

**A DIVULGAÇÃO DO RISCO NO RELATO INTERCALAR**  
**Análise das divulgações efetuadas pelas empresas portuguesas e**  
**belgas nos relatórios do 1º semestre do ano de 2014**

**Tânia Sofia Luís Mineiro**

**Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de**  
**Mestre em Contabilidade**

**Orientador:**  
**Professor Doutor Rogério Marques Serrasqueiro, Professor Auxiliar,**  
**ISCTE Business School, Departamento de Contabilidade**

outubro de 2016



## **AGRADECIMENTOS**

Ao Professor Rogério Marques Serrasqueiro pela sensibilização ao tema, pela orientação, pela partilha de conhecimento, pela disponibilidade e apoio fundamentais à conclusão deste trabalho.

A todas as pessoas que ao longo deste período me ajudaram a manter o ânimo e a perseverança para alcançar este objetivo.

À minha família.



## RESUMO

Tem existido uma crescente atenção para a temática da divulgação dos riscos empresariais, com apelos a mais investigação nesta área.

Este trabalho pretende preencher o *gap* detetado na literatura sobre divulgação de riscos empresariais no relato intercalar e dar resposta ao apelo lançado, entre outros, por Elzahar e Hussainey (2012), de mais investigação sobre o tema da divulgação de riscos empresariais.

O objetivo geral é descrever a forma como as empresas portuguesas e belgas divulgam os riscos nos relatórios financeiros semestrais, numa amostra de 70 empresas, com referência às contas semestrais de 2014 e os objetivos específicos são os de caracterizar as divulgações efetuadas, identificar as características das empresas determinantes no nível de divulgação e comparar os padrões de divulgação dos relatórios financeiros portugueses e belgas. Para tal, foram utilizadas técnicas de estatística descritiva e modelos de regressão linear múltipla.

Os resultados demonstram que as divulgações são, predominantemente, de risco não financeiro, quantificadas, relativas a acontecimentos passados ou presentes e com impacto positivo. De todas as tipologias de risco identificadas, predominam os riscos operacionais. Na segmentação entre riscos financeiros e riscos não financeiros, as divulgações de riscos não financeiros são, em média, em maior número do que as divulgações de riscos financeiros.

A remuneração do conselho de administração, a existência de comissão de risco e a proporção de mulheres no conselho de administração foram as características das empresas que apresentaram maior capacidade explicativa do número de divulgações efetuadas.

Em termos gerais, a média das divulgações da amostra portuguesa e belga não são estatisticamente diferentes.

**Palavras-chave:** Divulgação corporativa; Risco; Divulgação dos riscos empresariais; Relato intercalar

**Classificação JEL:** G38 - Government Policy and Regulation, M41 – Accounting.



## **ABSTRACT**

There has been an increase of attention to the issue of corporate risk disclosure, with calls for more research in the field.

This paper intends to fill the gap in the literature about risk disclosure on the interim report and to respond to the call launched, among others, by Elzahar and Hussainey (2012), for further research on corporate risk disclosure.

The general objective is to describe how Portuguese and Belgian companies disclose risks in the half-yearly financial reports, in a sample of 70 companies, with reference to half year of 2014. Specific objectives are to characterize disclosures, to identify the determinants of disclosure (characteristics of the companies) and to compare the disclosure between Portuguese and Belgian companies. Descriptive statistics techniques and Ordinary Last Squares regression models were used.

The results show that disclosures are, predominantly, non-financial, quantified, past or present events orientated and with a positive impact. Predominate type of risk is operational risks. The breakdown in financial and non-financial risks, disclosures of non-financial risks are, on average, greater than financial risk disclosures.

The remuneration of the board of directors, the existence of risk committee and the proportion of women in the board of directors showed capacity to explain the number of observed risk disclosures.

Average disclosures of the Portuguese and Belgian samples are not statistically different.

**Key words:** Corporate disclosure, risk, corporate risk disclosure, interim reporting

**JEL classification:** G38 - Government Policy and Regulation, M41 – Accounting.



## **ABREVIATURAS E ACRÓNIMOS**

AICPA – American Institute of Certified Public Accountants

BEL – Belgium Exchange List

CEO – Chief Executive Officer

CMVM – Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código de Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

FMSA – Autoridade dos Serviços e Mercados Financeiros / Autorité des Services et Marchés Financiers

IAS - International Accounting Standard

IASB - International Accounting Standard Board

ICAEW– Institute of Chartered Accountants of England and Wales

IDX – Indonesian Stock Exchange

IFRS - International Financial Reporting Standard

PSI – Portuguese Stock Index

SEC – Security and Exchange Commission

SPSS - Statistical Package for Social Sciences

VaR – Value at Risk

U.E. – União Europeia



## ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO.....	1
1.1. Justificação do tema.....	1
1.2. Objetivos do estudo .....	1
1.3. Metodologia.....	2
1.4. Estrutura da tese.....	2
2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO .....	3
2.1. A divulgação do risco .....	4
2.1.1. Conceito de risco .....	4
2.1.2. Tipologias de risco.....	5
2.1.3. Medidas de risco.....	6
2.1.4. Relevância da divulgação do risco .....	7
2.2. A divulgação da informação corporativa .....	8
2.2.1. Teorias justificativas da divulgação.....	8
2.2.2. Vantagens e inconvenientes da divulgação.....	12
2.2.3. Divulgação obrigatória e divulgação voluntária.....	13
2.2.3.1. Regulação do Governo Corporativo em Portugal e na Bélgica.....	15
2.2.3.2. Regulamentação da divulgação do risco em Portugal e na Bélgica.....	15
2.3. O relato intercalar .....	16
2.4. Revisão de estudos empíricos sobre divulgação do risco .....	17
3. METODOLOGIA.....	21
3.1. Paradigma de investigação .....	21
3.2. Objetivos .....	21
3.3. Hipóteses .....	21
3.4. Amostra .....	36
3.4.1. Portugal e Bélgica.....	36
3.4.2. Empresas da amostra .....	38
3.4.3. O ano de 2014.....	38

3.4.4.	A origem da informação relativa à amostra .....	39
3.5.	Recolha de dados .....	39
4.	RESULTADOS .....	45
4.1.	Análise dos dados .....	45
4.2.	Caracterização da divulgação de risco .....	48
4.2.1.	Amostra total .....	48
4.2.2.	Portugal e Bélgica.....	51
4.3.	Fatores explicativos das divulgações .....	56
4.4.	Comparação das divulgações realizadas pelas empresas portuguesas e belgas	60
5.	DISCUSSÃO DOS RESULTADOS .....	63
5.1.	Caracterização das divulgações de risco .....	63
5.2.	Fatores explicativos das divulgações .....	67
5.3.	Comparação das divulgações realizadas pelas empresas portuguesas e belgas	71
6.	CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E SUGESTÕES DE INVESTIGAÇÃO .....	73
6.1.	Conclusões .....	73
6.2.	Limitações e sugestões de pesquisa futura.....	76
7.	BIBLIOGRAFIA .....	79

## ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – Tipologias de risco.....	41
Tabela 2 - Exemplos de codificação .....	42
Tabela 3 - Índices de Divulgação .....	46
Tabela 4 – Estatísticas descritivas e testes de comparação de médias – amostra total... 49	
Tabela 5- - Estatística descritiva das variáveis explicativas - amostra total .....	50
Tabela 6 - Número de empresas por setor de atividade e categoria – amostra total.....	50
Tabela 7 - Estatística descritiva das tipologias de risco- amostra total.....	51
Tabela 8 – Estatísticas descritivas e teste de comparação de médias – Portugal .....	52
Tabela 9 - Estatísticas descritivas e teste de comparação de médias – Bélgica .....	53
Tabela 10 – Estatística descritiva das tipologias de risco - amostras parcelares.....	54
Tabela 11 - Número de empresas por setor de atividade e categoria – amostras parcelares.....	55
Tabela 12 - Estatística descritiva das variáveis explicativas – amostras parcelares.....	56
Tabela 13- Fatores explicativos das divulgações de risco – amostra total.....	57
Tabela 14 – Fatores explicativos das divulgações de risco – amostras parcelares.....	59
Tabela 15 – Estatísticas descritivas e teste t para as amostras Portugal e Bélgica.....	60
Tabela 16 Resumo da validação das hipóteses relacionadas com as características das divulgações de risco .....	66
Tabela 17 Resumo da validação das hipóteses relacionadas os factores explicativos das divulgações.....	71
Tabela 18 - Resumo da validação da hipótese relacionada com a comparação das divulgações realizadas pelas empresas portuguesas e belgas.....	72

**ÍNDICE DE ANEXOS**

Anexo 1 - Regras para codificação das divulgações de risco.....	86
Anexo 2 – Tipologias de risco e características semânticas da divulgação .....	88
Anexo 3 – Lista das empresas que constituem a amostra .....	89

## **1. INTRODUÇÃO**

### **1.1. Justificação do tema**

O quadro conceptual do IASB (2015), atualmente em revisão, refere que o objetivo geral do reporte financeiro é a disponibilização de informação que seja útil aos *stakeholders* no seu processo de tomada de decisão.

Nas últimas décadas cresceu a procura pelo reporte dos riscos empresariais e, com a crise financeira de 2007, o apelo por melhor reporte sobre esta variável crucial da atividade foi reforçado, não só às empresas do setor financeiro, como a todas as outras (ICAEW, 2011).

A informação sobre riscos divulgada pelas empresas tem aumentado substancialmente devido à regulação e, também, à iniciativa de divulgação voluntária. No entanto, apesar do aumento de divulgação verificado nos anos mais recentes, tem-se questionado a qualidade e a utilidade da informação divulgada (Abraham e Shrives, 2014; Abraham *et al.*, 2012; ICAEW, 2011).

Sendo o relatório e contas anuais um elemento muito importante na divulgação dos riscos e a principal fonte de informação para a tomada de decisão (Solomon *et al.*, 2000), há quem, como Hassan e Marston (2010), defenda que, no contexto do mercado de capitais, o relatório e contas anual não é, por si só, suficiente uma vez que outros veículos de divulgação, como os relatórios financeiros intercalares, proporcionam divulgações mais tempestivas.

A presente investigação incide sobre as divulgações de risco efetuadas pelas empresas portuguesas e belgas nos relatórios financeiros do 1º semestre de 2014.

A amostra engloba 35 empresas não financeiras de cada país, num total de 70 empresas. As empresas portuguesas foram selecionadas preferencialmente do índice bolsista PSI-20, complementadas com as algumas do PSI Geral. De forma semelhante, as empresas belgas foram selecionadas preferencialmente do BEL-20, complementadas com o BEL *All-Share*.

### **1.2. Objetivos do estudo**

O objetivo geral do estudo é descrever a forma como as empresas portuguesas e belgas divulgam os riscos nos relatórios financeiros semestrais.

O objetivo gera decompõe-se em três objetivos específicos, nomeadamente: (i) caracterizar as divulgações efetuadas, (ii) identificar as características das empresas determinantes no nível de divulgação, e (iii) comparar os padrões de divulgação dos relatórios financeiros portugueses e belgas.

### **1.3. Metodologia**

Do ponto de vista ontológico e epistemológico, o presente trabalho será desenvolvido tendo por base a investigação positiva, que assenta na formulação de hipóteses para cada um dos objetivos estabelecidos, sendo testadas por procedimentos estatísticos (Thiétart *et al.*, 2001).

Como muitos dos trabalhos que analisaram a divulgação dos riscos empresariais, procedeu-se à construção de um índice de divulgação quantitativo, a partir de análise de conteúdo manual (Abraham e Cox, 2007; Amran *et al.*, 2009; Deumes, 2008; Linsley e Shrives, 2006; Oliveira *et al.*, 2011) a segmentos da parte narrativa dos relatórios intercalares (Elzahar e Hussainey, 2012), onde são referidos os principais riscos e incertezas do negócio. A construção deste índice de divulgação, em termos globais e parciais, permitirá caracterizar as divulgações e, simultaneamente, testar as hipóteses relativas ao primeiro objetivo específico, relacionar as divulgações com características das empresas, testando as hipóteses relativas ao segundo objetivo e, ainda, testar a hipótese que compara os padrões de divulgação entre as amostras parcelares. A amostra é constituída por 70 empresas, 35 de cada país, tendo sido utilizadas técnicas de estatística descritiva e regressão linear múltipla.

### **1.4. Estrutura da tese**

Indica-se, seguidamente, a forma como o trabalho está organizado. No capítulo 2 é feito o enquadramento teórico sobre a divulgação do risco no relato intercalar seguindo-se, no capítulo 3, a apresentação detalhada da metodologia, nomeadamente, o paradigma de investigação adoptado, a definição dos objectivos e a formulação das hipóteses. No capítulo 4 são apresentados os resultados, sendo os mesmos discutidos no capítulo 5 e do capítulo 6 constam as conclusões, as limitações e as sugestões de investigação futura.

## 2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

A divulgação de informação complementar à contida nas demonstrações financeiras, na forma textual, desde há muito que é tida como necessária e útil aos utilizadores, porquanto nem toda a informação pertinente para a tomada de decisão, no atual ambiente empresarial caracterizado por intensa inovação tecnológica, prevalência do conhecimento e do capital humano e grande incerteza geradora de riscos acrescidos, verifica os critérios de reconhecimento e mensuração dos quadros conceituais dos organismos normalizadores.

O início objetivo desta tendência pode localizar-se no relatório *Jenkins* (AICPA, 1994) onde se propunha já um conjunto de informação qualitativa e prospetiva, a divulgar na perspetiva da gestão (*through the eyes of management*), incluindo a divulgação das estratégias e dos principais riscos e incertezas.

A provar a pertinência da necessidade deste tipo de informação existe hoje a iniciativa tendente à criação de um modelo de relato integrado (De Villiers *et al.*, 2014).

Do conjunto de temas, tidos como indispensáveis nesta divulgação complementar, realça-se a informação sobre intangíveis, sobre responsabilidade social corporativa, sobre governo corporativo e sobre riscos e incertezas.

Especificamente, o governo corporativo trata, por referência à teoria da agência, do conjunto de mecanismos, tanto externos como internos que podem disciplinar a gestão.

Se ao nível externo se localizam fatores, como a Oferta Pública de Aquisição hostil, a concorrência, o mercado de trabalho dos gestores e a ação dos reguladores, sobre as quais não é possível às empresas, individualmente, ter capacidade de influência, já ao nível interno são identificados os fatores onde as empresas podem ter mais discricionariedade como a concentração do capital, as formas de compensação, as políticas de endividamento e de dividendos e a composição do conselho de administração.

Em particular, as funções e a composição dos conselhos de administração têm sido objeto de atenção especial por parte dos reguladores, na medida em que estas possam constituir elementos determinantes da gestão transparente das empresas e elementos essenciais do bom funcionamento dos mercados de capitais.

De salientar que esta tendência reguladora das funções e composição do conselho de administração ganhou uma ênfase assinalável, após um conjunto significativo de

escândalos financeiros, com a publicação, em 2002, nos Estados Unidos da América, do *Sarbanes Oxley act* cujos principais preceitos foram progressivamente adotados pela maioria dos países.

Em consequência, muita investigação sobre divulgação de informação corporativa, em geral, e dos riscos empresariais, em particular, têm procurado concluir sobre a capacidade explicativa que algumas componentes do governo corporativo ao nível das funções e composição do conselho de administração possam ter na forma como a divulgação de informação é efetuada.

Para abordar o tema em estudo, a divulgação dos riscos empresariais no relato intercalar, é imprescindível, clarificar o conceito de risco, as diferentes tipologias de risco, algumas *proxies* representativas do conceito e, ainda, a importância da sua divulgação.

Enquadrando-se a divulgação dos riscos empresariais no tema, mais amplo, da divulgação de informação corporativa, importa também referir as principais teorias justificativas da divulgação, quais as vantagens e inconvenientes dessa divulgação e em que medida ela pode resultar do cumprimento das obrigações legais ou regulatórias ou de atos voluntários da gestão.

Sendo o objetivo do trabalho a divulgação dos riscos no relato intercalar, torna-se, ainda, necessário referir a importância deste tipo de informação financeira e rever alguns dos principais trabalhos empíricos neste domínio de investigação.

## **2.1. A divulgação do risco**

### **2.1.1. Conceito de risco**

Quando se fala de riscos empresariais no contexto da divulgação, a palavra pode ter diferentes significados (ICAEW, 2011). Tradicionalmente, ao risco era atribuído um sentido negativo, ou seja, a possibilidade de incorrer em perdas, diminuir resultados ou ainda algo desvantajoso (ICAEW, 2011). Contudo, como indicam Linsley e Shrives (2006), o desenvolvimento do cálculo probabilístico e da indústria seguradora, durante a revolução industrial, teve impacto na definição de risco. O termo passou a englobar um duplo sentido, isto é, incerteza de um resultado futuro incerto, que pode ser bom (*upside risk*) ou mau (*downside risk*) (ICAEW, 2011; Linsley e Shrives, 2006).

Muitos autores (Beretta e Bozzolan, 2004; Cabedo e Tirado, 2004; Dobler, 2008; Linsley e Shrives, 2006; Solomon *et al.*, 2000) e organismos, dos quais se destaca o ICAEW (1997, 2011), contribuíram para a discussão e evolução do conceito de risco nesta dupla abordagem, como Linsley e Shrives (2006), que consideram existir divulgação de risco se o leitor for informado de qualquer oportunidade ou perspectiva, ou de qualquer perigo, dano, ameaça ou exposição, que já teve impacto ou possa ainda vir a afetar a empresa, no futuro, ou a gestão de qualquer oportunidade, perspectiva, perigo, dano, ameaça ou exposição. Trata-se, como se disse, de uma definição ampla de risco que abrange riscos e incertezas positivos e negativos.

### **2.1.2. Tipologias de risco**

O *Institute of Chartered Accountants of England and Wales* (ICAEW) tem publicado diversos documentos sobre a divulgação dos riscos empresariais (ICAEW, 1997, 2011, 2015). O primeiro propõe que as empresas melhorem a divulgação dos riscos, no relatório e contas anual, através de uma demonstração, específica para o efeito, na qual indiquem quais os principais riscos que enfrentam, as ações tomadas para a sua gestão e, ainda, a indicação da forma como são mensurados (ICAEW, 1997). Para isso, apresentam, em anexo ao referido trabalho, o modelo desenvolvido pela *Artur Andersen* (*Artur Andersen Business Model Risk<sup>TM</sup>*), no qual são identificados os riscos mais comuns às diversas indústrias, agrupados em categorias para mais fácil identificação dos riscos que cada empresa enfrenta.

A tipologia de risco não é um filtro para determinar os mais importantes no reporte financeiro, uma vez que os riscos mais relevantes para os investidores variam ao longo do tempo e de acordo com a empresa, o setor de atividade e o país (ICAEW, 1997).

Beretta e Bozzolan (2004) apresentaram uma proposta de classificação dos riscos em três dimensões (estratégia da empresa, características da empresa e envolvente da empresa), que, por sua vez, se subdividem nas categorias de risco estratégico, da estrutura financeira, da estrutura orgânica, da estrutura tecnológica, de organização, do modelo de negócio, do setor de atividade, legal e da envolvente.

Cabedo e Tirado (2004) classificaram os riscos de negócio em riscos externos, riscos estratégicos e riscos financeiros. Linsley e Shrives (2006), com base no modelo evocado pelo ICAEW (1997), apresentam seis tipologias de risco, designadamente financeiros, operacionais, de capacitação, de tecnologias de informação, de integridade e

estratégicos. Este modelo tem sido utilizado em muitos dos trabalhos de investigação sobre divulgação sobre o risco (Mota, 2013; Serrasqueiro, 2013; Silva, 2015; Vandemaele *et al.*, 2009).

Por risco financeiro entende-se a possibilidade dos meios não serem geridos de forma adequada para maximizar a disponibilidade de dinheiro, para reduzir a incerteza da taxa de câmbio, da taxa de juro, de crédito e de outros riscos financeiros e a possibilidade de movimentar dinheiro rapidamente e sem perda de valor, para onde ele for mais necessário (ICAEW, 1997). Esta categoria engloba o risco de preço (taxa de juro, taxa de câmbio, capital próprio e instrumentos financeiros), o risco de liquidez e o risco de crédito.

Já os riscos não financeiros são os que não estão diretamente relacionados com os ativos e passivos financeiros, com possíveis implicações nos fluxos de caixa e rendibilidade futuros, resultantes de decisões políticas, da saúde, da segurança e de mudanças que afetam a generalidade dos negócios (ICAEW, 1997). Os riscos não financeiros podem surgir tanto de fatores internos como externos.

Dobler *et al.* (2011) constata que, apesar da crescente importância que a divulgação do risco tem tido por parte dos organismos normalizadores nos últimos anos, a regulação continua a estar muito centrada nos riscos financeiros.

