBR – Brazilian Business Review**, v. 10, n. 2, p. 74-96, 2013.
- LIMA, G. A. S. F. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras**. 2007. 118 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- _____. Nível de evidenciação × custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 95-108, 2009.
- LIMA, P. A. M.; GÓIS, A. D.; DE LUCA, M. M. M. Identidade do acionista majoritário e a distribuição do valor adicionado: uma análise nas empresas listadas na BM&FBovespa. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 17., 2014, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Semead, 2014.
- LOPES, J. E. G.; RIBEIRO FILHO, J. F.; PEREIRA, D. M. V. G.; PEDERNEIRAS, M. M. M.; SILVA, F. D. C.; SANTOS, R. Um estudo da relação entre o lucro contábil e o disclosure das companhias abertas do setor de materiais básicos. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos – BASE**, v. 7, n. 3, p. 208-220, 2010.
- MA, S.; NAUGHTON, T.; TIAN, G. Ownership and ownership concentration: which is important in determining the performance of China's listed firms? **Accounting & Finance**, v. 50, n. 4, p. 871-897, 2010.
- MACEDO, Á. F. P.; OLIVEIRA, A. M.; NOBRE, L. N.; BRITO, S. G.; QUANDT, C. O. Governança corporativa e evidenciação de capital intelectual em empresas brasileiras. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 3, n. 1, p. 18-33, 2015.
- MAPURUNGA, P. V. R.; PONTE, V. M. R.; COELHO, A. C. D; MENESES, A. D. Determinantes do nível de disclosure de instrumentos financeiros derivativos em firmas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 57, p. 263-278, 2011.

- MAZUNDAR, S. C.; SENGUPTA, P. Disclosure and the loan spread on private debt. **Financial Analysts Journal**, v. 61, n. 3, 2005.
- MURCIA, F. D.; SANTOS, A. dos. Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 3, n. 2, p. 72-95, 2009.
- NAKAMURA, W. T.; GOMES, E. A.; ANTUNES, M. T. P.; MARÇAL, E. F. Estudo sobre os níveis de disclosure adotados pelas empresas brasileiras e seu impacto no custo de capital. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: Anpad, 2006.
- NARDI, P. C. C.; SILVA, R. L. M da; NAKAO, S. H; VALLE, M. R. A relação entre gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital das companhias abertas brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 4, p. 6-26, 2009.
- ODA, A. L.; YOSHINAGA, C. E.; OKIMURA, R. T.; SECURATO, J. R.. Análise da relação entre indicadores contábeis e betas de mercado das empresas brasileiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período 1995-2003. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 29., 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: Anpad, 2005.
- OTHMAN, R.; AMEER R. Market risk disclosure: evidence from Malaysian listed firms. **Journal of Financial Regulation and compliance**. v. 17, n. 1, p. 57-69. 2009.
- PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. Adesão aos novos mercados da Bovespa: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – determinantes e consequências. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 1, p. 107-136, 2009.
- RODRIGUES, H. S.; OLIVEIRA, I. G. S.; SOBRINHO, W. B. R.; ALMEIDA, J. E. F. Estudo da influência da abertura de capital na formação do nível de disclosure voluntário: uma análise ex ante e ex post. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 6, n. 3, p. 39-56, 2014.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. **Corporate finance**. 10. ed. Nova Iorque. McGraw-Hill, 2013.
- SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M. Ensaio sobre a teoria da divulgação. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 53-70, 2005.
- SAVVIDES, S. C.; SAVVIDOU, N. Market risk disclosures of banks: a cross-country study. **International Journal of Organizationa lAnalysis**, v. 20, n. 4, p. 379-405, 2012.
- SEMPER, D. C. Risk disclosure and cost of equity. **Contaduría y Administración**, v. 59, n. 4, p. 105-135, 2014.
- SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.
- TEIXEIRA, E. A.; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 22, n. 55, p. 29-44, 2011.
- VERRECCHIA, R. E. Discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, n. 1, p. 179-194, 1983.
- _____. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 97-180, 2001.