Os riscos externos ou da envolvente resultam, como o nome indica, de circunstâncias exteriores à empresa, como forças sociais, políticas ou económicas, difíceis ou mesmo impossíveis de controlar (ICAEW, 1997). O benefício de conhecer estes riscos é poder combatê-los através de ações estratégicas, planos de contingência ou contratos. Já os riscos internos surgem dentro da empresa, como resultado das atividades inerentes ao seu negócio, como, por exemplo, os riscos associados a empregados, a fornecedores e aos processos produtivos (ICAEW, 1997). São considerados mais controláveis do que os riscos externos.

### **2.1.3. Medidas de risco**

A mensuração é uma questão importante na análise das divulgações dos riscos, contudo, não há uma regra uniformizada para o fazer (ICAEW, 2006). As empresas que melhor conseguirem mensurar o risco, melhor conseguirão alocar o capital internamente, decidir a forma mais eficiente de gerir o risco e, conseqüentemente, conseguirão vantagens competitivas (ICAEW, 2006), mas existem dificuldades significativas na sua

mensuração, podendo mesmo tornar-se numa tarefa problemática por falta de dados (Linsley e Shrives, 2006).

De acordo com o ICAEW (1997), as medidas mais utilizadas podem ser sintetizadas em quatro dimensões, nomeadamente, medidas contabilísticas, medidas não contabilísticas, análise de sensibilidade e *value at risk*.

As medidas contabilísticas consistem em informação divulgada nas demonstrações financeiras, que refletem riscos e incertezas, como por exemplo, contingências, valores esperados, valor atual descontado, análises de rácios, *rating*, medidas de concentração, análise de tendências e *Benchmarking*.

As medidas não contabilísticas são usadas na monitorização do risco do negócio ou de fontes externas, cujas métricas contabilísticas não dão uma resposta adequada, como por exemplo, o recrutamento e a capacidade de retenção de profissionais qualificados.

A análise de sensibilidade é um método de mensuração da exposição ao risco, aferindo o impacto, que alterações em determinadas variáveis, tem nas medidas contabilísticas ou não contabilísticas. Contudo, apresenta algumas limitações, como a necessidade de um modelo detalhado de relações causais complexas, que ocorrerão no futuro e que níveis de variação considerar, para que os resultados sejam úteis aos utilizadores da informação (ICAEW, 1997).

A metodologia do *value at risk (VaR)* foi desenvolvida para disponibilizar um quadro com o qual a gestão possa medir e monitorizar o risco de mercado dos instrumentos financeiros. Cabedo e Tirado (2004) defendem que esta metodologia é aplicável à maioria dos riscos que as empresas enfrentam, nomeadamente, ao risco de negócio, de mercado e de crédito. Contudo, existem problemas na interpretação dos dados atendendo ao número de elementos subjetivos que tem em consideração (ICAEW, 1997).

#### **2.1.4. Relevância da divulgação do risco**

Nas últimas duas décadas assistiu-se a um aumento da investigação sobre a divulgação dos riscos empresariais (Abraham e Cox, 2007; Allini *et al.*, 2016; Amran *et al.*, 2009; Beretta e Bozzolan, 2004; Deumes, 2008; Dobler *et al.*, 2011; Elzahar e Hussainey, 2012; Linsley e Shrives, 2006; Oliveira *et al.*, 2011), tendo muitos deles concluído que a informação sobre risco é insuficiente (ICAEW, 1997, 2011; Kravet e Muslu, 2011).

O paradigma, hoje em dia, dominante na contabilidade é o de proporcionar informação útil para os investidores, atuais e futuros, e outros financiadores (IASB, 2015). Se a informação contabilística divulgada pelas empresas for útil aos investidores para a tomada de decisões, estes irão incorporá-la nas suas avaliações.

Neste âmbito, a divulgação dos riscos empresariais reveste-se de especial importância, uma vez que, a par da rendibilidade, é uma das duas variáveis que mais afetam as decisões dos investidores (Cabedo e Tirado, 2004). Caso as empresas não apresentem informação sobre risco, os investidores poderão pressupor que a empresa está deliberadamente a ocultar factos negativos e, conseqüentemente, os preços das ações da empresa poderão diminuir (Bushman e Landsman, 2010). Linsley e Shrivés (2006) defendem que, mesmo que haja más notícias, estas necessitam ser divulgadas para melhorar a credibilidade do relatório anual.

Qualquer tipo de risco é relevante, mas, para que se possa aceder ao perfil de risco das empresas, apenas os significativos devem ser reportados, o que poderá ser conseguido por recurso a um mapa (ou perfil) de risco, evidenciando, de forma hierarquizada, a sua significância para o negócio bem como a probabilidade da sua ocorrência (ICAEW, 1997). A enumeração de listas exaustivas de todos os riscos que as empresas enfrentam, independentemente da sua relevância, inundaria os utilizadores de informação não pertinente e faria gorar o objetivo de identificar os principais riscos que as empresas enfrentam.

As vantagens associadas à divulgação, nomeadamente a redução das assimetrias de informação e, conseqüentemente, a redução do custo de capital (Deumes, 2008) e a alocação mais eficiente dos capitais nos mercados, resultante das decisões mais informadas por parte dos gestores (ICAEW, 2011), são outros dos aspetos que fundamentam a importância de divulgar informação sobre os riscos corporativos.

## **2.2. A divulgação da informação corporativa**

### **2.2.1. Teorias justificativas da divulgação**

Como já referido, a divulgação dos riscos empresariais enquadra-se na temática mais genérica da divulgação de informação corporativa e, ainda que com especificidades, são-lhe aplicáveis os mesmos referenciais teóricos, que seguidamente se enunciam.

Grande parte dos trabalhos de investigação desenvolvidos, como, por exemplo, Amran *et al.* (2009), Buckby (2015), Elzahar e Hussainey (2012), Hassan (2014) e Oliveira *et al.* (2011), procuram enquadrar as análises efetuadas numa ou em várias destas teorias.

### **Teoria da agência**

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato ao abrigo do qual uma ou mais pessoas (principal ou principais) acordam com outra parte (agente), que este último prestará algum serviço em seu nome, o que envolve a delegação do poder de tomadas de algumas decisões para o agente. Se ambas as partes estiverem a maximizar a sua utilidade, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre atuará no melhor interesse do principal.

A relação entre os acionistas e os gestores de uma empresa (com a inerente assimetria de informação entre as partes) enquadra-se na definição de uma relação de agência. A separação entre a propriedade e a gestão nas empresas origina problemas de agência.

Jensen e Meckling (1976) indicam que o principal poderá limitar as divergências de interesses face ao agente, estabelecendo incentivos apropriados para o agente e monitorizando-o. Contudo, é impossível para o principal assegurar que o agente tome as melhores decisões, do seu ponto de vista, sem incorrer em quaisquer custos.

Os custos de agência traduzem-se, por um lado, na perda de valor da empresa pela possível ação ineficiente do gestor, contrária aos interesses dos acionistas (privilégios excessivos ou investimentos de reduzida rendibilidade), e, por outro, na existência de custos de monitorização e de alinhamento destinados a assegurar comportamentos dos gestores adequados aos interesses dos acionistas.

Os acionistas e os credores tenderão a instituir sistemas de monitorização para aumentar o fluxo de informação sobre as atividades e para reduzir a incerteza.

Healy e Palepu (2001) indicam alguns mecanismos para resolver os problemas de agência, como os contratos com compensações acordadas, para alinhamento de interesses, os quais exigem, muitas vezes, a divulgação de informação que permita aferir o seu cumprimento, o funcionamento e composição do conselho de administração, cujo papel é monitorizar e disciplinar a gestão e os intermediários de informação (como os analistas financeiros) que participarão na produção de informação para revelar o bom ou mau uso que os gestores fazem dos recursos da empresa.

Na literatura específica sobre divulgação de riscos empresariais, designadamente nos trabalhos de investigação empírica, têm sido testados, entre outros, a natureza estrutural acionista (Abraham e Cox, 2007; Deumes e Knechel, 2008), a composição do conselho de administração, especialmente em termos de número de administradores não executivos (Abraham e Cox, 2007; Deumes e Knechel, 2008) e a independência da comissão de auditoria (Fraser e Henry, 2007).

### **Teoria da legitimidade**

Esta teoria assenta na noção que existe um contrato entre a empresa e a sociedade onde esta opera. De acordo com Suchman (1995), esta teoria evidencia se o sistema de valores de uma organização é congruente com o da sociedade e se os objetivos da organização vão ao encontro das expectativas da sociedade. A teoria da legitimidade não especifica como é que esta congruência é alcançada ou que ações devem ser levadas a cabo para que seja alcançada (Chen e Roberts, 2010).

Suchman (1995) indica que as organizações procuram legitimidade por diversas razões.

A legitimidade afeta a forma como as pessoas agem em relação à organização mas também como a compreendem. Assim, a teoria da legitimidade surge, neste contexto, como justificativa da divulgação porque as empresas são induzidas por este contrato social a divulgar voluntariamente a evolução das suas atividades. A teoria da legitimidade vê o relato como uma forma de legitimar as empresas nos seus comportamentos (Linsley e Kajuter, 2008).

### **Teoria dos *stakeholders***

Nos termos da teoria dos *stakeholders*, além dos acionistas, há diversos agentes com interesse nas empresas. Como referem Donaldson *et al.* (1995), o papel dos gestores é satisfazer um conjunto amplo de *stakeholders* e não apenas os acionistas. Consequentemente, o reporte e divulgação de informação financeira deve ter como destinatários, em pé de igualdade, os diferentes interessados na entidade (*stakeholders*).

Para efetivamente ir ao encontro das necessidades dos *stakeholders* as empresas cotadas devem melhorar a comunicação das suas capacidades de criação de valor a longo prazo, pelo aumento da informação divulgada em relação aos riscos que enfrenta e ao seu impacto esperado nos resultados futuros (Beretta e Bozzolan, 2004).

### **Teoria da sinalização**

Originalmente, a teoria da sinalização surgiu para explicar as assimetrias de informação no mercado laboral, mas tem sido aplicada em inúmeras áreas, como é o caso da divulgação voluntária, no âmbito do reporte corporativo (Campbell *et al.*, 2001).

Esta teoria tem como premissa as assimetrias de informação no mercado, que poderão ser ultrapassadas se o agente enviar um sinal, isto é, revelar informação ao principal, que o interpretará, adequando conseqüentemente o seu comportamento (Connelly *et al.*, 2011; Spence, 1973).

Assim, as empresas ao divulgarem voluntariamente informação contabilística que exceda os requisitos estabelecidos, transmitem a intenção de ter uma boa relação com os seus *stakeholders* e, simultaneamente, evidenciam as suas características distintivas, relativamente à concorrência (Campbell *et al.*, 2001).

Considerando que as empresas recorrem ao mercado de capitais para se financiarem e que os investidores necessitam de informação para a tomada de decisão, as empresas, com características acima da média, tem vantagens em sinalizá-las ao mercado. Estas podem traduzir-se em maior capacidade de atrair investimento ou obter uma reputação mais favorável (Campbell *et al.*, 2001).

Assim, a sinalização funciona como incentivo ao relato voluntário.

### **Teoria da positiva da contabilidade**

A teoria positiva da contabilidade (Watts e Zimmerman, 1978) procura encontrar os fatores explicativos das escolhas contabilísticas dos gestores e das práticas de divulgação observadas, no sentido de as compreender e prever.

Watts e Zimmerman (1978) defendem que os gestores têm um papel central na definição das normas contabilísticas seguidas, contudo, considerando que normalmente procuram maximizar a sua própria utilidade, poderão gerir as escolhas contabilísticas com base no seu próprio interesse.

Deste modo, poderão existir interesses conflitantes entre gestores e acionistas, que são minorados se, por exemplo, forem introduzidos mecanismos de alinhamento, como a remuneração dos gestores englobar planos de ações ou opções levando os gestores a procurar maximizar o valor da empresa, no seu próprio interesse (Serrasqueiro, 2013).

Numa abordagem mais abrangente, sugerem os custos de agência e outros custos associados a contratos que podem ser fatores condicionante das escolhas contabilísticas, bem como os custos políticos (Watts e Zimmerman, 1978).

### **2.2.2. Vantagens e inconvenientes da divulgação**

A divulgação dos riscos empresariais tem associado benefícios e inconvenientes, amplamente identificados na literatura.

Uma das vantagens mais referidas é a redução do custo do capital (Deumes, 2008; Deumes e Knechel, 2008; Linsley e Shrives, 2006; Solomon *et al.*, 2000). Os investidores consideram o risco, na definição do retorno que exigem aos seus investimentos, pelo que a disponibilização de informação sobre risco permite eliminar as assimetrias de informação e incertezas, não existindo assim uma penalização do prémio de risco exigido, sendo, conseqüentemente, o custo de capital mais baixo para a empresa (Botosan, 1997; Healy e Palepu, 2001).

O ICAEW (2011) acrescenta que melhorar a informação sobre risco permite aos investidores tomarem decisões de forma mais informada, o que resultará numa alocação de recursos mais eficiente. Conseqüentemente, encoraja a gestão a melhorar a própria gestão dos riscos, para que depois se possam divulgar.

A teoria da agência (Jensen e Meckling, 1976) identifica os custos de agência como consequência da monitorização do “agente”, dadas as assimetrias de informação entre “principal” e “agente”, os quais poderão ser reduzidos pela divulgação de informação por parte dos gestores.

Deumes (2008) acrescenta como vantagem a possibilidade das empresas aumentarem a sua reputação junto dos investidores. Esta melhoria da reputação, enquadrada também na teoria da legitimidade, pode ser alcançada porque se responde às solicitações da sociedade ou porque, estrategicamente, se disponibiliza informação que demonstra o alinhamento entre a empresa e os valores da sociedade (Linsley e Kajuter, 2008).

Não obstante as vantagens apresentadas, as empresas apresentam reduzida divulgação de risco (Dobler, 2008), o que se poderá atribuir, eventualmente, aos inconvenientes também identificados na literatura.

O ICAEW (2011) enumera três desafios para a divulgação dos riscos empresariais, nomeadamente, que a preparação da informação tem custos associados, a dificuldade

em identificar os riscos que a empresa enfrenta e as dúvidas quanto à fiabilidade da informação.

Deumes e Knechel (2008) indicam que os custos de produção e divulgação de informação antes referidos poderão ser excessivos para empresas de menor dimensão.

Dobler (2008) indica que a incerteza sobre se a informação se encontra disponível para os gestores, funciona como um custo de divulgação. Um gestor não informado não pode informar sobre nada, nem, inclusivamente, o facto de não estar informado, o que leva aos *stakeholders* a questionarem-se se o gestor está a reter a informação (Dobler, 2008).

Linsley e Shrives (2006) referem que um dos problemas associado à divulgação de informação prospetiva de risco é a incerteza inerente da informação, o que leva os gestores recearem que a falta de fiabilidade os exponha a litigância futura por parte de alguém que se tenha baseado nos elementos divulgados, ou ainda a perda de credibilidade.

A legislação resolveu parcialmente esta questão, introduzindo medidas que restringem a exposição dos gestores, nomeadamente, através da declaração sobre informação prospetiva, elemento integrante do próprio relatório e contas.

Acresce que, numa economia de mercado, que tem subjacente uma forte concorrência, as divulgações dos riscos que tenham informação com sensibilidade comercial, podem prejudicar a posição competitiva, conduzindo a uma inibição da divulgação (Deumes, 2008; ICAEW, 1997).

Atentas as conclusões da maioria dos estudos existentes (ICAEW, 1997, 2011; Linsley e Shrives, 2006) de que as divulgações de riscos são ainda pouco significativas, poder-se-á admitir que os inconvenientes e as limitações da divulgação dos riscos empresariais superam ainda as suas vantagens.

### **2.2.3. Divulgação obrigatória e divulgação voluntária**

A divulgação de informação pode resultar da necessidade de cumprir com requisitos dos reguladores dos mercados de capitais ou de órgãos de normalização contabilística tornados obrigatórios por mecanismos legais dos diferentes países ou, alternativamente, pode ser divulgada de forma voluntária sendo necessário, para isso, que existam incentivos económicos ou outros resultantes das diferentes teorias justificativas do relato.

A divulgação obrigatória ou voluntária é um tema que tem sido amplamente debatido (Bushman e Landsman, 2010).

Não é possível garantir que toda a informação necessária é disponibilizada de forma voluntária aos *stakeholders*, uma vez que o fenómeno da divulgação não apresenta um padrão único (Rajab e Schachler, 2009).

Assim, a regulação surge como mecanismo de garantir um nível adequado de informação (Beyer *et al.*, 2010; Healy e Palepu, 2001; Leuz e Wysocki, 2008). Contudo, importa definir o papel da regulação e qual o nível apropriado da sua intervenção, tema muito debatido pela comunidade académica (Bushman e Landsman, 2010; Leuz e Wysocki, 2008).

No caso da informação corporativa, a regulação justifica-se para minimizar o efeito das falhas de mercado, quando os gestores não têm em consideração as consequências das suas decisões de divulgação (Bushman e Smith, 2003), nomeadamente quando optam por não divulgar, de forma voluntária, toda a informação que dispõem (Beyer *et al.*, 2010).

As empresas podem divulgar a informação voluntariamente, em resultado dos incentivos económicos, ou outros, já abordados anteriormente, ou para dar cumprimento às exigências dos normativos legais, o que tem consequências, positivas e negativas, para as empresas e para o mercado (Leuz e Wysocki, 2008) .

Se no balanceamento, os incentivos superarem os custos, então os gestores estão disponíveis para divulgar a informação de forma voluntária, caso contrário, a regulação torna-se necessária.

Quanto as vantagens da divulgação superam os inconvenientes, poder-se-ia supor que a regulação é desnecessária, já que as empresas têm incentivos para divulgar (Healy e Palepu, 2001).

Dobler *et al.* (2011) constata que, reconhecendo a importância da divulgação do risco e as ineficiências de funcionamento do mercado, os organismos responsáveis pela normalização contabilística e as comissões de valores mobiliários tem melhorado os requisitos, durante os últimos anos.

Tendo em vista a caracterização da divulgação do risco em Portugal e na Bélgica, mais concretamente, no âmbito do relato semestral, apresenta-se sumariamente a regulação existente, aplicável às empresas não financeiras, cujos valores mobiliários estejam

admitidos à negociação num mercado regulado, dado que é desta população que foi seleccionada a amostra.

### **2.2.3.1.Regulação do Governo Corporativo em Portugal e na Bélgica**

Em Portugal, a informação anual sobre o governo das sociedades encontra-se regulada pelo artigo 245º-A do Código de Valores Mobiliários, que, em complementaridade com o Regulamento da CMVM nº 4/2013 dá indicações sobre alguma da informação a incorporar neste relatório.

Note-se que não existe um código de governo das sociedades, apesar de já existir uma proposta, ainda não aprovada, emitida pelo IPCG (2016) e que toda esta regulamentação incide sobre o relato anual.

Na Bélgica, em 2009, foi aprovado o código de governo corporativo muito mais extenso nas orientações para elaboração deste documento e, à semelhança de Portugal, o seu âmbito também é o relato anual.

### **2.2.3.2.Regulamentação da divulgação do risco em Portugal e na Bélgica**

Em Portugal, a regulamentação sobre a informação semestral exigida às entidades com títulos cotados em bolsa está definida no Código dos Valores Mobiliários, mais concretamente no seu artigo 246º. O nº 2 indica que o relatório de gestão intercalar deve conter uma descrição dos principais riscos e incertezas para o segundo semestre.

O artigo 9º do Regulamento da CMVM nº 5/2008 acrescenta alguns elementos que devem constar na informação semestral disponibilizada

O artigo 246º do CVM reflete a transposição para o normativo nacional português da Directiva 2004/109/CE, regulação existente ao nível europeu que aborda a divulgação do risco no âmbito do relato semestral.

Complementarmente, note-se que ao nível do relato trimestral, não é feita exigência explícita de divulgação de risco, no âmbito do artigo 246.º-A do CVM, que indica quais os emitentes obrigados à prestação de informação trimestral.

Já ao nível das contas anuais, o CSC estabelece, nos artigos 66º e 508º-C, que o relatório de gestão deve conter uma descrição dos principais riscos e incertezas, indicar os objectivos e políticas em matéria de gestão dos riscos financeiros e ainda descrever

os principais elementos dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos do grupo no âmbito da elaboração das contas consolidadas.

Já na Bélgica, a regulamentação sobre a informação semestral exigida às entidades com títulos cotados em bolsa está definida no *Royal Decree of 14 November 2007*, mais concretamente no seu artigo 13º. O §5 indica que o relatório de gestão intercalar deve conter uma descrição dos principais riscos e incertezas para o segundo semestre.

Já ao nível das contas anuais, *Code des Societes* estabelece, nos artigos 96º e 119º, que o relatório de gestão deve conter uma descrição dos principais riscos e incertezas, indicar os objectivos e políticas em matéria de gestão dos riscos financeiros e ainda descrever os principais elementos dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos do grupo no âmbito da elaboração das contas.

Ao nível do normativo contabilístico, tanto em Portugal como na Bélgica, a partir de 2005, as normas internacionais de contabilidade (IFRS) passaram a ser adotadas obrigatoriamente para as entidades cotadas e, nesse contexto, a divulgação de informação financeira intercalar passou a estar regulada, de forma mais específica, pela norma IAS 34 – Relato Financeiro Intercalar.

O relatório financeiro intercalar contempla um conjunto completo de demonstrações financeiras, como descrito na IAS 1 ou, alternativamente, um conjunto de demonstrações financeiras condensadas, como descrito na IAS 34.

Os requisitos de divulgação constantes das IFRS diferem quanto às tipologias de riscos financeiros e não financeiros pois, para os primeiros, existem exigências específicas, designadamente, nas IFRS 7, IAS 32 e IAS 39.

### **2.3. O relato intercalar**

Avaliar a pertinência do relato intercalar envolve, para além da compreensão dos requisitos legais apresentados no ponto anterior, perceber o acréscimo de utilidade desta informação.

A estrutura conceptual do IASB (2015) identifica, como principal objetivo do relato financeiro, fornecer informação financeira sobre a entidade que seja útil a um vasto leque de entidades, entre elas atuais e potenciais investidores e credores.

Para que a informação seja considerada útil, deve ter determinadas características qualitativas, nomeadamente a relevância, a fiabilidade, a compreensibilidade, e a comparabilidade (IASB, 2015)

Para que a informação seja relevante deve ser, entre outras características, tempestiva. A tempestividade traduz-se na disponibilização de informação “a tempo” de ser considerada no processo de tomada de decisão pois a informação mais antiga é considerada menos útil (IASB, 2015).

Elzahar e Hussainey (2012) e Healy e Palepu (2001) indicam que o relato intercalar é um mecanismo efetivo de melhorar a divulgação.

O ICAEW (1997) indica que, idealmente, a informação de risco deveria ser reportada continuamente para que o investidor atualizasse permanentemente o seu conhecimento da empresa. Contudo, o reporte em tempo real não é possível, atendendo aos já mencionados custos da divulgação de informação. Ainda o ICAEW (2011) constata que o ciclo anual de reporte não é adequado para efeitos de reporte de risco, uma vez que os riscos não mudam apenas uma vez por ano.

Os riscos que as empresas enfrentam são determinados pelos seus modelos de negócio e localização e, se há alguns que se mantem relativamente constantes ao longo do ano, outros há que têm elevada volatilidade.

Albuquerque e Santos (2013) enumeram vários trabalhos sobre relato intercalar, contudo, especificamente sobre divulgação de risco no âmbito do relato intercalar identificamos apenas os de Carlshagen (2014), Christie (2014), Elzahar e Hussainey (2012), Filzen (2015), Khaledi (2014) e Mubarok (2013) que serão, seguidamente, revistos em pormenor.

#### **2.4. Revisão de estudos empíricos sobre divulgação do risco**

Nos últimos anos, a procura pelo reporte dos riscos empresariais cresceu, assim como a análise da divulgação do risco (Abraham e Shrivess, 2014). A informação divulgada pelas empresas tem aumentado substancialmente, contudo, surgem questões sobre a qualidade e utilidade da informação divulgada (Abraham e Shrivess, 2014; ICAEW, 2011).

A literatura destaca algumas vantagens que fundamentam a pertinência da divulgação do risco, nomeadamente, melhorar os fluxos de informação entre investidores e

empresa, o que reduzirá as assimetrias de informação entre ambos (Solomon *et al.*, 2000), o facto de permitir aos investidores diversificar de forma mais eficiente o seu portefólio (Abraham e Cox, 2007) e reduzir o custo de capital (Linsley e Shrives, 2006; Solomon *et al.*, 2000) pois os investidores poderão, assim, reduzir a parte do prémio de risco que é incorporado no custo de capital (Linsley e Shrives, 2006).

Elzahar e Hussainey (2012) analisaram os determinantes da divulgação nos relatórios intercalares, para uma amostra de 72 empresas não financeiras no UK. O estudo empírico indica que as variáveis setor de atividade e dimensão da empresa são explicativas do nível de divulgação dos riscos nos relatórios intercalares, enquanto as restantes (rentabilidade, liquidez, sinalização e cotação) não o são. As características de *Corporate Governance* (estrutura do capital accionista, dimensão do conselho de administração, dualidade de funções; composição da direcção, tamanho do comissão de auditoria) também apresentaram relação pouco significativa com níveis de divulgação do risco nos relatórios financeiros intercalares.

Mubarok (2013) analisou, recorrendo a análise de conteúdo, 78 relatórios intercalares, de empresas não financeiras cotadas no *IDX* em 2011. O autor concluiu que a empresa estar cotada em mais que um país e a dimensão do conselho de administração estão positivamente relacionados com a divulgação de risco corporativo, já as variáveis a estrutura acionista, composição do conselho de administração, setor de atividade, dimensão, rentabilidade, endividamento (*gearing*) e liquidez não apresentam relação significativa com a divulgação de risco corporativo intercalar.

Khaledi (2014) analisou quais os determinantes do relato intercalar, em empresas não financeiras suecas. A amostra, composta por 166 empresas, abrangeu um período de 10 anos, o que resultou em 4.849 relatórios intercalares. Com recurso à análise de conteúdo automática, assistida por um *software* desenhado especificamente para o efeito, foi recolhida a informação sobre divulgação de risco, sendo considerada divulgação, sempre que a frase continha uma das palavras predefinidas. Das características da empresa e mecanismos de governo corporativo, identificou que a dimensão e a comissão de auditoria apresentam uma relação positiva com significância estatística com o nível de divulgação de risco, uma relação negativa entre a estrutura acionista familiar e divulgação de risco e ausência de relação significativa entre a variável dependente e o endividamento (*leverage*).

Carlshagen (2014) analisou noventa relatórios anuais e noventa relatórios intercalares, de empresas não financeiras, cotadas em 2012 no *Nasdaq OMX Stockholm*, de forma a

comparar os padrões de divulgação de risco nestes dois momentos. Concluiu que as empresas divulgam consideravelmente mais riscos estratégicos, operacionais e financeiros no relatório e contas anual, comparativamente ao relatório intercalar. Adicionalmente, inferiu que a dimensão das empresas está positivamente relacionada com a quantidade de informação sobre risco e, ainda, que a indústria influencia o nível de divulgação de risco. Já o endividamento (*leverage*) não se mostrou explicativo da divulgação de risco no relato anual e intercalar.

Christie (2014) analisou 105 relatórios intercalares de empresas industriais cotadas no *Bursa Efek Indonesia*, entre 30 de junho de 2011 e 2013. Os resultados permitiram concluir que a rentabilidade e rácio de endividamento (*leverage*) estão positivamente relacionados com a divulgação do risco corporativo, a concentração da estrutura acionista está negativamente relacionada com a divulgação do risco e as variáveis, dimensão do conselho de administração, composição do conselho de administração e dimensão da comissão de auditoria, não apresentaram relações significativas com a divulgação do risco.

Apesar dos trabalhos de Carlshagen (2014), Christie (2014) e Mubarok (2013) serem monografias apresentadas nas línguas nativas dos autores, considerou-se pertinente incluí-los nesta revisão, atendendo às suas características, muito próximas das deste trabalho.

Filzen (2015) analisou o capítulo dos *risk factor*, obrigatório, nos relatórios trimestrais, de empresas cotadas nos EUA, no período entre 2006 e 2010, com auxílio de um programa informático. Concluiu que as empresas, que fazem atualizações aos seus *risk factor*, apresentam um retorno significativamente mais baixo próximo da data de apresentação da informação, comparativamente às empresas que não fazem qualquer atualização. O autor inferiu ainda que as empresas apresentam resultados futuros mais baixos e maior probabilidade de choques negativos nos resultados. Os resultados sugerem que as divulgações obrigatórias introduzidas pela SEC estão a ser bem-sucedidas na disponibilização atempada de más notícias.

No âmbito do relato anual, apresenta-se ainda a revisão dos seguintes trabalhos.

Linsley e Shrivés (2006) analisaram a divulgação do risco nos relatórios anuais do ano 2000, numa amostra de 79 empresas não financeiras do Reino Unido. As conclusões indicam que o número de divulgações de risco está relacionado com a dimensão da empresa, medida pela capitalização bolsista e volume de negócios, e o risco ambiental,

medido pelo *Innovest EcoValue'21* e *Índice BiEX*. Os autores não identificaram associação entre o número de divulgações de risco e um conjunto de outras variáveis, nomeadamente, o rácio de endividamento (*gearing*), a cobertura de ativos, o fator beta e o rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico dos capitais próprios. Quanto à caracterização das divulgações, verificaram predominância dos riscos estratégicos, operacionais e financeiros, e no que concerne às características semânticas, registaram preponderância das divulgações qualitativas, sobre o futuro e com impacto positivo

Dobler *et al.* (2011) efetuaram uma investigação sobre os atributos e a quantidade de divulgação do risco e a sua relação com o nível de risco das empresas. A amostra composta por 160 empresas do setor produtivo, abrange os países EUA, Canadá, Reino Unido e Alemanha. Os relatórios anuais de 2005 foram analisados de forma abrangente, englobando as notas às demonstrações financeiras e o relatório de gestão. Os autores concluíram que a divulgação de risco é predominante nos relatórios de gestão, concentra-se nos riscos financeiros, e compreende pouca quantificação e informação previsional. Em termos de quantidade, os EUA geralmente dominam.

Oliveira *et al.* (2011) avaliaram as práticas de divulgação do risco nos relatórios anuais de 2005, de empresas portuguesas não financeiras. Na amostra contemplaram 81 empresas, das quais 42 eram cotadas. As conclusões apontam para uma divulgação de risco vaga, genérica, qualitativa, referente ao passado, dispersa ao longo do relatório e inadequada face às necessidades de informação dos *stakeholders*. Os resultados identificaram ainda relação significativa entre as variáveis dimensão, tipo de auditor, endividamento, sensibilidade ambiental, cotação bolsista e existência de administradores não executivos com o nível de divulgação de risco empresarial.

### **3. METODOLOGIA**

#### **3.1. Paradigma de investigação**

O processo de investigação é condicionado pela posição ontológica do investigador e pela sua posição epistemológica. Os diferentes posicionamentos geram diferentes paradigmas de investigação, nomeadamente, o positivismo, o interpretativismo e o construtivismo.

Na perspetiva ontológica, o paradigma positivista assume que a realidade é objetiva e independente do investigador. Na perspetiva epistemológica, a investigação tende a ser explicativa, validando-se o conhecimento pela confirmação de teorias previamente formuladas, procurando relações causa-efeito e generalizando os resultados a partir de uma amostra representativa da população.

Mais concretamente, na investigação em contabilidade financeira, em auditoria, em fiscalidade e em divulgação de informação corporativa, o paradigma de investigação dominante tem sido o positivista, enquanto no domínio da contabilidade de gestão se tem vindo a assistir a uma maior dominância de estudos com metodologias interpretativistas ou construtivistas.

Assim, do ponto de vista ontológico e epistemológico, o presente trabalho será desenvolvido tendo por base a investigação positiva, que assenta na formulação de hipóteses para cada um dos objetivos estabelecidos, sendo testadas por procedimentos estatísticos (Thiéart *et al.*, 2001).

#### **3.2. Objetivos**

O objetivo geral do presente estudo é descrever a forma como as empresas portuguesas e belgas divulgam os riscos nos relatórios financeiros semestrais.

O objetivo geral decompõe-se em três objetivos específicos, nomeadamente: (i) caracterizar as divulgações efetuadas, (ii) identificar um modelo explicativo do nível de divulgação de risco, e (iii) comparar os padrões de divulgação dos relatórios financeiros portugueses e belgas.

#### **3.3. Hipóteses**

Quanto ao primeiro objetivo específico, de caracterizar as divulgações efetuadas, foram consideradas duas dimensões, nomeadamente, as tipologias de risco e os atributos das divulgações.

As empresas enfrentam diferentes tipos de risco, sendo a principal diferenciação entre riscos financeiros e não financeiros. Esta distinção é adotada na maioria dos trabalhos sobre divulgação de risco (Dobler *et al.*, 2011; Linsley e Shrives, 2006; Mokhtar e Mellett, 2013; Oliveira *et al.*, 2011), mas a própria regulação também tem diferentes requisitos de divulgação, consoante sejam riscos financeiros ou não financeiros, o que pode determinar diferentes padrões de divulgação.

Os atributos das divulgações referem-se a algumas características qualitativas da informação, nomeadamente se são quantificadas, qual o momento temporal a que se referem e ainda o seu impacto na empresa. Estes atributos têm sido utilizados em muitos dos estudos empíricos sobre divulgação de risco (Dobler *et al.*, 2011; Linsley e Shrives, 2006; Mokhtar e Mellett, 2013; Oliveira *et al.*, 2011).

Assim, para dar resposta ao primeiro objetivo, formularam-se as seguintes hipóteses de investigação:

### **Divulgação de riscos financeiros e não financeiros**

Os riscos financeiros, como já referido, estão sujeitos a maior regulação, estando a divulgação dos riscos não financeiros muito dependente da discricionariedade dos preparadores da informação. Dobler (2008) e Mokhtar e Mellett (2013) indicam que tal se deve aos requisitos de divulgação vagos e à falta de linhas orientadoras quanto à forma de divulgar, deixando este tema entregue ao arbítrio dos administradores. Nos trabalhos empíricos, que incidem sobre as diferentes tipologias de risco e os analisam individualmente, Abraham e Cox (2007) não encontraram uma tendência dominante quanto à predominância de divulgação. Nos restantes trabalhos revistos, o número de divulgações de riscos não financeiros é significativamente superior ao número de divulgações de riscos financeiros (Dobler *et al.*, 2011; Linsley e Shrives, 2006; Oliveira *et al.*, 2011), o que conduz à formulação da seguinte hipótese:

**Hipótese 1:** O número de divulgações de riscos não financeiros é significativamente superior ao número de divulgações de riscos financeiros.

### **Divulgação dos riscos de forma quantificada e não quantificada**

Para melhorar a qualidade da divulgação do risco, tem sido proposto que as empresas quantifiquem o risco sempre que possível (Beretta e Bozzolan, 2004). A quantificação do risco permite ao utilizador avaliar qual o impacto potencial na empresa.

Beretta e Bozzolan (2004) defendem que a quantidade de divulgação não é uma medida satisfatória da qualidade da divulgação e propõem que a qualidade dependa da quantidade e também da riqueza da informação. Uma das dimensões da proposta destes autores é se a divulgação informa do impacto (de forma qualitativa ou quantitativa) que o risco pode ter na empresa.

A divulgação de forma quantificada permite, assim, aumentar a utilidade aos utilizadores da informação. Beretta e Bozzolan (2004) e Linsley e Shrives (2006) defendem, por isso, que a divulgação dos riscos deverá ser, sempre que possível, quantificada.

Contudo, existem dificuldades associadas à mensuração do risco, seja por falta de dados, seja pelas próprias técnicas de mensuração, aplicáveis em circunstâncias limitadas (Linsley e Shrives, 2006). A administração tem, pois, que exercer o seu julgamento na determinação da dimensão do risco e possível impacto na empresa, que pode ser sempre diferente da estimativa. A divulgação de estimativas quantificadas do risco deixa a administração exposta a eventual litigância quando as decisões de investimento tiveram por base estimativas não confirmadas, o que conduz a uma maior propensão, por parte dos administradores, a descrever e discutir os riscos no relatório anual sem facultar estimativas quantificadas dos possíveis impactos (Linsley e Shrives, 2006).

Os resultados de investigações anteriores mostram que, apesar da óbvia maior utilidade, é diminuta a divulgação obrigatória dos riscos de forma quantificada, o que pode confirmar que, para além dos problemas de quantificação, existem também incentivos à não divulgação da informação quantificada (Dobler, 2008).

Nos trabalhos realizados por Dobler *et al.* (2011), Linsley e Shrives (2006) e Oliveira *et al.* (2011), as divulgações de risco não quantificadas superaram as quantificadas, pelo que se formulou a hipótese:

**Hipótese 2:** O número de divulgações de risco não quantificadas é significativamente maior do que o número de divulgações de risco quantificadas.

### **Divulgação dos riscos e orientação temporal**

Para além da informação prospectiva ser mais útil aos *stakeholders* na tomada de decisão, do que informação histórica, os gestores tenderiam a facultar informação prospectiva como forma de sinalizar as suas competências e a eficácia da gestão do risco, não fosse a sua provável relutância na divulgação da informação prospectiva sobre risco (Dobler, 2008; Linsley e Shrives, 2006).

Linsley e Shrives (2006) explicam que um dos problemas associado a divulgação do risco sobre o futuro é a incerteza inerente à informação, o que leva os gestores a recear que a falta de fiabilidade os exponha a litigância futura por parte de alguém que se tenha baseado nos elementos divulgados. Além disso, existe pouca informação prospectiva de divulgação obrigatória (Dobler *et al.*, 2011).

As conclusões da maioria dos trabalhos de investigação vão no sentido de que a divulgação do risco com referências ao passado é muito superior que as divulgações prospectivas (Dobler *et al.*, 2011; Oliveira *et al.*, 2011; Silva, 2015). Estas conclusões são consistentes com a teoria da legitimidade, segundo a qual a informação sobre o passado, por ser mais fiável, tem menos potencial de gerar problemas reputacionais (Oliveira *et al.*, 2011). Contrariamente a esta tendência dominante referida na literatura, Linsley e Shrives (2006) concluíram que a divulgação de risco prospectiva superava a divulgação de risco sobre o passado.

Quanto à comparação entre as divulgações com e sem orientação temporal, apenas se identificou o trabalho de Serrasqueiro (2013), que concluiu não existirem diferenças significativas entre as divulgações com e sem indicação expressa ao momento a que se referem. A grande maioria dos trabalhos sobre divulgação de risco não autonomiza esta variável (Dobler *et al.*, 2011; Mokhtar e Mellett, 2013). Apesar da maior utilidade das divulgações com orientação temporal, tendo por base as conclusões do trabalho de Serrasqueiro (2013), formula-se a seguinte hipótese:

**Hipótese 3:** O número de divulgações de risco com orientação temporal não é significativamente maior do que o número de divulgações de risco sem orientação temporal.

Atendendo aos receios dos gestores (litigância e perda de reputação) e a tendência dominante ao nível da investigação, formula-se ainda a seguinte hipótese:

**Hipótese 3a:** O número de divulgações de risco sobre o passado é significativamente maior do que o número de divulgações de risco sobre o futuro.

### **Divulgação dos Riscos e Impacto**

Como indicado na revisão de literatura, o conceito de risco adotado neste trabalho é abrangente, isto é, engloba acontecimentos com impacto positivo e acontecimentos com impacto negativo, seguindo a prática de alguns trabalhos anteriores (ICAEW, 1997; Linsley e Shrives, 2006).

Linsley e Shrives (2006) referem as motivações conflitantes dos gestores no momento de divulgar riscos. Se, por um lado, por gestão da imagem da empresa ou do seu próprio interesse, estes podem optar por omitir as más notícias, desde que não incorram em custos legais ou reputacionais excessivos, por outro, o interesse dos próprios pode levá-los a divulgar as más notícias, de uma forma que lhes seja mais conveniente, culpabilizando terceiros como prescrito pela *attribution thory* e pela *impression management thory* (Merkl-Davies *et al.*, 2011).

Oliveira *et al.* (2011) concluíram que o número de divulgações de risco com boas notícias era muito semelhante ao número de divulgações com más notícias, o que, segundo os autores, é consistente com as teorias da agência e da legitimidade, na medida em que os gestores promovem uma imagem de proatividade pela divulgação sobre o risco e gestão de risco, de forma a reduzir assimetrias.

Embora Linsley e Shrives (2006) tenham concluído que a quantidade de divulgação de riscos positivos (boas notícias) é superior à dos riscos negativos (más notícias), ao formular a hipótese, indicam que a quantidade de boas e más notícias é variável e não é possível pré-determinar um padrão de divulgação.

Linsley e Shrives (2006) e Mokhtar e Mellett (2013) autonomizaram a variável divulgação de risco sem impacto, mas não realizaram qualquer tipo de inferência, limitando-se a apresentar a estatística descritiva da variável. Já Serrasqueiro (2013) concluiu que as divulgações com impacto não diferiam significativamente das divulgações sem impacto.

Assim, formular-se a seguinte hipótese:

**Hipótese 4:** O número de divulgações de risco com impacto não é significativamente diferente do número de divulgações de risco sem impacto.

Dada a tendência dominante na investigação, a evidência empírica até ao momento e a imprevisibilidade de um padrão de divulgação quanto ao impacto, formula-se ainda a seguinte hipótese:

**Hipótese 4a:** O número de divulgações de risco com impacto positivo não é significativamente diferente do número de divulgações de risco com impacto negativo.

No que concerne ao segundo objetivo, de identificar um modelo explicativo do nível de divulgação de risco, formulou-se um conjunto de hipóteses, sendo que cada uma delas procura avaliar em que medida determinada característica das empresas, na presença de outras, de um conjunto selecionado, pode ser explicativa do nível de divulgação dos riscos empresariais.

São vários os trabalhos sobre divulgação de risco (Allini, *et al.*, 2016; Al-Maghzom, A. *et al.* 2016; Mokhtar e Mellett, 2013; Moumen *et al.*, 2016) que têm seguido esta abordagem de investigação.

A tendência de investigação mais recente tem-se centrado nas características das empresas relacionadas com os modelos de governo corporativo adotados, na medida em que, constituindo estes um mecanismo disciplinador que visa diminuir os custos de agência, seria exetável que as suas várias dimensões pudessem explicar o nível de divulgação de risco.

Adicionalmente, tanto o tamanho das empresas como o setor de atividade e o seu nível de risco, são variáveis sistematicamente incluídas nos modelos.

No caso específico do tamanho, esta característica é tida como explicativa da generalidade dos estudos sobre divulgação de informação corporativa (*size explains everything*), e em particular nos trabalhos sobre divulgação de risco (Dobler *et al.*, 2011; Khlif e Hussainey, 2016), o que se poderá justificar por as empresas de maior dimensão terem maiores economias de escala produzindo informação de forma mais económica e com custos de informação proprietária mais reduzidos (Raffournier, 1995), mas também pela necessidade de reduzir os seus maiores custos de agência (Jensen e Meckling, 1976) e pela necessidade de satisfazer as exetativas de grupos de interesse mais alargados (Dowling e Pfeffer, 1975 e Freeman, 1984).

Assim, as características das empresas testadas foram, para além do tamanho, utilizado como variável de controlo, o setor de atividade, o nível de risco, a remuneração do conselho de administração, a existência da comissão de gestão de risco, o peso dos administradores não executivos independentes, o peso das mulheres no conselho de administração e a dualidade de funções (Presidente da Comissão Executiva/Presidente do Conselho de Administração).

Estas características têm sido testadas por outros trabalhos e os resultados não são unânimes, existindo apelos por mais investigação sobre estas temáticas.

Tendo por base a evidência empírica anterior, e em articulação com as teorias justificativas do relato, foram formuladas as seguintes hipóteses.

### **Setor de atividade**

O tipo de indústria pode ser uma variável importante na explicação da divulgação de risco (Beretta e Bozzolan, 2004). Certas empresas, como as petrolíferas, são mais sensíveis e, naturalmente, alvo de maior atenção por parte das pessoas e dos organismos governamentais (Rajab e Schachler, 2009). Consequentemente, como indicam Mokhtar e Mellett (2013), estas empresas tenderão a divulgar mais informação sobre risco nos seus relatórios e contas anuais de forma a legitimar as suas atividades e confirmar o seu cumprimento com os valores da sociedade.

A teoria da sinalização sugere que empresas do mesmo setor de atividade têm maior probabilidade de adotar o mesmo nível de divulgação. Se uma empresa dentro de um setor não segue as mesmas práticas dos seus pares, tal poderá ser interpretado como sinal de ocultação de más notícias (Khlif e Hussainey, 2016).

Diferentes indústrias poderão ser influenciadas por constrangimentos diferentes e únicos ao seu negócio. Consequentemente, o tipo de riscos e nível de divulgação será diferente entre setores, de acordo com a complexidade das atividades subjacentes à criação de valor e a extensão à exposição de risco de cada um (Elzahar e Hussainey, 2012).

Nos estudos sobre divulgação de risco, alguns trabalhos investigaram a relação entre os níveis de divulgação e o setor de atividade, contudo os resultados não são consensuais. Beretta e Bozzolan (2004) e Mokhtar e Mellett (2013) concluíram que o setor de atividade não é uma variável explicativa da divulgação de risco, contrariamente a Elzahar e Hussainey (2012), que identificaram uma relação positiva entre a divulgação de risco e a indústria em que a empresa opera. Também Amran *et al.* (2009) concluíram existir essa relação, mas apenas nalguns tipos de indústria (infra-estruturas e tecnologia). Ahmad *et al.* (2015) utilizaram o tipo de indústria como variável de controlo, a qual apresentou uma associação estatisticamente significativa com o nível de divulgação de risco.

Assim, como os resultados dos estudos anteriores não coincidem quanto ao sentido, formulou-se a seguinte hipótese:

**Hipótese 5:** O setor de atividade não influencia o número de divulgação de risco.

### **Nível de risco**

Vários estudos testaram a relação entre o endividamento, como possível medida de risco, e a quantidade de divulgação de risco (Linsley e Shrivess, 2006).

As empresas caracterizadas por um elevado rácio de endividamento tendem a ser mais especulativas e ter maior risco (Elshandidy *et al.*, 2013; Khlif e Hussainey, 2016).

A teoria da agência sugere que os custos de agência aumentam com maiores níveis de endividamento (Elzahar e Hussainey, 2012). Os credores de empresas com elevados níveis de endividamento podem introduzir cláusulas mais restritivas nos contratos, o que aumenta os custos de agência e monitorização (Khlif e Hussainey, 2016). Assim, para reduzir as assimetrias de informação, os credores encorajam a gestão a divulgar mais informação (Amran *et al.*, 2009). A informação de risco relacionada com o mercado, o crédito e o controlo interno pode ter um papel importante na mitigação das preocupações dos credores sobre a solvência da empresa e a sua capacidade de gerar suficientes fluxos de caixa no futuro (Rajab e Schachler, 2009).

Também a teoria da sinalização indica que os gestores divulgam informação sobre risco quando a empresa tem um elevado rácio de endividamento e pretendem sinalizar aos investidores e credores a capacidade da empresa dar cumprimento aos seus compromissos de curto e longo prazo (Elzahar e Hussainey, 2012).

Contudo, Linsley e Shrivess (2006) referem que empresas com elevados níveis de risco podem não querer chamar a atenção para esses riscos e serem relutantes na sua divulgação.

A evidência empírica sobre a associação entre o rácio de endividamento e a divulgação do risco é mista. Alguns estudos apresentam uma relação positiva entre o endividamento e a divulgação do risco (Ahmad *et al.*, 2015; Deumes e Knechel, 2008; Hassan, 2009; Khlif e Hussainey, 2016; Oliveira *et al.*, 2011), mas outros identificam uma associação negativa (Dobler *et al.*, 2011; Miihkinen, 2012; Ntim *et al.*, 2013) e outros, ainda, ausência de associação significativa entre as duas variáveis (Abraham e Cox, 2007).

Assim, tendo por base a teoria da agência e a teoria da sinalização, formulou-se a seguinte hipótese:

**Hipótese 6:** O nível de endividamento influencia o número de divulgação de risco.

### **Remuneração do Conselho de Administração**

A questão crucial da teoria da agência advém de encontrar a forma mais eficiente ou o contrato com a estrutura de incentivos e compensações ótimos que permita alinhar a atuação do agente com os interesses do principal (Lajili, 2009). A estruturação das métricas de avaliação de performance relevantes e fiáveis, a exposição ao risco e a patilha de risco subjacente aos diferentes esquemas remuneratórios, assim como as funções de utilidade e preferências de cada uma das partes, devem ser analisadas antes da contratualização do esquema remuneratório. Adicionalmente, atendendo à natureza incompleta e não abrangente que caracteriza os contratos (especificamente porque os riscos e incertezas das transações de negócio futuras e a impossibilidade de prever todas as possíveis contingências), estes devem ser revistos e renegociados de forma continuada ao longo do tempo (Lajili, 2009).

Ainda existe pouca investigação sobre a relação entre a remuneração e o nível de divulgação de risco.

Lajili (2009) procurou relacionar as características da administração (de entre as quais se destaca, o esquema remuneratório do Presidente da Comissão Executiva) com a quantidade de divulgação sobre gestão de risco, obtendo conclusões mistas. Por um lado, identificou uma relação negativa entre as compensações do Presidente da Comissão Executiva (CEO), cuja métrica foi os benefícios atribuídos através de planos de ações e opções, e a intensidade de divulgação de risco, por outro, quando o peso dos planos de ações, opções e prémios pagos no total da remuneração foi considerado como medida das compensações do Presidente da Comissão Executiva, identificou uma relação positiva com a divulgação de risco, mas sem significância estatística.

Martikainen *et al.* (2015) incidiram a sua investigação sobre a possível associação entre a remuneração dos administradores não executivos e o reporte do risco, apresentando argumentação em dois sentidos. Por um lado, esperam uma relação positiva, uma vez que uma melhor remuneração da administração refletir-se-á na sua motivação para maximizar o valor de mercado da empresa e, conseqüentemente, para melhorar a divulgação de risco corporativo. Por outro lado, esperam uma relação negativa.

Assumindo que o mercado de trabalho não é eficiente, os administradores melhor remunerados podem sentir que já demonstraram o mérito do seu trabalho e que não é mais necessário demonstrar as suas capacidades ao mercado, pelo que não têm qualquer incentivo em melhorar a divulgação do risco corporativo. Adicionalmente, o efeito negativo de uma remuneração alta dos administradores não executivos na divulgação do risco pode também resultar num maior nível de risco da empresa.

Porque maiores níveis de risco estão relacionados com maiores níveis de volatilidade e aumentam as assimetrias de informação no mercado, revelar detalhes sobre a informação sobre risco pode ter um efeito adverso no valor da empresas porque pode não ser tratado tendo um efeito positivo na redução das assimetrias de informação. Também Martikainen *et al.* (2015) apresentaram resultados mistos. Se, por um lado, identificaram uma relação positiva entre os administradores não executivos que têm opções ou ações da empresa, como forma de remuneração, e a divulgação de risco, por outro, concluíram que os salários dos administradores não executivos estão negativamente relacionados com a quantidade de divulgação de informação sobre risco. Os autores indicam que esta última relação identificada pode ser explicada porque empresas com maiores níveis de risco pagam salários mais altos, uma vez que as desvantagens de serem demasiado transparentes superam as respetivas vantagens. Outra explicação é que os membros do conselho de administração melhor remunerados podem sofrer danos morais, pelo que não tem incentivos reais a melhorar a divulgação de risco da empresa.

Esta variável também tem sido considerada noutras áreas de investigação, veja-se por exemplo o trabalho de Ahmad *et al.* (2016), que estuda a influência da remuneração na performance da empresa.

Atendendo à reduzida investigação realizada até ao momento, que não permite concluir sobre a tendência dominante e, ainda, à teoria da agência, formulou-se a hipótese nos seguintes termos:

**Hipótese 7:** A remuneração do conselho de administração influencia positivamente o número de divulgação de risco.

### **Comissão de Gestão de Risco**

Birt *et al.* (2013) indicam que o uso de instrumentos financeiros complexos apresentou desafios adicionais às empresas no que concerne à gestão de risco, sendo que as

comissões de auditoria e de gestão de risco estão a ser cada vez mais intervenientes na gestão dos riscos operacionais, financeiros e económicos. Fraser e Henry (2007) indicam que as comissões de gestão de risco têm, geralmente, maior conhecimento e especialização no conjunto de temas que afetam a gestão de risco de uma organização. Os autores referem, ainda, que as comissões de gestão de risco com um conhecimento mais profundo são percecionadas como uma melhor forma para monitorizar a qualidade da gestão de risco, quando comparado com as comissões de auditoria.

Vandemaele *et al.* (2009) argumentam que empresas com comité de risco ou gestor de risco são mais propensas a dar importância à divulgação de risco que as empresas que os não têm. Contudo, no estudo realizado, concluíram que a existência de uma comissão de gestão de risco não influencia o nível de divulgação de risco. Buckby (2015), por seu turno, identificou uma relação positiva com todos os índices de divulgação de risco.

Poucos autores investigaram a influência desta característica de governo corporativo no nível de divulgação de risco. Assim, dada a reduzida evidência empírica anterior, formula-se a hipótese nos seguintes termos:

**Hipótese 8:** A existência de uma comissão de gestão de risco influencia positivamente o número de divulgação de risco.

### **Proporção de Administradores não executivos independentes**

O Conselho de Administração inclui um conjunto de administradores executivos e não executivos, com diferentes posicionamentos relativamente à divulgação (Abraham e Cox, 2007). Por um lado, os administradores executivos são empregados a tempo inteiro da empresa, desempenham funções executivas, tendo, por isso, insuficientes incentivos para aumentar a divulgação corporativa dado que o seu exercício de funções poderá ser mais escortinado (Abraham e Cox, 2007).

Por outro lado, dos administradores não executivos é esperado que desempenhem um papel crucial na monitorização da performance dos administradores executivos e limitem o seu oportunismo, o que pode reduzir os conflitos de agência entre gestores e proprietários (Moumen *et al.*, 2016).

Em particular, a existência de administradores independentes pode ajudar a reduzir as assimetrias de informação e melhorar a qualidade da informação divulgada (Allini *et al.*, 2016).

Os administradores independentes são normalmente profissionais que não tem funções de gestão nem ligações com a empresa seja em termos de negócios ou propriedade.

Com o intuito de sinalizar a sua competência aos outros colaboradores e de manter a sua reputação, é esperado dos administradores não executivos independentes que sejam efetivos no cumprimento das preferências dos acionistas em termos de responsabilização e transparência. Assim, são esperadas divulgações mais relevantes se os administradores não executivos independentes realizarem de facto um maior controlo e monitorização das decisões de gestão.

Empiricamente, a relação entre a composição do conselho de administração e a divulgação é contraditória. Abraham e Cox (2007) concluíram que o número de administradores não executivos independentes contribui para uma maior divulgação de risco. Ahmad *et al.* (2015), Moumen *et al.* (2016) e Oliveira *et al.* (2011) corroboraram essa evidência, mas utilizando como métrica o peso dos administradores não executivos independentes no total do conselho de administração. Contrariamente, Allini *et al.*, (2016); Elzahar e Hussainey (2012) e Vandemaele *et al.* (2009) não confirmaram essa associação. Baseado nos argumentos supramencionados e tendo por base a teoria da agência, formulou-se a seguinte hipótese:

**Hipótese 9:** A proporção de administradores não executivos independentes no total do conselho de administração influencia positivamente o número de divulgações de risco.

### **Diversidade de género no Conselho de Administração**

A diversidade refere-se aos diferentes perfis que podem existir entre os membros do Conselho de Administração e a como essa multiplicidade pode afetar o processo de tomada de decisão. De entre as características que podem ser consideradas destaca-se o género (Allini *et al.*, 2016). Recentemente, a presença de mulheres no conselho de administração tem-se tornado objeto de interesse de investigação (Al-Maghzom *et al.*, 2016).

Os escassos estudos realizados no âmbito da divulgação do risco apresentam conclusões diversas. Ntim *et al.* (2013) identificou uma relação positiva entre a divulgação do risco e a diversidade do conselho de administração (género e etnia) e, também, Allini *et al.* (2016) concluíram que a presença de mulheres no conselho de administração influencia positivamente a divulgação do risco, contrariamente, às conclusões que tinham apurado

no trabalho desenvolvido anteriormente (Allini, *et al.*, 2014). Por seu turno, Ahmad *et al.* (2015) identificaram uma associação positiva, mas sem significância estatística.

Com base a teoria da agência, não se pode afirmar que o género seja determinante da eficácia do conselho de administração (Al-Maghzom *et al.*, 2016). As teorias convencionais não esclarecem de que forma as mulheres podem contribuir para a distinção ou melhor performance da administração (Allini *et al.*, 2016). Contudo, a teoria dos altos escalões (*upper echelons theory*) defende que as características demográficas da gestão de topo, como o género, podem influenciar as tomadas de decisões estratégicas (Hambrick e Mason, 1984). Assim, a diferença de género pode indicar variações no comportamento e capacidades entre os membros do Conselho de Administração (Al-Maghzom *et al.*, 2016).

A regulação tem vindo a dar ênfase a esta problemática. O parlamento belga aprovou, em julho de 2011, uma lei (Moniteur Belge, 2011), a vigorar a partir de 2017, que introduz quotas mínimas na composição dos conselhos de administração das empresas cotadas, no que se refere à diversidade de género (o mínimo de um terço de um género face ao outro).

Em Portugal, no Código de Governo de Sociedades, que se encontrou em consulta pública durante parte do ano de 2016, emitido pelo Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG, 2016), sugere que sejam tomadas medidas de forma a assegurar, até 2020, a representação equilibrada de género na composição dos órgãos sociais.

Face ao exposto, considerando que os investidores acreditam que a diversidade do conselho de administração melhora a riqueza da informação (Moumen *et al.*, 2016) e atendendo à tendência da regulação, formulou-se a seguinte hipótese:

**Hipótese 10:** A proporção de mulheres no total do conselho de administração influencia positivamente o número de divulgações de risco.

### **Dualidade**

A dualidade de funções ocorre quando o Presidente do Conselho de Administração desempenha cumulativamente funções de Presidente da Comissão Executiva, o que resulta numa estrutura de liderança única (Mokhtar e Mellett, 2013).

Moumen *et al.* (2016) indicam que, de acordo com a teoria da agência, a concentração do poder de tomada de decisão numa liderança única pode significar uma redução na

função de monitorização. Fama e Jensen (1983) sugerem que esta combinação de posições sinaliza a ausência da separação entre as funções de gestão e as funções de controlo, o que pode corroer a independência da administração e facilitar os comportamentos oportunistas da gestão. Assim, para o conselho de administração ser efetivo, é importante a separação de posições entre o Presidente da Comissão Executiva e o Presidente do Conselho de Administração.

Haniffa e Cooke (2002) apresentam dois pontos de vista. Por um lado, em linha com a teoria da agência, defendem a separação dos dois papéis, de forma a controlar e equilibrar o desempenho da gestão. Além disso, quando o Presidente da Comissão Executiva é simultaneamente o Presidente do Conselho de Administração, a eficácia do conselho de administração no desempenho das suas funções de gestão pode ser comprometida porque o Presidente da Comissão Executiva poderá monopolizar, por exemplo, as reuniões do conselho de administração, selecionando a agenda. A argumentação alternativa defende que a separação de funções não é essencial dado que muitas empresas têm uma liderança única e simultaneamente um conselho de administração forte, capaz de desempenhar adequadamente as funções de controlo sem que isso tenha comprometido o seu sucesso. Além disso, quando existe combinação de funções, o Presidente da Comissão Executiva pode focar-se na forma a alcançar os objetivos estabelecidos, com menos interferência, tornando o processo de tomada de decisão mais rápido. De acordo com a teoria da administração na qual os gestores atuam no melhor interesse da organização, a dualidade de papéis aumenta a eficácia da administração (Donaldson e Davis, 1991).

No âmbito da investigação empírica, os mais recentes trabalhos sobre divulgação de risco (Elshandidy *et al.*, 2013; Elzahar e Hussainey, 2012; Moumen *et al.*, 2016; Ntim *et al.*, 2013; Vandemaele *et al.*, 2009) concluem que não há relação entre a dualidade de funções e a divulgação de risco. Mokhtar e Mellett (2013) identificaram uma associação negativa, mas apenas entre a divulgação de risco obrigatória e a dualidade de papéis, confirmando a ameaça que a dualidade de papéis pode representar para a qualidade da divulgação.

Atendendo à argumentação existente, com sentidos contrários, formulou-se a seguinte hipótese:

**Hipótese 11:** A dualidade de papéis (Presidente do Conselho de Administração e Presidente da Comissão Executiva) influencia o número de divulgações de risco.

Quanto ao terceiro e último objetivo, de comparar os padrões de divulgação nos relatórios intercalares portugueses e belgas, formulou-se mais uma hipótese, que procura avaliar se os níveis de divulgação dos riscos das empresas portuguesas e belgas são estatisticamente diferentes.

### **Divulgação do risco em Portugal versus Bélgica**

A adoção das IFRS na Europa implicaria quantidades de divulgação do risco semelhantes nas empresas europeias (Dobler *et al.*, 2011), dadas as exigências de divulgação impostas pela harmonização contabilística vigente. Porém, além da regulamentação, também a cultura de cada país pode influenciar as práticas de divulgação (Dobler, 2008).

Gray (1988), com base no trabalho desenvolvido por Hofstede (1980), sugere uma teoria sobre a influência cultural nos sistemas contabilísticos e nas práticas de divulgação, a qual considera várias dimensões, nomeadamente os valores da sociedade e da contabilidade, o sistema legal, o mercado de capitais, a formação e a religião.

Ruland *et al.* (2007), na revisão de literatura que fizeram sobre investigação em contabilidade, acrescentam o regime legal (os países *common law* registaram maiores níveis de divulgação, comparativamente aos de *code law*), o regime de proteção acionista, a relação com a fiscalidade, o mercado de financiamento e político.

Nos trabalhos anteriores identifica-se os que estudam a influência de determinadas características culturais nos níveis de divulgação - por exemplo, Haniffa e Cooke (2002) analisaram a etnia e a educação, enquanto Elshandidy *et al.*, (2015) a influência do regime legal e das cinco dimensões culturais definidas por Hofstede (1980) - e os que investigam se o país é determinante dos diferentes níveis de divulgação (Mota, 2013).

Em termos de resultados, Höring e Gründl (2011) analisaram os níveis de divulgação de risco nas empresas seguradoras europeias, tendo concluído que os países mediterrânicos (Itália, França e Espanha) divulgam menos que os restantes países da Europa. Elshandidy *et al.* (2015), numa amostra de empresas não financeiras da Alemanha, Reino Unido e Estados Unidos da América, concluíram que o regime legal e as dimensões culturais são muito explicativos dos diferentes padrões de divulgação obrigatória registados entre os países, apresentando menor importância na explicação das variações de divulgação de risco de forma voluntária.

Os países da amostra, Portugal e Bélgica, caracterizam-se como países de direito civil, tendo reduzida proteção dos investidores, quando comparado com países de direito comum. Acresce que as empresas da amostra pertencem a dois países europeus e estão todas cotadas no Euronext, tendo subjacente o mesmo normativo contabilístico (IFRS) e regras de mercado de capitais e, também, ao nível da regulação e governo corporativo existem semelhanças entre estes países (Vieira e Pinho, 2011).

No trabalho realizado sobre empresas cotadas no índice *Stoxx 50*, Serrasqueiro (2013) agrupa os países considerando a influência geográfica, colocando a Bélgica no grupo dos países francófonos e Portugal no grupo dos países Latinos, o que indicia diferenças entre estes países.

As conclusões do trabalho de Vieira e Pinho (2011), sobre as práticas de divulgação numa amostra de empresas portuguesas e belgas, são contraditórias, não permitindo confirmar ou infirmar se efetivamente existe menor divulgação por parte das empresas portuguesas, como sugerem as conclusões dos outros estudos. Quando consideram o índice de divulgação CIFAR, os resultados do trabalho de Vieira e Pinho (2011) sugerem que as empresas portuguesas são mais transparentes que as belgas mas, por seu turno, quando é o índice S&P, as empresas belgas apresentam maiores níveis de divulgação.

Dada a inexistência de um sentido inequívoco dos resultados esperados para esta amostra e as semelhanças ao nível de regulação entre estes países, somos levados a formular a seguinte hipótese:

**Hipótese 12:** O número de divulgações de risco realizadas pelas empresas belgas não é significativamente diferente do número de divulgações de risco realizadas pelas empresas portuguesas.

### **3.4. Amostra**

#### **3.4.1. Portugal e Bélgica**

A tempestividade tem um papel importante na utilidade da informação financeira (Elzahar e Hussainey, 2012). Este elemento integra o conceito de oportunidade definido pelo IASB, uma das características qualitativas da informação financeira, que se caracteriza pela informação estar disponível, de forma atempada, para o processo de tomada de decisão. Por isso, os relatórios intercalares são mais informativos e os

investidores e analistas confiam normalmente nesses relatórios para realizar as suas avaliações ou para atualizar as expectativas anteriores (Elzahar e Hussainey, 2012)

Elzahar e Hussainey (2012) constatarem que, apesar do recente aumento de investigação sobre a divulgação dos riscos, a generalidade dos estudos anteriores focam-se nos determinantes da divulgação do risco nos relatórios anuais. Assim, pretende-se colmatar esta lacuna existente sobre divulgação dos riscos empresariais nos relatórios financeiros intercalares.

Link (2012) identifica que o relato trimestral é obrigatório apenas para quatro dos quinze países da U.E.-15, decorrente dos respetivos normativos nacionais. Albuquerque e Santos (2013) concluíram que o grau de cumprimento dos requisitos de divulgação financeira intercalar em Portugal é distinto entre trimestres, destacando-se o 2º trimestre dos restantes. A Diretiva da Transparência (EU, 2004), no seu artigo 5º, estipula que os relatórios financeiros semestrais contemplem uma descrição dos principais riscos para os seis meses vindouros. O artigo 6º, do mesmo normativo, estabelece o conteúdo das declarações do órgão de gestão, a emitir durante o primeiro e segundo semestres, nada sendo exigido sobre divulgação do risco no relato trimestral. Deste modo, optou-se por cingir a análise da divulgação do risco aos relatórios financeiros semestrais, porque, atendendo à evidência empírica anterior e à própria regulamentação, é expectável mais divulgação de risco.

A opção de estudar a divulgação dos riscos empresariais no relato intercalar em Portugal e na Bélgica tem por base um conjunto de considerações, algumas delas evocadas no estudo comparativo de Vieira e Pinho (2011), entre estes dois países, ainda que noutra domínio, designadamente:

- Ambos se caracterizarem por serem países de direito civil, tendo reduzida proteção dos investidores, quando comparado com países de direito comum;
- As empresas destes países estão cotadas no Euronext, tendo subjacente o mesmo normativo contabilístico (IFRS) e regras de mercado de capitais;
- Ao nível da regulação e governo corporativo também existem semelhanças entre estes países, o que é explicado em parte pelas normas internacionais (IFRS);
- O facto da bolsa de valores portuguesa e belga serem relativamente pequenas;
- O facto de serem dois países europeus de pequena dimensão alvo de pouca investigação;
- Não existirem estudos comparativos sobre a divulgação do risco nos relatórios financeiros intercalares, nestes países.

### **3.4.2. Empresas da amostra**

Para identificar as empresas a integrar na amostra foram extraídas duas listagens do terminal da Bloomberg, uma com as empresas que compunham o PSI Geral e outra com as empresas que compunham o BEL *All Share*, à data de 30 de junho de 2014. As listagens tinham também a informação sobre a capitalização bolsista das empresas.

Para seleccionar as empresas, ordenou-se as referidas listagens por ordem decrescente de capitalização bolsista. Na tentativa de homogeneizar a amostra e excluir fatores que pudessem enviesar as conclusões, a seleção não abrangeu as 35 maiores de cada país, porque se realizaram um conjunto de exclusões, que se explicitam seguidamente.

As empresas financeiras foram expurgadas, dado que estão sujeitas a diferentes requisitos de divulgação e, conseqüentemente, deverão ser analisadas de forma independente (Linsley e Shrivess, 2006). Esta prática tem sido adotada por muitos autores (Abraham e Cox, 2007; Ahmad *et al.*, 2015; Al-shammari, 2014; Elzahar e Hussainey, 2012; Mokhtar e Mellett, 2013).

Foram também excluídas as empresas que apresentassem períodos de relato diferentes, isto é, cujo relatório semestral não correspondesse ao período entre 1 de janeiro e 30 de junho.

Foram igualmente excluídas as empresas com sede/país de origem diferente de Portugal ou Bélgica. Para esta seleção consultou-se o código ISIN de cada título, que permite aferir o país de origem da empresa, informação disponível no site do Euronext.

Silva (2015), também efetuou as exclusões supramencionadas, por questões de comparabilidade de informação.

Assim, após as exclusões supramencionadas, identificou-se a lista de empresas que compõem a amostra, constituída por 70 empresas não financeiras, das quais 35 belgas e 35 portuguesas (anexo 3). A definição do número de 35 empresas por país considera-se razoável e aceitável atendendo as limitações de tempo e recursos.

### **3.4.3. O ano de 2014**

O facto de a análise incidir apenas no relato semestral do ano de 2014 deve-se às características da recolha de informação, efetuada por análise de conteúdo manual, ser muito consumidora de recursos, nomeadamente de tempo, o que tem determinado que a

maior parte da investigação no tema se tenha centrado apenas em um ano (Ahmad *et al.*, 2015; Amran *et al.*, 2009; Mokhtar e Mellett, 2013; Buckby, 2015).

O ano de 2014 foi escolhido por, à data em que se iniciou a recolha dos relatórios e a análise (maio de 2015), estes serem os relatórios semestrais mais atuais.

#### **3.4.4. A origem da informação relativa à amostra**

Os relatórios foram extraídos, predominantemente, dos sítios da internet das respetivas empresas. Quando não se conseguiu localizar as versões em inglês do relatório semestral, procurou-se nas respetivas entidades de supervisão (CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários – Portugal e FMSA – Autoridade dos Serviços e Mercados Financeiros / *Autorité des Services et Marchés Financiers* – Bélgica).

Todos os relatórios, com exceção de cinco, foram analisados em inglês, minimizando, assim, o impacto que a diferenças linguísticas poderiam ter nos resultados obtidos. Apenas 5 dos relatórios foram analisados em português.

Sempre que existiram dúvidas sobre se os elementos recolhidos dos sítios de internet das empresas correspondiam efetivamente aos relatórios apresentados no semestre, procurou-se validar consultando a informação constante no sítio da internet da entidade de supervisão.

#### **3.5. Recolha de dados**

Existem, segundo Beattie *et al.* (2004), várias abordagens para analisar as divulgações efetuadas de forma narrativa nos relatórios das empresas, nomeadamente a avaliação subjetiva, os índices de divulgação, a análise de conteúdo, os estudos de legibilidade e a análise linguística.

A análise de conteúdo é uma técnica de investigação que possibilita inferências válidas e replicáveis a partir de dados no seu contexto (Hassan e Marston, 2010; Krippendorff, 1980). Utilizando análise de conteúdo, a quantidade de informação divulgada pode ser mensurada por categoria ou por empresa, pela contagem de itens, isto é, número de palavras, frases ou páginas. A análise de conteúdo pode ser realizada manualmente, automaticamente ou utilizando ambos os métodos.

Na investigação efetuada optou-se por recolher a informação por recurso a análise de conteúdo manual. Uma das maiores dificuldades deste método é o facto de ser um

processo de recolha de dados intensivo em trabalho, o que inevitavelmente restringe o tamanho das amostras. Opção idêntica foi adotada na maior parte dos estudos de divulgação dos riscos empresariais (Al-shammari, 2014; Beattie e Thomson, 2007; Hassan e Marston, 2010).

A métrica utilizada, também designada por unidade de codificação, foi a frase no seu contexto, também amplamente utilizada na literatura sobre o tema. A palavra ou o carácter, no contexto da investigação efetuada (Al-Maghzom, *et al.*, 2016; Cabedo e Tirado, 2016; Dobler *et al.*, 2011; Elzahar e Hussainey, 2012; Martikainen *et al.*, 2015) apresentam inconvenientes que se pretendeu evitar.

A análise de conteúdo incidiu sobre os relatórios recolhidos, mais concretamente, o relatório de gestão e as notas mais propensas a conter divulgações sobre os principais riscos e incerteza de negócio (gestão de risco, provisões, contingências, garantias e eventos subsequentes). Para obviar à subjetividade na codificação e conseqüente recolha de informação é imprescindível assegurar a fiabilidade para que as conclusões se possam considerar válidas (Linsley e Shrives, 2006).

A fiabilidade consiste em qualquer procedimento de medição apresentar o mesmo resultado, quando se procede à repetição da medição. Krippendorff (1980) identifica três formas de assegurar a fiabilidade, nomeadamente a estabilidade, a reprodutibilidade e a consistência. A estabilidade consiste em apresentar resultados estáveis ao longo do tempo, quando o mesmo codificador repete a codificação ao mesmo conteúdo (Weber, 1990). Hassan e Marston (2010) designam o procedimento como *test-retest*. A reprodutibilidade coloca-se quando a codificação é feita por mais que um codificador, sendo imperativo assegurar práticas uniformes entre eles. A fiabilidade inter-codificadores pode ser testada por recurso a métricas como *Scott's pi* ou o alfa de Krippendorff. Por fim, a consistência interna mede a aderência a um modelo de codificação padrão, pré-determinado. O teste mais comum à consistência interna é o alfa de Cronbach (Hassan e Marston, 2010).

Neste estudo, a análise de conteúdo foi realizada por um único codificador – a autora – e consumiu cerca de cinco meses. Para garantir a fiabilidade, 10 relatórios (5 portugueses e 5 belgas) foram analisados duas vezes, o que permitiu aprimorar o conjunto de regras de codificação (ver anexo 1), definidas inicialmente, tendo por base os exemplos de Linsley e Shrives (2006).

O instrumento de codificação utilizado, que teve por base o modelo do ICAEW (1997), posteriormente adaptado por Linsley e Shrives (2006), incorpora essencialmente duas dimensões, as tipologias de risco e os atributos das divulgações.

Os riscos foram classificados em duas tipologias principais, nomeadamente em riscos financeiros e riscos não financeiros. Estes últimos podem ser desagregados em operacionais, de capacitação, de tecnologias e processamento de informação, de integridade e estratégicos, cujos conteúdos foram detalhados no capítulo do enquadramento teórico.

Os atributos da divulgação apresentam três sub-categorias, nomeadamente a quantificação, isto é, a circunstância de as divulgações ser quantificadas (Qt) ou não quantificadas (NQt), a orientação temporal, relativa ao facto de as divulgações se referirem a circunstâncias passadas (Pas), futuras (Fut) ou sem orientação temporal (SO), e ainda, o impacto, que traduz a se a divulgação informa sobre o efeito na empresa, podendo este ser positivo (Pos), negativo (Neg) ou neutro (Neu). O esquema síntese ilustrativo consta do anexo 2

**Tabela 1 – Tipologias de risco**

<b>Tipo de Risco</b>	<b>Âmbito</b>
Riscos Financeiros (F)	Taxa de juro, taxa de câmbio, mercadorias, liquidez e crédito
Riscos Operacionais (O)	Eficiência e desempenho, desenvolvimento de produto, abastecimento, quebras e obsolescência de inventários, saúde e segurança no trabalho, ambientais, erosão de marca e satisfação dos clientes.
Riscos de Capacitação (C)	Subcontratação, comunicações, incentivos ao desempenho e gestão e liderança.
Riscos de Tecnologias e Processamento de Informação (IT)	Integridade dos sistemas, acesso, disponibilidade e infraestruturas.
Riscos de Integridade (I)	Fraude dos colaboradores e dos gestores, atos ilícitos e reputação.
Riscos Estratégicos (E)	Tendência da envolvente externa, setor de atividade, portfólio de negócios, preço, concorrência, valor da empresa, planeamento, ciclo de vida, medida do desempenho, regulação, soberania e políticos.

Fonte: (Linsley e Shrives, 2006)

Na Tabela 2 são apresentados alguns exemplos das codificações efetuadas no âmbito da análise realizada aos relatórios.

**Tabela 2 - Exemplos de codificação**

<b>Empresa</b>	<b>Exemplo</b>	<b>Classificação</b>
CTT	Launch of the programme for the identification and development of potential for young managerial staff of CTT (pág.10, parág.2)	C NQt_SO_Pos
CTT	The good operating performance has been reflected in positive perceptions by the customers: 85.6% of the customers state that CTT's overall quality of service is good or very good. (pág.47, parág.2)	I NQt_SO_Pos
Jerónimo Martins	Financial charges for the Group were EUR 18 million, EUR 2.6 million below 2013 coming mainly from a lower negative exchange rate effect. (Pág.5, parág.1)	F Qt_Pas_Pos
Jerónimo Martins	The very competitive environment that requires us to maintain our price investments together with the strong food deflation will impact profitability for the year. (Pág.5, parág.7)	E NQt_Fut_Neg
Semapa	The Group is also managing, in a development stage, the forestation of 360.000 hectares in Mozambique, namely in Manica and Zambésia, under a concession agreement reached with the Mozambican government. (Pág.67, parág.7)	O NQt_SO_Neu
AB InBev NV	An event, or series of events, that materially damages the reputation of one or more of AB InBev's brands could have an adverse effect on the value of the brand and subsequent revenues from that brand or business. (Pág.11, parág.25)	I NQt_SO_Neu
Telenet	DSL technology enables Telenet to serve business customers that are not currently close to its network in a more cost effective manner than through Belgacom's telephone network. (Pág.18, parág.10)	IT NQt_SO_Pos
Telenet	In June 2014, Telenet successfully renewed the broadcasting rights for the Jupiter Pro League for another three years, starting July 2014.(Pág.26, parág.8)	E NQt_Pas_Pos
UCB	UCB completed the conversion of its €500 million 4.50% Convertible Bonds due in 2015, which it had opted to early redeem in January 2014. (Pág.4, parág.6)	F Qt_Pas_Neu
UCB	At 30 June 2014, the Group had commitments payable within the coming half year of approximately €6 million with respect to intangible assets. (Pág.35, parág.23)	O Qt_Fut_Neu

Fonte: elaboração própria

A recolha de informação relativa às características das empresas suscetíveis de poder explicar o nível de divulgação observado, a que se refere o segundo objetivo do estudo (variáveis independentes do modelo de regressão construído), foi obtida da seguinte forma:

- As variáveis ativo e passivo foram recolhidas manualmente dos próprios relatórios semestrais, dada a ausência de informação fiável nas bases de dados.
- As variáveis relacionadas com *corporate governance* foram recolhidas dos relatórios de governo corporativo, relativos ao exercício de 2014, uma vez que abrangem o período dos relatórios analisados (1º semestre de 2014) e a mudança de ano pode representar alterações na composição dos órgãos sociais (término do mandatos).
- O código do setor de atividade foi recolhido manualmente do sítio da internet da Euronext (*Industry Classification Benchmark*), aquando da recolha dos próprios relatórios semestrais, resultando em 9 diferentes indústrias, nomeadamente, 1 - *Oil & Gas*, 1000 - *Basic Materials*, 2000 - *Industrials*, 3000 - *Consumer Goods*, 4000 - *HealthCare*, 5000 - *Consumer Services*, 6000 - *Telecommunications*, 7000 - *Utilities*, 9000 - *Technology*. Dado que a literatura evidencia diferentes padrões de divulgação entre empresas industriais e não industriais (Elzahar e Hussainey, 2012), agrupou-se as anteriores categorias em apenas duas, a das empresas industriais, que engloba 1 - *Oil & Gas*, 1000 - *Basic Materials*, 2000 - *Industrials*, 3000 - *Consumer Goods* e 4000 - *HealthCare*, e a das empresas não industriais, que abarca 5000 - *Consumer Services*, 6000 - *Telecommunications*, 7000 - *Utilities*, 9000 - *Technology*.

Não existe regra científica para a definição do número de variáveis independentes a incluir no modelo de regressão linear múltipla. Contudo, as regras mais usuais sugerem que o modelo incorpore no máximo uma variável por cada cinco – Doane e Seward (2008) – observações. Assim, foram definidas as seguintes sete variáveis, com as respetivas representações:

- A variável setor de atividade é uma variável *dummy*, em que 1 representa as empresas industriais e 0 as empresas não industriais, procedimento semelhante a Elzahar e Hussainey (2012) e Mokhtar e Mellett (2013).
- O nível de risco é medido pelo rácio de endividamento (passivo/ativo) tal como usado por Amran *et al.* (2009), Elshandidy *et al.* (2013) e Khlif e Hussainey (2016).
- O peso do número de administradores não executivos independentes no total de administradores é identificado pela percentagem dos primeiros relativamente ao total (Allini *et al.*, 2016; Elzahar e Hussainey, 2012; Oliveira *et al.*, 2011; Vandemaele *et al.*, 2009).

- O peso das mulheres no conselho de administração é identificado pelo rácio entre o número de administradoras do sexo feminino e o número total de administradores (Ahmad *et al.*, 2015; Allini *et al.*, 2016).
- A variável comissão de gestão de risco é uma variável *dummy* e assume o valor 1 quando a empresa tem esta comissão e o valor 0 caso contrário (Buckby, 2015; Vandemaele *et al.*, 2009).
- A variável remuneração do conselho de administração é o valor em euros da remuneração, que engloba vencimento e prémios, auferida pela totalidade do conselho de administração durante o ano de 2014 (administradores executivos e não executivos) (Ahmad *et al.*, 2016).
- A variável dualidade é uma variável *dummy* e assume o valor 1 quando o Presidente do Conselho de Administração desempenha simultaneamente funções de Presidente da Comissão Executiva e o valor 0 quando estas duas funções são desempenhadas por pessoas diferentes (Elzahar e Hussainey, 2012; Mokhtar e Mellett, 2013; Moumen, *et al.*, 2015; Ntim *et al.*, 2013).

## 4. RESULTADOS

### 4.1. Análise dos dados

De acordo com a metodologia de investigação adotada, e após recolha da informação necessária referente às divulgações de risco e às características das empresas da amostra, procedeu-se ao tratamento estatístico dos dados tendo em vista validar ou infirmar as hipóteses formuladas.

Para a análise dos dados recorreu-se ao programa SPSS (*Statistical Package for Social Sciences*), versão 22. Após a recolha dos dados, a informação foi carregada e validada previamente em Excel e só depois transposta para o SPSS.

O trabalho estatístico realizado, cujas conclusões se apresentam em capítulo autónomo, obedeceu à seguinte sequência.

Primeiramente, foi efetuada a estatística descritiva dos dados recolhidos, o que permite caracterizar as amostras quanto à quantidade de divulgações, às tipologias de risco e às características semânticas das divulgações, evidenciando as principais medidas de localização e dispersão (média, máximo, mínimo, desvio padrão), tanto para a amostra total como para as amostras parcelares (Portugal e Bélgica).

Posteriormente, em resposta ao primeiro objetivo, identificaram-se as principais tendências quanto às tipologias de risco e características semânticas das divulgações, tanto na amostra total como nas parcelares. Para isso construíram-se diferentes índices de divulgação (Tabela 3), correspondentes à quantificação das divulgações totais, das diferentes tipologias principais de riscos (financeiros e não financeiros) e das diferentes características semânticas das divulgações.

Para validação das hipóteses utilizaram-se testes de comparação de médias (Teste t para duas amostras emparelhadas). Atendendo à dimensão das amostras, pelo Teorema do Limite Central, presume-se a normalidade das variáveis, uma vez que a distribuição da média amostral tende para uma distribuição normal, sempre que estamos perante um número de observações superior a 30. Assim, foi utilizado um teste paramétrico, na presunção que o pressuposto da normalidade se encontra verificado, ainda que, complementarmente, se tenha efetuado o teste de verificação da normalidade aplicável (Kologomorov-Semirnov).

Tabela 3 - Índices de Divulgação

Índices	
<b>DR</b>	Número de divulgações de risco total
<b>DRF</b>	Número de divulgações de risco financeiro
<b>DRNF</b>	Número de divulgações de risco não financeiro
<b>DQT</b>	Número de divulgações de risco quantificado
<b>DNQT</b>	Número de divulgações de risco não quantificado
<b>DFT</b>	Número de divulgações de risco relativas ao futuro
<b>DPAS</b>	Número de divulgações de risco relativas ao passado
<b>DCOT</b>	Número de divulgações de risco com orientação temporal
<b>DSOT</b>	Número de divulgações de risco sem orientação temporal
<b>DPOS</b>	Número de divulgações de risco com impacto positivo
<b>DNG</b>	Número de divulgações de risco com impacto negativo
<b>DC_IMP</b>	Número de divulgações de risco com impacto
<b>DNT</b>	Número de divulgações de risco sem impacto

Fonte: elaboração própria

Em resposta ao segundo objetivo do estudo, construiu-se um modelo explicativo do número total de divulgações de risco. Complementarmente, construíram-se vários modelos de regressão linear múltipla, cuja variável dependente é cada um dos índices de divulgação construídos (Tabela 3), com exceção dos índices de divulgação que aglutinam mais que uma categoria (DCOT e DC\_IMP), e como variáveis independentes as diferentes métricas escolhidas como possíveis fatores explicativos, indicadas anteriormente na apresentação da metodologia, procedimento similar ao adotado por outros autores cujos trabalhos foram revistos (Allini *et al.*, 2016; Al-Shammari, 2014; Amran *et al.*, 2009; Elzahar e Hussainey, 2012).

Em cada um dos modelos de regressão linear múltipla, os pressupostos subjacentes (Laureano, 2013) foram verificados, nomeadamente a linearidade da relação da variável dependente e independentes nos parâmetros  $\beta$ , a média nula dos erros, a homocedasticidade dos erros, os valores dos erros distribuírem-se de forma independente, os erros seguirem uma distribuição normal e a ausência de multicolinearidade entre as variáveis.

Como o nível de divulgações sobre riscos pode diferir por outros fatores, nomeadamente a dimensão das empresas, há semelhança de Elshandidy *et al.*, (2015) e Madrigal *et al.* (2015), esta variável foi introduzida no modelo explicativo como variável de controlo, sendo adotadas como *proxies*, o total do ativo (TA), a exemplo do efetuado por Elshandidy *et al.*(2015), Elzahar e Hussainey (2012), Oliveira *et al.* (2011), Vandemaele *et al.* (2009) e a capitalização bolsista (Elshandidy *et al.*, 2013; Linsley e Shrivess, 2006).

O total do ativo é medido pela soma do total do ativo corrente e não corrente, que figura na demonstração da posição financeira. A capitalização bolsista obtém-se pela multiplicação do preço de mercado no fim do semestre pelas ações em circulação. Contudo, foram identificados problemas de multicolinearidade entre as 2 variáveis que medem a dimensão ( $VIF > 10$ ), tendo sido, por isso, retirada a variável capitalização bolsista. A exclusão desta *proxy* de dimensão das empresas e a manutenção do tamanho do ativo foi efetuada tendo em consideração, por um lado, que a capitalização bolsista é um indicador exógeno de mercado e que os principais estudos revistos sobre relato intercalar ou cujas amostras contemplem Portugal ou Bélgica também utilizaram o total do ativo com *proxy* da dimensão.

Após a exclusão desta variável, construiu-se o seguinte modelo de regressão linear múltipla:

$$DR = \beta_0 + \beta_1 TA_i + \beta_2 IND_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 RCA_i + \beta_5 CGR_i + \beta_6 PANEI_i + \beta_7 PMCA_i + \beta_8 DUAL_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

O modelo foi aplicado aos diferentes índices de divulgação construídos (Tabela 3), com exceção dos índices de divulgação que aglutinam mais que uma categoria (DCOT e DC\_IMP), originando 12 modelos de regressão linear múltipla. Para efeito de validação das hipóteses formuladas no âmbito do segundo objetivo, foram considerados tanto o índice de divulgação de risco total como os índices de divulgação de riscos financeiros e não financeiros. A aplicação do modelo de regressão aos demais índices de divulgação teve como intuito aprofundar o conhecimento sobre o caso em concreto e identificar oportunidades de investigação futuras.

Por último, em resposta ao terceiro objetivo, procurou-se identificar se as tendências de divulgação entre a amostra portuguesa e belga apresentam diferenças estatisticamente significativas. Para isso, utilizaram-se testes de comparação de médias (Teste t para duas amostras independentes), aplicados a cada um dos índices de divulgação de risco (Tabela 3), com exceção dos índices de divulgação que aglutinam mais que uma categoria (DCOT e DC\_IMP). Ainda que considerando apenas as amostras parcelares (portuguesa e belga), a dimensão das amostras (35 empresas) permite-nos presumir a normalidade das variáveis, à luz do Teorema do Limite Central, como já referido

anteriormente, pelo que, estando o pressuposto da normalidade verificado, se utilizou o teste paramétrico.

## **4.2. Caracterização da divulgação de risco**

### **4.2.1. Amostra total**

A amostra registou um número global de 13.294 divulgações, sendo que cada empresa fez, em média, 190 divulgações com um desvio padrão de 147,9 (Tabela 4).

Quanto às tipologias de risco, verifica-se que o número de divulgações de riscos financeiros (2.290 – 17,2%) é substancialmente inferior às de riscos não financeiros (11.004 – 82,8%).

Relativamente às características semânticas, o número de divulgações quantificadas (7.391 – 55,6%) é superior às não quantificadas (5.903 – 44,4%), as divulgações relativas ao passado ou presente (10.891 – 81,9%) superam largamente as realizadas sobre o futuro (808 – 6,1%), existindo ainda divulgações sem qualquer orientação temporal (1595 – 12%) e, no que diz respeito ao impacto, foram realizadas 5912 divulgações com impacto positivo (44,5%), 3978 divulgações com impacto negativo (29,9%) e 3404 divulgações neutras (25,6%).

No âmbito do primeiro objetivo, a hipótese 1 é suportada, uma vez que o teste indica diferenças de médias estatisticamente significativas, sendo as divulgações de risco não financeiros superiores aos riscos financeiros. Já a hipótese 2 é rejeitada, tanto na totalidade das divulgações de risco como nas divulgações de riscos financeiros e não financeiros. Os resultados dos testes permitem concluir que, em média, as divulgações feitas de forma quantificada são significativamente superiores às divulgações feitas de forma não quantificada.

A hipótese 3 também é rejeitada, tanto no total de divulgações de risco como na subdivisão entre riscos financeiros e não financeiros, concluindo-se, assim, que a média as divulgações de risco com informação sobre o horizonte temporal não é igual ao número de divulgações sem qualquer referência temporal. Já a hipótese 3a é suportada, tanto no total de divulgações de risco como na subdivisão entre riscos financeiros e não financeiros, permitindo afirmar que, em média, as divulgações de risco referentes ao passado ou presente excedem a média das divulgações de risco sobre o futuro.

Tabela 4 – Estatísticas descritivas e testes de comparação de médias – amostra total

	Média	DP	Mínimo	Máximo	Total	t	Sig.
DR	189,91	147,92	24	668	13 294		
DRNF	157,20	127,02	15	600	11 004		
DRF	32,71	32,70	1	157	2 290		
<b>DRNF - DRF</b>						9,306	0,000***
DNQT	84,33	76,23	4	354	5 903		
DQT	105,59	84,36	15	371	7 391		
<b>DNQT - DQT</b>						-2,821	0,006**
DRF_NQT	11,56	14,45	0	65	809		
DRF_QT	21,16	21,88	1	115	1 481		
<b>DRF_NQT - DRF_QT</b>						-4,592	0,000***
DRNF_NQT	72,77	68,71	3	349	5 094		
DRNF_QT	84,43	70,07	9	353	5 910		
<b>DRNF_NQT - DRNF_QT</b>						-1,744	0,086
DCOT	167,13	125,91	24	614	11 699		
DSOT	22,79	31,48	0	144	1 595		
<b>DCOT - DSOT</b>						11,114	0,000***
DRF_COT	25,46	24,06	1	133	1 782		
DRF_SOT	7,26	14,47	0	84	508		
<b>DRF_COT - DRF_SOT</b>						6,760	0,000***
DRNF_COT	141,67	112,24	15	594	9 917		
DRNF_SOT	15,53	22,64	0	101	1 087		
<b>DRNF_COT - DRNF_SOT</b>						10,508	0,000***
DPAS	155,59	119,59	22	596	10 891		
DFT	11,54	10,63	0	54	808		
<b>DPAS - DFT</b>						10,580	0,000***
DRF_PAS	24,33	23,47	1	128	1 703		
DRF_FT	1,13	1,43	0	6	79		
<b>DRF_PAS - DRF_FT</b>						8,459	0,000***
DRNF_PAS	131,26	106,53	15	577	9 188		
DRNF_FT	10,41	10,04	0	53	729		
<b>DRNF_PAS - DRNF_FT</b>						9,963	0,000***
DC_IMP	141,29	115,68	20	568	9 890		
DNT	48,63	43,70	4	226	3 404		
<b>DC_IMP - DNT</b>						8,310	0,000***
DRF_C_IMP	21,09	21,03	0	114	1 476		
DRF_NT	11,63	15,34	0	64	814		
<b>DRF_C_IMP - DRF_NT</b>						4,678	0,000***
DRNF_C_IMP	120,20	103,21	15	551	8 414		
DRNF_NT	37,00	32,85	0	163	2 590		
<b>DRNF_C_IMP - DRNF_NT</b>						8,131	0,000***
DPOS	84,46	70,95	3	349	5 912		
DNG	56,83	50,53	3	249	3 978		
<b>DPOS - DNG</b>						5,462	0,000***
DRF_POS	11,29	11,31	0	55	790		
DRF_NG	9,80	11,48	0	65	686		
<b>DRF_POS - DRF_NG</b>						1,416	0,161
DRNF_POS	73,17	65,03	2	333	5 122		
DRNF_NG	47,03	43,78	3	241	3 292		
<b>DRNF_POS - DRNF_NG</b>						5,406	0,000***

Legenda: DR: divulgações de risco totais, DRF: divulgações de risco financeiro, DRNF: divulgações de risco não financeiro, DQT: divulgações de risco quantificado, DNQT: divulgações de risco não quantificado, DFT: divulgações de risco relativas ao futuro, DPAS: divulgações de risco relativas ao passado, DCOT: divulgações de risco com orientação temporal, DSOT: divulgações de risco sem orientação temporal, DPOS: divulgações de risco com impacto positivo, DNG: divulgações de risco com impacto negativo, DC\_IMP: divulgações de risco com impacto, DNT: divulgações de risco sem impacto.

\* significância inferior a 5%, \*\* significância inferior a 1%, \*\*\* significância inferior a 0,1%.

Quanto ao impacto, a hipótese 4 é rejeitada, podendo afirmar-se que a média das divulgações com impacto (positivo ou negativo) não é igual à média das divulgações sem impacto (quer no total de divulgações de risco, quer nas divulgações de risco financeiro e não financeiro).

Já a hipótese 4a é validada apenas no total dos riscos financeiros, podendo afirmar-se que, em média, as divulgações de risco financeiro consideradas boas notícias ou com impacto positivo não é estatisticamente diferente da média das divulgações de risco financeiro consideradas más notícias ou com impacto negativo. Esta hipótese é rejeitada no total de divulgações de risco e total de divulgações de risco não financeiro (as boas notícias excedem as más notícias).

**Tabela 5- - Estatística descritiva das variáveis explicativas - amostra total**

Amostra Total				
	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
TA (€)	4 655 410 671	13 939 317 181	27 254 266	109 748 865 134
IND	0,64	0,48	0,00	1,00
LEV	0,63	0,25	0,06	1,42
PANEI	0,30	0,23	0,00	0,86
PMCA	0,15	0,13	0,00	0,50
CGR	0,27	0,45	0,00	1,00
DUAL	0,30	0,46	0,00	1,00
RCA (€)	1 752 186	1 833 273	78 000	11 652 503

Legenda: TA: total do ativo, IND: setor de atividade, LEV: rácio endividamento (Passivo/Ativo), PANEI: proporção de administradores não executivos independentes, PMCA: proporção de mulheres no conselho de administração, CGR: existência de comissão de gestão de risco, DUAL: dualidade de funções (Presidente do Conselho de Administração e Presidente da Comissão Executiva), RCA: remuneração do conselho de administração.

**Tabela 6 - Número de empresas por setor de atividade e categoria – amostra total**

Setor	Nº de empresas	Categoria	Nº de empresas
0001 Oil & Gas	2	Industriais	45
1000 BasicMaterials	9		
2000 Industrials	20		
3000 ConsumerGoods	8		
4000 HealthCare	6		
5000 Consumer Services	13	Não industriais	25
6000 Telecommunications	4		
7000 Utilities	3		
9000 Technology	5		
<b>TOTAL</b>	<b>70</b>		<b>70</b>

Na Tabela 5 estão resumidas as principais medidas de localização e dispersão relativas a cada uma das características que incorporam o modelo explicativo do nível de divulgação de risco. A Tabela 6 complementa a informação com a distribuição das empresas por setor de atividade e categoria.

As empresas apresentam, em média, um ativo total de 4.655 milhões de euros com um mínimo de 27 milhões de euros e máximo de 109.749 milhões de euros; um rácio de

endividamento médio de 63% com um desvio padrão de 25%, uma proporção média de administradores não executivos independentes (PANEI) de 30% com um desvio padrão de 23%; uma proporção média de mulheres no conselho de administração (PMCA) de 15% com um desvio padrão de 13%; a variável *dummy* relativa à existência de comissão de gestão de risco (CGR) apresenta um valor médio de 0,27 com um desvio padrão de 0,45; a variável *dummy* sobre a dualidade de funções apresenta um valor médio de 0,30 com um desvio padrão de 0,46 e a remuneração do conselho de administração ascende, em média, a 1,8 milhões de euros com um desvio padrão de 1,8 milhões de euros. Quanto ao setor de atividade, 45 empresas pertencem ao setor industrial e as restantes ao setor não industrial.

Quanto às tipologias de risco (Tabela 7) destacam-se os riscos operacionais como a categoria com mais divulgações (8.677 divulgações, que representam 65% do total das divulgações) e os riscos de capacitação e tecnologias de informação como as categorias com menos divulgações (24 e 26 divulgações respetivamente).

**Tabela 7 - Estatística descritiva das tipologias de risco- amostra total**

	Amostra Total					Total
	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo		
DR	189,91	147,92	24	668	13 294	
DRF	32,71	32,70	1	157	2 290	
DRNF	157,20	127,02	15	600	11 004	
DRO	123,96	99,18	13	500	8 677	
DRC	0,34	1,13	0	6	24	
DRIT	0,37	1,13	0	7	26	
DRI	3,16	6,76	0	39	221	
DRE	29,37	27,89	1	127	2 056	

Legenda: DR: divulgações de risco totais, DRF: divulgações de risco financeiro, DRNF: divulgações de risco não financeiro, DRO: divulgações de risco operacional, DRC: divulgações de risco de capacitação, DFIT: divulgações de risco de tecnologias de informação, DRI: divulgações de risco de integridade, DRE: divulgações de risco estratégico.

#### 4.2.2. Portugal e Bélgica

Quanto às amostras parcelares (Tabela 8 e Tabela 9), verifica-se que a amostra portuguesa registou um número global de 7.649 divulgações, que compara com 5.645 divulgações belgas, o que significa que cada empresa fez, em média, 219 divulgações com um desvio padrão de 165,1 e 161 divulgações com um desvio padrão de 124,3, no caso das empresas portuguesas e belgas, respetivamente. Em termos absolutos, a amostra portuguesa apresenta cerca de mais duas mil divulgações que a amostra belga.

Tabela 8 – Estatísticas descritivas e teste de comparação de médias – Portugal

	Média	DP	Mínimo	Máximo	Total	t	Sig.
DR	218,54	165,13	47	668	7 649		
DRNF	173,71	137,42	23	553	6 080		
DRF	44,83	39,01	5	157	1 569		
<b>DRNF - DRF</b>						6,552	0,000***
DNQT	93,71	93,19	16	354	3 280		
DQT	124,83	83,88	21	325	4 369		
<b>DNQT - DQT</b>						-2,849	0,007**
DRF_NQT	16,97	17,96	0	65	594		
DRF_QT	27,86	26,32	3	115	975		
<b>DRF_NQT - DRF_QT</b>						-2,856	0,007**
DRNF_NQT	76,74	82,64	8	349	2 686		
DRNF_QT	96,97	65,14	9	257	3 394		
<b>DRNF_NQT - DRNF_QT</b>						-2,096	0,044*
DCOT	188,51	132,97	35	524	6 598		
DSOT	30,03	38,26	0	144	1 051		
<b>DCOT - DSOT</b>						8,931	0,000***
DRF_COT	32,80	28,85	5	133	1 148		
DRF_SOT	12,03	18,90	0	84	421		
<b>DRF_COT - DRF_SOT</b>						4,196	0,000***
DRNF_COT	155,71	114,72	22	475	5 450		
DRNF_SOT	18,00	26,82	0	101	630		
<b>DRNF_COT - DRNF_SOT</b>						8,648	0,000***
DPAS	176,20	123,28	32	509	6 167		
DFT	12,31	13,43	0	54	431		
<b>DPAS - DFT</b>						8,478	0,000***
DRF_PAS	31,69	28,02	5	128	1 109		
DRF_FT	1,11	1,53	0	5	39		
<b>DRF_PAS - DRF_FT</b>						6,639	0,000***
DRNF_PAS	144,51	105,99	19	463	5 058		
DRNF_FT	11,20	12,71	0	53	392		
<b>DRNF_PAS - DRNF_FT</b>						8,037	0,000***
DC_IMP	155,80	120,22	26	489	5 453		
DNT	62,74	53,04	11	226	2 196		
<b>DC_IMP - DNT</b>						6,460	0,000***
DRF_C_IMP	27,14	23,85	2	114	950		
DRF_NT	17,69	19,17	1	64	619		
<b>DRF_C_IMP - DRF_NT</b>						2,987	0,005**
DRNF_C_IMP	128,66	104,35	17	420	4 503		
DRNF_NT	45,06	39,45	6	163	1 577		
<b>DRNF_C_IMP - DRNF_NT</b>						6,381	0,000***
DPOS	93,63	77,52	16	349	3 277		
DNG	62,17	49,89	10	183	2 176		
<b>DPOS - DNG</b>						3,689	0,001***
DRF_POS	14,54	12,92	0	55	509		
DRF_NG	12,60	12,80	0	65	441		
<b>DRF_POS - DRF_NG</b>						1,193	0,241
DRNF_POS	79,09	69,98	10	333	2 768		
DRNF_NG	49,57	41,19	7	155	1 735		
<b>DRNF_POS - DRNF_NG</b>						3,641	0,001***

Legenda: DR: divulgações de risco totais, DRF: divulgações de risco financeiro, DRNF: divulgações de risco não financeiro, DQT: divulgações de risco quantificado, DNQT: divulgações de risco não quantificado, DFT: divulgações de risco relativas ao futuro, DPAS: divulgações de risco relativas ao passado, DCOT: divulgações de risco com orientação temporal, DSOT: divulgações de risco sem orientação temporal, DPOS: divulgações de risco com impacto positivo, DNG: divulgações de risco com impacto negativo, DC\_IMP: divulgações de risco com impacto, DNT: divulgações de risco sem impacto.

\* significância inferior a 5%, \*\* significância inferior a 1%, \*\*\* significância inferior a 0,1%.

**Tabela 9 - Estatísticas descritivas e teste de comparação de médias – Bélgica**

	Média	DP	Mínimo	Máximo	Total	t	Sig.
DR	161,29	124,29	24	620	5 645		
DRNF	140,69	115,32	15	600	4 924		
DRF	20,60	18,60	1	114	721		
<b>DRNF - DRF</b>						6,529	0,000***
DNQT	74,94	54,10	4	249	2 623		
DQT	86,34	81,51	15	371	3 022		
<b>DNQT - DQT</b>						-1,110	0,275
DRF_NQT	6,14	6,41	0	34	215		
DRF_QT	14,46	13,65	1	80	506		
<b>DRF_NQT - DRF_QT</b>						-4,712	0,000***
DRNF_NQT	68,80	52,14	3	247	2 408		
DRNF_QT	71,89	73,46	12	353	2 516		
<b>DRNF_NQT - DRNF_QT</b>						-0,337	0,738
DCOT	145,74	116,41	24	614	5 101		
DSOT	15,54	20,94	0	93	544		
<b>DCOT - DSOT</b>						6,881	0,000***
DRF_COT	18,11	15,21	1	91	634		
DRF_SOT	2,49	4,58	0	23	87		
<b>DRF_COT - DRF_SOT</b>						7,345	0,000***
DRNF_COT	127,63	109,55	15	594	4 467		
DRNF_SOT	13,06	17,56	0	79	457		
<b>DRNF_COT - DRNF_SOT</b>						6,371	0,000***
DPAS	134,97	113,80	22	596	4 724		
DFT	10,77	6,92	1	27	377		
<b>DPAS - DFT</b>						6,587	0,000***
DRF_PAS	16,97	14,87	1	88	594		
DRF_FT	1,14	1,35	0	6	40		
<b>DRF_PAS - DRF_FT</b>						6,392	0,000***
DRNF_PAS	118,00	106,93	15	577	4 130		
DRNF_FT	9,63	6,47	0	22	337		
<b>DRNF_PAS - DRNF_FT</b>						6,127	0,000***
DC_IMP	126,77	110,78	20	568	4 437		
DNT	34,51	25,53	4	115	1 208		
<b>DC_IMP - DNT</b>						5,352	0,000***
DRF_C_IMP	15,03	15,91	0	95	526		
DRF_NT	5,57	5,90	0	19	195		
<b>DRF_C_IMP - DRF_NT</b>						3,692	0,001***
DRNF_C_IMP	111,74	102,87	15	551	3 911		
DRNF_NT	28,94	22,36	0	97	1 013		
<b>DRNF_C_IMP - DRNF_NT</b>						5,202	0,000***
DPOS	75,29	63,50	3	319	2 635		
DNG	51,49	51,31	3	249	1 802		
<b>DPOS - DNG</b>						4,326	0,000***
DRF_POS	8,03	8,40	0	47	281		
DRF_NG	7,00	9,36	0	48	245		
<b>DRF_POS - DRF_NG</b>						0,766	0,449
DRNF_POS	67,26	60,10	2	310	2 354		
DRNF_NG	44,49	46,68	3	241	1 557		
<b>DRNF_POS - DRNF_NG</b>						4,262	0,000***

Legenda: DR: divulgações de risco totais, DRF: divulgações de risco financeiro, DRNF: divulgações de risco não financeiro, DQT: divulgações de risco quantificado, DNQT: divulgações de risco não quantificado, DFT: divulgações de risco relativas ao futuro, DPAS: divulgações de risco relativas ao passado, DCOT: divulgações de risco com orientação temporal, DSOT: divulgações de risco sem orientação temporal, DPOS: divulgações de risco com impacto positivo, DNG: divulgações de risco com impacto negativo, DC\_IMP: divulgações de risco com impacto, DNT: divulgações de risco sem impacto.

\* significância inferior a 5%, \*\* significância inferior a 1%, \*\*\* significância inferior a 0,1%.

No que concerne às tipologias de risco, a exemplo do que se verificou na amostra global, os dois países apresentam um número de divulgações de riscos financeiros (Portugal: 1.569 divulgações – 20,5%, Bélgica: 721 – 12,8%) substancialmente inferior às de riscos não financeiros (Portugal: 6.080 – 79,5%, Bélgica: 4.924 – 87,2%). Os riscos operacionais são a categoria que apresenta maior número de divulgações e os riscos de capacitação e tecnologias de informação são as categorias que apresentam menor número, tanto na amostra portuguesa como na belga, o que indicia padrões de divulgação semelhantes (Tabela 11 e Tabela 12).

Relativamente às características semânticas, o número de divulgações quantificadas (Portugal: 4.369 – 57,1%, Bélgica: 3.022 – 53,5%) é superior às não quantificadas (Portugal: 3.280 – 42,9%, Bélgica: 2.623 – 46,5%), as divulgações relativas ao passado ou presente (Portugal: 6.167 – 80,6%, Bélgica: 4.724 – 83,7%) superam largamente as realizadas sobre o futuro (Portugal: 431 – 5,6%, Bélgica: 377 – 6,7%), existindo ainda divulgações sem qualquer indicação sobre o período temporal (Portugal: 1.051 – 13,7%, Bélgica: 544 – 9,6%). Quanto ao impacto, as empresas portuguesas realizaram 3.277 divulgações com impacto positivo (42,8%), 2.176 divulgações com impacto negativo (28,4%) e 2.196 divulgações neutras (28,7%). Já as empresas belgas efetuaram 2.635 divulgações com impacto positivo (46,7%), 1.802 divulgações com impacto negativo (31,9%) e 1.208 divulgações neutras (21,4%). Nesta última categoria (divulgações neutras) é notória a predominância da amostra portuguesa que, em termos absolutos, realiza quase mais mil divulgações.

**Tabela 10 – Estatística descritiva das tipologias de risco - amostras parcelares**

	Portugal					Bélgica				
	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Total	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Total
DR	218,54	165,13	47	668	7 649	161,29	124,29	24	620	5 645
DRF	44,83	39,01	5	157	1 569	20,60	18,60	1	114	721
DRNF	173,71	137,42	23	553	6 080	140,69	115,32	15	600	4 924
DRO	135,49	101,12	21	416	4 742	112,43	97,28	13	500	3 935
DRC	0,46	1,22	0	6	16	0,23	1,03	0	6	8
DRIT	0,37	0,94	0	4	13	0,37	1,31	0	7	13
DRI	5,14	9,02	0	39	180	1,17	1,84	0	9	41
DRE	32,26	33,07	2	127	1 129	26,49	21,63	1	100	927

Legenda: DR: divulgações de risco totais, DRF: divulgações de risco financeiro, DRNF: divulgações de risco não financeiro, DRO: divulgações de risco operacional, DRC: divulgações de risco de capacitação, DFIT: divulgações de risco de tecnologias de informação, DRI: divulgações de risco de integridade, DRE: divulgações de risco estratégico.

A análise das amostras parcelares permite reforçar as conclusões retiradas anteriormente, uma vez que foram obtidos exatamente os mesmos resultados.

Tanto as empresas belgas como as portuguesas apresentam, em média, um nível de divulgação de riscos não financeiros superior à divulgação de riscos financeiros, pelo que se confirma a hipótese 1. Já a hipótese 2 é rejeitada para as duas amostras parcelares, tanto na totalidade das divulgações de risco como nas divulgações de riscos financeiros e não financeiros, levando a concluir que a média das divulgações feitas de forma quantificada é significativamente superior à média das divulgações feita de forma não quantificada.

A hipótese 3, que compara divulgações com e sem orientação temporal, também é rejeitada nos dois países, independentemente da tipologia de risco, concluindo-se, assim, que a média as divulgações de risco com informação sobre período temporal não é igual ao número de divulgações sem qualquer referência temporal. Já a hipótese 3a é suportada nas duas amostras parcelares e para todas as tipologias de risco, permitindo afirmar que, em média, as divulgações de risco referentes ao passado ou presente excedem a média das divulgações de risco sobre o futuro.

A exemplo do que ocorreu na amostra global, a hipótese 4 é rejeitada para as duas subamostras, podendo afirmar-se que a média das divulgações com impacto (positivo ou negativo) não é igual à média das divulgações sem impacto, seja qual for a tipologia de risco. Já a hipótese 4a é validada apenas no total dos riscos financeiros, podendo afirmar-se que, em média, as divulgações de risco financeiro consideradas boas notícias ou com impacto positivo não são estatisticamente diferentes da média das divulgações de risco financeiro consideradas más notícias ou com impacto negativo, tanto no caso das empresas portuguesas como no das empresas belgas. Esta hipótese é rejeitada no total de divulgações de risco e total de divulgações de risco não financeiro (as boas notícias excedem as más notícias), em qualquer dos países.

**Tabela 11 - Número de empresas por setor de atividade e categoria – amostras parcelares**

Setor	Portugal	Bélgica	Categoria	Portugal	Bélgica
0001 Oil & Gas	1	1			
1000 BasicMaterials	4	5			
2000 Industrials	10	10	Industriais	19	26
3000 ConsumerGoods	3	5			
4000 HealthCare	1	5			
5000 Consumer Services	9	4			
6000 Telecommunications	2	2	Não industriais	16	9
7000 Utilities	2	1			
9000 Technology	3	2			
<b>TOTAL</b>	<b>35</b>	<b>35</b>		<b>35</b>	<b>35</b>

**Tabela 12 - Estatística descritiva das variáveis explicativas – amostras parcelares**

	Portugal				Bélgica			
	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
TA (€)	3 297 801 721	7 185 851 173	27 254 266	40 289 463 000	6 013 019 622	18 409 043 648	136 671 000	109 748 865 134
IND	0,54	0,51	0,00	1,00	0,74	0,44	0,00	1,00
LEV	0,71	0,21	0,07	1,33	0,55	0,26	0,06	1,42
PANEI	0,17	0,16	0,00	0,56	0,44	0,20	0,00	0,86
PMCA	0,10	0,12	0,00	0,44	0,21	0,12	0,00	0,50
CGR	0,34	0,48	0,00	1,00	0,20	0,41	0,00	1,00
DUAL	0,54	0,51	0,00	1,00	0,06	0,24	0,00	1,00
RCA (€)	2 074 778	2 309 590	105 000	11 652 503	1 429 595	1 127 904	78 000	4 474 000

Legenda: TA: total do ativo, IND: setor de atividade, LEV: rácio endividamento (Passivo/Ativo), PANEI: proporção de administradores não executivos independentes, PMCA: proporção de mulheres no conselho de administração, CGR: existência de comissão de gestão de risco, DUAL: dualidade de funções (Presidente do Conselho de Administração e Presidente da Comissão Executiva), RCA: remuneração do conselho de administração.

Quanto às características das empresas (Tabela 11 e 12) verificam-se diferenças entre as amostras. As empresas belgas têm, em média, maior dimensão, menores níveis de endividamento, maior proporção de administradores não executivos independentes (PANEI), maior proporção de mulheres no conselho de administração (PMCA), menos comissões de gestão de risco (CGR), maior separação entre Presidente do Conselho de Administração e Presidente da Comissão Executiva e menores remunerações do conselho de administração (RCA). Em termos de setor de atividade, a amostra belga apresenta maior número de empresas industriais.

### 4.3. Fatores explicativos das divulgações

Os modelos de regressão linear múltipla destinam-se a identificar um conjunto de características das empresas (variáveis independentes) que tenham capacidade de explicar o número de divulgações de risco (variável dependente).

O coeficiente  $\beta$  indica a variação média do número de divulgações de risco por cada variação unitária da variável explicativa, quando todas as outras variáveis se mantêm constantes. O coeficiente de determinação ajustado ( $R^2$ ) revela que variância do nível de divulgação é explicada pelo modelo, ou seja, pelas variáveis explicativas, umas na presença das outras. O teste F à significância global do modelo permite verificar se alguma das variáveis explicativas contribui para explicar a variação total do número de divulgações de risco, isto é, se o modelo pode ser utilizado para realizar inferência estatística (Laureano, 2013).

Os resultados apresentados na Tabela 13, mais concretamente sobre os modelos total de divulgações de risco (DR), total de divulgações de risco financeiro (DRF) e total de

divulgações de risco não financeiro (DRNF), vão permitir concluir sobre as hipóteses 5 a 11, definidas no âmbito do segundo objetivo (identificar um modelo explicativo da divulgação do risco).

As restantes regressões lineares múltiplas aplicadas aos índices de divulgação por características semânticas da divulgação, bem como às amostras parcelas (resultados apresentados na Tabela 14) visam robustecer as inferências realizadas, bem como compreender se os fatores explicativos são os mesmos para a amostra portuguesa e belga.

**Tabela 13- Fatores explicativos das divulgações de risco – amostra total**

Fatores explicativos	Amostra Total										
	Variável Dependente										
	DR (1)	DRF (2)	DRNF (3)	DQT (4)	DNQT (5)	DFT (6)	DPAS (7)	DSOT (8)	DPOS (9)	DNG (10)	DNT (11)
TA	0,340***	0,361***	0,303**	0,353***	0,268*	-0,049	0,330***	0,359***	0,301**	0,454***	0,137
IND	0,037	0,113	0,014	0,072	-0,008	0,209°	0,018	0,034	0,025	-0,012	0,098
LEV	0,124	-0,108	0,172°	0,110	0,119	0,054	0,142	0,026	0,164	0,061	0,083
PMCA	0,208*	-0,086	0,264*	0,195°	0,187	0,029	0,257*	-0,008	0,243*	0,225*	0,049
PANEI	-0,013	-0,287*	0,058	-0,021	-0,002	0,175	0,001	-0,125	0,093	-0,021	-0,172
CGR	0,259**	0,114	0,273**	0,353***	0,113	0,031	0,297**	0,077	0,294**	0,195*	0,176
DUAL	0,129	0,151	0,111	0,106	0,132	0,194	0,090	0,197	0,147	0,049	0,139
RCA	0,431***	0,295**	0,426***	0,365***	0,433***	0,510***	0,397***	0,343**	0,346**	0,431***	0,399***
R <sup>2</sup> Ajust.	42,06%	38,40%	40,80%	42,40%	28,20%	21,10%	40,40%	32,70%	34,00%	47,60%	25,40%
F	7,261***	6,387***	6,937***	7,350***	4,382***	3,309**	6,837***	5,194***	5,441***	8,838***	3,931***

Legenda: TA: total do ativo, IND: setor de atividade, LEV: rácio endividamento (Passivo/Ativo), PANEI: proporção de administradores não executivos independentes, PMCA: proporção de mulheres no conselho de administração, CGR: existência de comissão de gestão de risco, DUAL: dualidade de funções (Presidente do Conselho de Administração e Presidente da Comissão Executiva), RCA: remuneração do conselho de administração.

DR: divulgações de risco totais, DRF: divulgações de risco financeiro, DRNF: divulgações de risco não financeiro, DQT: divulgações de risco quantificado, DNQT: divulgações de risco não quantificado, DFT: divulgações de risco relativas ao futuro, DPAS: divulgações de risco relativas ao passado, DSOT: divulgações de risco sem orientação temporal, DPOS: divulgações de risco com impacto positivo, DNG: divulgações de risco com impacto negativo, DNT: divulgações de risco sem impacto.

° significância inferior a 10%, \* significância inferior a 5%, \*\* significância inferior a 1%, \*\*\* significância inferior a 0,1%.

O primeiro modelo de regressão para o total das divulgações de risco tem uma capacidade explicativa de 42,06%, sendo as variáveis dimensão e características de governo corporativo, medidas pelo total do ativo (TA) e pela proporção de mulheres no conselho de administração (PMCA), existência de uma comissão de gestão de risco (CGR) e a remuneração do conselho de administração (RCA) respetivamente, que, com uma relação positiva, apresentam uma maior capacidade explicativa do número de divulgações de risco. Validam-se, assim, as hipóteses 5 (setor de atividade), 7 (remuneração do conselho de administração), 8 (existência de comissão de gestão de risco) e 10 (proporção de mulheres no conselho de administração).

O segundo modelo de regressão para o total das divulgações de risco financeiro tem uma capacidade explicativa de 38,40%, sendo as variáveis dimensão e características de

governo corporativo, medidas pelo total do ativo (TA) e pela remuneração do conselho de administração (RCA), respetivamente, que com uma relação positiva, mais significativamente explicam o número de divulgações de risco. Também o peso de administradores não executivos independentes é explicativo da quantidade de divulgação de risco, mas apresenta uma relação inversa. Assim, em linha com o modelo anterior, validam-se as hipóteses 5 (setor de atividade) e 7 (remuneração do conselho de administração).

Já o terceiro modelo de regressão para o total das divulgações de risco não financeiro tem uma capacidade explicativa de 40,80%, sendo as variáveis dimensão, nível de risco e características de governo corporativo, medidas pelo total do ativo (TA), rácio de endividamento (LEV), pela proporção de mulheres no conselho de administração (PMCA), existência de uma comissão de gestão de risco (CGR) e remuneração do conselho de administração (RCA) respetivamente, que com uma relação positiva, mais significativamente explicam o número de divulgações de risco. Assim, podemos validar as hipóteses 5 (setor de atividade), 6 (endividamento), 7 (remuneração do conselho de administração), 8 (existência de comissão de gestão de risco) e 10 (proporção de mulheres no conselho de administração), rejeitando-se as restantes hipóteses formuladas.

Relativamente aos restantes modelos, que incidiram sobre a totalidade da amostra, pode verificar-se que todos eles são explicativos do nível de divulgação de risco. As principais conclusões que se retiram são:

- A remuneração do conselho de administração apresenta-se como variável explicativa de todos os modelos e está positivamente relacionada com a divulgação de risco;
- As variáveis existência de comissão de risco e proporção de mulheres no conselho de administração são explicativas e positivamente relacionadas com a quantidade de divulgação de risco, na maioria dos modelos apresentados, e
- O setor de atividade não se apresenta como variável explicativa da maioria dos modelos formulados.

Quando se analisam os modelos de regressão linear, mas aplicados às amostras parcelares, verifica-se que as variáveis explicativas da divulgação do risco não são as mesmas.

Na amostra belga, pode inferir-se que o total do ativo, o endividamento e a proporção de mulheres no conselho de administração são variáveis explicativas da maioria dos

modelos construídos, apresentando uma relação positiva com o total de divulgações de risco.

Por seu turno, as empresas portuguesas apresentam a remuneração do conselho de administração, o total do ativo e o setor de atividade como variáveis explicativas da maioria dos modelos de regressão linear construídos, estando positivamente relacionadas com o total de divulgações de risco.

**Tabela 14 – Fatores explicativos das divulgações de risco – amostras parcelares**

Portugal											
Variável Dependente											
Fatores explicativos	DR (1)	DRF (2)	DRNF (3)	DQT (4)	DNQT (5)	DFT (6)	DPAS (7)	DSOT (8)	DPOS (9)	DNG (10)	DNT (11)
TA	0,324°	0,228	0,324°	0,308°	0,296	-0,192	0,367*	0,281	0,443*	0,224	0,150
IND	0,279*	0,300°	0,250°	0,312*	0,213	0,390*	0,273*	0,188	0,228°	0,238*	0,311°
LEV	-0,170	-0,382**	-0,096	-0,180	-0,140	-0,073	-0,149	-0,229	-0,072	-0,210°	-0,226
PMCA	0,081	-0,160	0,142	0,071	0,079	-0,084	0,137	-0,063	0,202	0,005	-0,049
PANEI	0,168	-0,264	0,277°	0,112	0,197	0,352°	0,199	-0,041	0,412*	0,002	-0,081
CGR	0,234	0,178	0,231	0,373**	0,079	0,001	0,285*	0,090	0,189	0,300*	0,170
DUAL	0,212	0,093	0,228	0,109	0,277	0,443**	0,144	0,293°	0,227	0,129	0,206
RCA	0,456**	0,233	0,482**	0,418**	0,432*	0,745***	0,415**	0,369°	0,309°	0,585***	0,418*
R <sup>2</sup> Ajust.	52,20%	28,30%	55,80%	58,30%	32,40%	40,90%	56,30%	34,10%	49,40%	66,70%	25,40%
F	5,650***	2,681*	6,362***	6,936***	3,037*	3,944**	6,472***	3,197*	5,142***	9,501***	2,447*
Bélgica											
Variável Dependente											
Fatores explicativos	DR (1)	DRF (2)	DRNF (3)	DQT (4)	DNQT (5)	DFT (6)	DPAS (7)	DSOT (8)	DPOS (9)	DNG (10)	DNT (11)
TA	0,491***	0,845***	0,393**	0,503**	0,369**	-0,092	0,438**	0,562***	0,385*	0,597***	0,232°
IND	0,030	0,174°	0,005	0,116	-0,105	-0,087	0,032	0,037	0,088	-0,033	-0,005
LEV	0,453**	0,244*	0,449*	0,330°	0,543**	0,200	0,372*	0,600***	0,419*	0,254	0,654***
PMCA	0,431*	0,045	0,457*	0,448*	0,315°	-0,033	0,484**	-0,061	0,495**	0,397*	0,068
PANEI	-0,018	-0,138°	0,003	0,052	-0,118	0,100	-0,011	-0,080	-0,048	0,028	-0,023
CGR	0,155	0,041	0,160	0,232	0,006	0,044	0,160	0,033	0,166	0,060	0,221
DUAL	-0,066	-0,059	-0,061	0,051	-0,228	-0,323	-0,006	-0,251*	0,073	-0,073	-0,356*
RCA	0,099	0,049	0,099	0,065	0,131	0,237	0,129	-0,188	0,129	0,114	-0,065
R <sup>2</sup> Ajust.	43,70%	81,20%	36,20%	34,50%	45,20%	-1,26%	34,40%	61,50%	30,30%	40,60%	41,40%
F	4,293**	19,307***	3,415**	3,242*	4,511**	0,947	3,230*	7,788***	2,847*	3,905**	4,005**

Legenda: TA: total do ativo, IND: setor de atividade, LEV: rácio endividamento (Passivo/Ativo), PANEI: proporção de administradores não executivos independentes, PMCA: proporção de mulheres no conselho de administração, CGR: existência de comissão de gestão de risco, DUAL: dualidade de funções (Presidente do Conselho de Administração e Presidente da Comissão Executiva), RCA: remuneração do conselho de administração.

DR: divulgações de risco totais, DRF: divulgações de risco financeiro, DRNF: divulgações de risco não financeiro, DQT: divulgações de risco quantificado, DNQT: divulgações de risco não quantificado, DFT: divulgações de risco relativas ao futuro, DPAS: divulgações de risco relativas ao passado, DSOT: divulgações de risco sem orientação temporal, DPOS: divulgações de risco com impacto positivo, DNG: divulgações de risco com impacto negativo, DNT: divulgações de risco sem impacto.

° significância inferior a 10%, \* significância inferior a 5%, \*\* significância inferior a 1%, \*\*\* significância inferior a 0,1%.

#### 4.4. Comparação das divulgações realizadas pelas empresas portuguesas e belgas

Para responder ao terceiro objetivo e verificar a hipótese 12, procedeu-se à comparação das divulgações efetuadas pelas empresas portuguesas e belgas, para os diversos índices de divulgação enumerados na Tabela 3, com exceção dos índices de divulgação que aglutinam mais que uma categoria (DCOT e DC\_IMP).

A comparação das variáveis entre os dois países foi realizada por recurso ao teste T para amostras independentes, uma vez que se está perante diferentes observações realizadas por diferentes entidades.

A aplicação deste teste tem como pressuposto a independência das amostras e que as duas amostras são retiradas de populações normalmente distribuídas. As empresas que compõem a amostra belga não fazem parte da amostra portuguesa, pelo que o primeiro pressuposto encontra-se verificado. Atendendo à dimensão das amostras parciais (N=35), pelo Teorema do Limite Central pode considerar-se que também este pressuposto está verificado.

Os resultados do teste de Levene à homogeneidade das variâncias permitem saber qual dos resultados do teste t deve ser considerado, uma vez que o SPSS apresenta sempre dois testes t. Assim, resumiu-se os resultados da diferença de médias de divulgação de risco realizada entre as amostras portuguesa e belga, na Tabela 15.

Para validação da hipótese 12 serão considerados os resultados do teste T aplicado aos índices de divulgação de risco total, de riscos financeiros e de riscos não financeiros. Os restantes resultados servirão apenas para robustecer as conclusões obtidas e compreender melhor as divergências ou semelhanças entre as empresas portuguesas e belgas, no que concerne aos padrões de divulgação de risco.

**Tabela 15 – Estatísticas descritivas e teste t para as amostras Portugal e Bélgica**

		DR	DRF	DRNF	DQT	DNQT	DFT	DPAS	DSOT	DPOS	DNG	DNT
Portugal	Média	218,54	44,83	173,71	124,83	93,71	12,31	176,20	30,03	93,63	62,17	62,74
	Desvio Padrão	165,13	39,01	137,42	83,88	93,19	13,43	123,28	38,26	77,52	49,89	53,04
	Total	7 649	1 569	6 080	4 369	3 280	431	6 167	1 051	3 277	2 176	2 196
Bélgica	Média	161,29	20,60	140,69	86,34	74,94	10,77	134,97	15,54	75,29	51,49	34,51
	Desvio Padrão	124,29	18,60	115,32	81,51	54,10	6,92	113,80	20,94	63,50	51,31	25,53
	Total	5 645	721	4 924	3 022	2 623	377	4 724	544	2 635	1 802	1 208
	t	1,639	3,317	1,089	1,947	1,031	,604	1,454	1,965	1,083	,883	2,837
	Sig.	,106	0,001**	,280	,056	,306	,548	,151	,054	,283	,380	0,006**

Legenda: DR: divulgações de risco totais, DRF: divulgações de risco financeiro, DRNF: divulgações de risco não financeiro, DQT: divulgações de risco quantificado, DNQT: divulgações de risco não quantificado, DFT: divulgações de risco relativas ao futuro, DPAS: divulgações de risco relativas ao passado, DSOT: divulgações de risco sem orientação temporal, DPOS: divulgações de risco com impacto positivo, DNG: divulgações de risco com impacto negativo, DNT: divulgações de risco sem impacto.

\* significância inferior a 5%, \*\* significância inferior a 1%, \*\*\* significância inferior a 0,1%.

O número médio de divulgações de risco realizado por portuguesas ascende a 218 divulgações, que compara com as 161 divulgações realizadas, em média, por empresas belgas, diferença esta que não é estatisticamente significativa ( $p\text{-value} = 0,106$ ). Quando se compara o número de divulgações de risco não financeiro, as conclusões são idênticas ( $p\text{-value} = 0,28$ ), o que nos permite a validar a hipótese 12. Contudo, quanto à divulgação de riscos financeiros, o número médio de divulgações realizadas por empresas portuguesas é estatisticamente diferente da média das divulgações realizadas pelas empresas belgas ( $p\text{-value} = 0,01$ ), o que conduz à não verificação da hipótese 12.



## 5. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Os resultados dos procedimentos estatísticos realizados, anteriormente apresentados, permitem validar ou infirmar as hipóteses formuladas e, conseqüentemente, retirar conclusões no âmbito dos objetivos do presente estudo.

Far-se-á seguidamente a discussão dos resultados obtidos à luz das conclusões de outros estudos empíricos e das teorias justificativas do relato.

### 5.1. Caracterização das divulgações de risco

Da caracterização inicial, destaca-se a elevada dispersão dos dados, manifesta nos valores dos desvios padrão, tanto nas divulgações de risco totais como nas diversas categorias que foram estudadas.

Esta heterogeneidade nas práticas de divulgação das empresas que constituem a amostra deve ser enquadrada pelos regimes regulatórios em vigor, muito semelhantes entre si, tanto nos requisitos de divulgação vigentes na União Europeia, como nos regulamentos dos órgãos reguladores dos mercados ou ainda nos normativos contabilísticos em vigor. Com exceção dos riscos financeiros, a divulgação do risco pelas empresas permite um elevado grau de discricionariedade, em que os determinantes podem ser muito variados, não sendo necessariamente resultado da regulação.

Ao comparar a divulgação dos riscos financeiros e não financeiros, verifica-se um maior número de divulgações de risco não financeiro na amostra total e nas amostras portuguesa e belga. Este resultado permite validar a hipótese 1, sendo consistente com as conclusões de Dobler *et al.* (2011) e ; Linsley e Shrives (2006).

Quanto às características semânticas das divulgações, ao confrontar as divulgações de risco quantificadas e não quantificadas, verificou-se predominância da primeira categoria, contrariamente ao previsto na hipótese 2, sendo esta infirmada. Esta conclusão é contraditória aos estudos realizados até à data (Dobler *et al.*, 2011; Linsley e Shrives, 2006; Oliveira *et al.*, 2011).

A conclusão, com significância estatística, que a média das divulgações de risco quantificadas superam a média das divulgações de risco não quantificadas, é a mesma nas amostras total e na portuguesa, quando consideradas as divulgações totais ou por tipologia de risco (financeiros e não financeiros). Na amostra belga podemos inferir o mesmo, mas apenas quando a análise incide sobre a divulgação de riscos financeiros.

Nos restantes casos (divulgação de riscos total e divulgação de riscos não financeiros), a amostra belga não apresenta diferenças, com significância estatística, entre as divulgações de risco quantificadas e não quantificadas.

Não existindo especial regulação que justifique esta diferença de padrão face ao relato anual e atendendo à heterogeneidade da amostra, poder-se-á admitir que este padrão poderá estar relacionado com a própria natureza do relato intercalar. Este pretende atualizar as últimas informações do relatório anual e sobre a evolução do semestre, tendo os relatórios uma dimensão (entenda-se número de páginas) muito mais reduzido, comparativamente ao relatório anual. A sensibilidade é que há maior *focus* no resultado e desempenho do semestre, sendo por isso compreensível este padrão. Esta conclusão vai ao encontro do próprio objetivo do relato intercalar, a atualização do resultado e desempenho face ao relatório anual

Sobre a orientação temporal, na amostra total e parcelares, considerando as divulgações totais ou apenas as divulgações por tipologia, a média das divulgações sobre o passado ou futuro excede largamente a média das divulgações sem qualquer referência temporal, não se validando a hipótese 3 e contrariando as conclusões de Serrasqueiro (2013), que não identificou diferenças estatisticamente significativas entre as divulgações com e sem orientação temporal ou identificou predominância das divulgações sem orientação temporal, dependendo das amostras em causa.

Já a hipótese 3a é validada, tanto para a amostra total como para as amostras portuguesa e belga, uma vez que as divulgações de risco sobre o passado ou presente excedem significativamente as divulgações sobre acontecimentos futuros. Os resultados corroboram os obtidos por Beretta e Bozzolan (2004), Dobler *et al.* (2011) e Oliveira *et al.* (2011). Como indicado anteriormente, os gestores, por recearem litigância futura ou perda de credibilidade, podem ser mais relutantes em divulgar informação prospectiva, dada a falta de fiabilidade que lhe está inerente (Linsley e Shrives, 2006; Oliveira *et al.*, 2011).

Relativamente ao impacto das divulgações, verifica-se que as divulgações com impacto são significativamente superiores às divulgações sem impacto, tanto na amostra total, como nas amostras parcelares, pelo que a hipótese 4 é inferida. Também aqui os resultados contrariam as conclusões de Serrasqueiro (2013) que identificou predominância das divulgações neutras ou que a média das divulgações com e sem impacto não eram estatisticamente diferentes, dependendo da amostra. Atendendo ao

resultado anterior, que as divulgações são predominantemente quantificadas, este é coerente, na medida em que a quantificação tem subjacente o impacto.

Comparando qual dos impactos tem predominância, verifica-se que tanto na amostra total como nas parcelares, a divulgação de risco positivo é significativamente superior à divulgação de risco com impacto negativo, quer para a totalidade das divulgações quer para as divulgações de risco não financeiro, em linha com os resultados obtidos por Linsley e Shrives (2006) e Silva (2015), não se assim validando a hipótese 4a nestas situações. Estes resultados sustentam o argumento de que os gestores podem optar por omitir as más notícias, desde que não incorram em custos legais ou reputacionais excessivos, por gestão da imagem da empresa ou do seu próprio interesse (Linsley e Shrives, 2006).

Já as divulgações de riscos financeiros não apresentam diferenças significativas entre boas e más notícias, tanto na amostra global como por país, consistente com os resultados de Oliveira *et al.* (2011). Estes resultados permitem validar a hipótese 4a.

Na Tabela 16 encontram-se resumidos os resultados apurados relativamente às hipóteses formuladas no âmbito do primeiro objetivo deste trabalho.

**Tabela 16** Resumo da validação das hipóteses relacionadas com as características das divulgações de risco

			Verificada	Não Verificada	Conclusão
<b>Hipótese 1</b>	<b>Amostra Total</b>	DRT	✓		Suportada
	<b>Bélgica</b>	DRT	✓		
	<b>Portugal</b>	DRT	✓		
<b>Hipótese 2</b>	<b>Amostra Total</b>	DRT		✓	Não suportada
		DRF		✓	
		DRNF		✓	
	<b>Bélgica</b>	DRT		✓	
		DRF		✓	
		DRNF		✓	
	<b>Portugal</b>	DRT		✓	
		DRF		✓	
		DRNF		✓	
<b>Hipótese 3</b>	<b>Amostra Total</b>	DRT		✓	Não suportada
		DRF		✓	
		DRNF		✓	
	<b>Bélgica</b>	DRT		✓	
		DRF		✓	
		DRNF		✓	
	<b>Portugal</b>	DRT		✓	
		DRF		✓	
		DRNF		✓	
<b>Hipótese 3a</b>	<b>Amostra Total</b>	DRT	✓		Suportada
		DRF	✓		
		DRNF	✓		
	<b>Bélgica</b>	DRT	✓		
		DRF	✓		
		DRNF	✓		
	<b>Portugal</b>	DRT	✓		
		DRF	✓		
		DRNF	✓		
<b>Hipótese 4</b>	<b>Amostra Total</b>	DRT		✓	Não suportada
		DRF		✓	
		DRNF		✓	
	<b>Bélgica</b>	DRT		✓	
		DRF		✓	
		DRNF		✓	
	<b>Portugal</b>	DRT		✓	
		DRF		✓	
		DRNF		✓	
<b>Hipótese 4a</b>	<b>Amostra Total</b>	DRT		✓	Parcialmente suportada
		DRF	✓		
		DRNF		✓	
	<b>Bélgica</b>	DRT		✓	
		DRF	✓		
		DRNF		✓	
	<b>Portugal</b>	DRT		✓	
		DRF	✓		
		DRNF		✓	

DRT - Divulgações de risco totais, DRF - Divulgações de risco financeiro, DRNF - Divulgações de risco não financeiro

## 5.2. Fatores explicativos das divulgações

Como mencionado anteriormente, os resultados apresentados na Tabela 13, mais concretamente sobre os modelos total de divulgações de risco (DR), total de divulgações de risco financeiro (DRF) e total de divulgações de risco não financeiro (DRNF), vão permitir concluir sobre as hipóteses 5 a 11, definidas no âmbito do segundo objetivo (identificar um modelo explicativo da divulgação do risco).

Assim, a hipótese 5, que procura inferir sobre a ausência de relação entre o setor de atividade e a divulgação de risco, é validada quando o modelo engloba as divulgações de risco totais ou as divulgações de risco por tipologia (financeiros e não financeiro), na amostra das 70 empresas. Se a validação desta hipótese fosse alargada aos modelos relativos às características semânticas da divulgação, a mesma seria validada em praticamente todos os modelos. Na amostra de belga, o setor de atividade não é explicativo em quase todos modelos de regressão, resultado este que reforça as conclusões ao nível da amostra total. Estas conclusões confirmam as de Beretta e Bozzolan (2004) e Mokhtar e Mellett (2013).

Contudo, os índices de divulgação de riscos financeiros, na amostra portuguesa e belga, e a generalidade dos restantes índices de divulgação, quando se considera apenas a amostra portuguesa, apresentam uma relação significativa positiva com o setor de atividade. Estes resultados corroboram as conclusões de outros autores (Abraham e Cox, 2007; Amran *et al.*, 2009; Elzahar e Hussainey, 2012), apesar de terem seguido diferentes abordagens. Enquanto Amran *et al.* (2009) consideraram uma variável por sector no modelo de regressão, Elzahar e Hussainey (2012) introduziram apenas uma variável *dummy*.

Relativamente à hipótese 6, que procura aferir se o rácio de endividamento influencia o nível de divulgação de risco, foi validada apenas no índice de divulgação de risco não financeiros, identificando-se uma relação positiva entre as variáveis.

Nos modelos, que apresentam os índices de divulgação de riscos totais e financeiros como variável dependente, o rácio de endividamento não se apresenta como variável explicativa do nível de divulgação, não se validando a hipótese 6. Nos restantes modelos, por atributos da divulgação, bem como na generalidade nos modelos, quando considerada a amostra portuguesa, a conclusão é idêntica, ou seja, ausência de relação entre o nível de endividamento e de divulgação de risco. Este resultado é consistente com Abraham e Cox (2007).

Na amostra portuguesa, o endividamento apresenta uma relação significativa negativa com o nível de divulgação de risco financeiro. Aparentemente este resultado é contraditório ao de Oliveira *et al.* (2011), que também analisou uma amostra portuguesa. Contudo, a relação positiva entre o endividamento e a divulgação de risco, identificada pelos autores, é na amostra total, que engloba empresas cotadas e não cotadas no Euronext. Analisando os resultados exclusivamente das empresas cotadas, também Oliveira *et al.* (2011) concluem sobre a ausência de relação entre o rácio de endividamento e a divulgação de risco.

Já a amostra belga, contrariamente à portuguesa, apresenta na maioria dos modelos, uma relação positiva estatisticamente significativa entre a variável endividamento e o nível de divulgação de risco. Este resultado é consistente com Khlif e Hussainey (2016) e com a própria teoria da agência.

No âmbito dos fatores explicativos da divulgação, foram formuladas várias hipóteses no domínio de *corporate governance*. Na amostra total e por tipologias de risco, foi identificada uma relação positiva entre a remuneração do conselho de administração e o nível de divulgação, o que permitiu validar a hipótese 7. Nos restantes modelos construídos para a amostra total, bem como na generalidade dos modelos construídos para a amostra portuguesa, as conclusões apuradas são as mesmas. Estes resultados são consistentes com os apurados por Lajili (2009), quanto utiliza como métrica o peso dos planos de ações, opções e prémios pagos no total da remuneração e por Martikainen *et al.* (2015), quando consideram as opções ou ações da empresa, como forma de remuneração. Estão ainda em linha com a própria teoria da agência, que evoca a remuneração como mecanismo de alinhamento dos interesses dos administradores e acionistas.

A amostra belga, por seu turno, não apresenta relação entre a remuneração do conselho de administração e o nível de divulgação de risco, em qualquer um dos modelos formulados. Para melhor interpretação deste resultado, deverá primeiramente considerar-se as características das duas amostras parcelares. Por um lado as empresas belgas apresentam, em média, maior dimensão (total de ativos) mas remunerações do conselho de administração mais baixas. Não se identificou regulação específica sobre as remunerações que fosse explicativa deste diferente padrão. Contudo, poder-se-á conjecturar sobre eventuais explicações, como por exemplo as características culturais.

Relativamente à hipótese 8, foi identificada uma relação positiva, estatisticamente significativa, entre a existência de comissão de risco e a divulgação de risco total e

divulgação de risco não financeiro, permitindo validar a hipótese com base nestes modelos. Esta conclusão está em linha com a argumentação que as comissões de gestão de risco são uma melhor forma para monitorizar a qualidade da gestão de risco (Fraser e Henry, 2007), reduzindo-se assim os custos de agência.

No âmbito da amostra total, a existência de comissão de risco não apresenta relação com a divulgação de risco financeiro. No âmbito da amostra total, os restantes índices de divulgação apresentam relação positiva ou ausência de relação com a existência de comissão de gestão de risco. Ao nível das amostras parcelares verifica-se a ausência de relação entre o nível de divulgação e a existência de comissão de gestão de risco, na maioria dos modelos portugueses e em todos os belgas, resultados consistentes com os de Vandemaele *et al.* (2009).

No que concerne à proporção de administradores não executivos independentes, considerando a globalidade da amostra, esta variável apresentou uma relação negativa com significância estatística com a divulgação de riscos financeiros e uma ausência de relação significativa com os demais índices de divulgação, levando a rejeitar a hipótese 9. A amostra belga apresenta o mesmo padrão que a amostra total. Já a amostra portuguesa identifica uma relação positiva entre a proporção de administradores não executivos independentes e três dos índices de divulgação, não existindo relação significativa com os demais índices de divulgação de risco. A tendência predominante é a ausência de relação significativa com o nível de divulgação de risco, resultado confirmatório dos obtidos por Elzahar e Hussainey (2012) e Vandemaele *et al.* (2009).

Relativamente à diversidade de género, a proporção de mulheres no total do conselho de administração encontra-se positivamente relacionada com a divulgação de riscos total e divulgação de riscos não financeiros, na amostra total, permitindo validar a hipótese 10. Estes resultados confirmam os de Allini *et al.* (2016), Al-Maghzom *et al.* (2016) e Ntim *et al.* (2013). Já a divulgação de riscos financeiros não apresenta uma relação estatisticamente significativa com a variável peso de mulheres no conselho de administração, não sendo, neste caso, validada a hipótese 10. Os restantes índices de divulgação apresentam uma relação positiva ou uma ausência de relação significativa com a variável mulheres no conselho de administração. Na amostra portuguesa, esta variável não é explicativa em nenhum dos modelos construídos, enquanto a amostra belga apresenta o mesmo padrão da amostra total (relação positiva ou ausência de relação significativa).

Este diferente padrão, entre as amostras portuguesa e belga, pode ser explicado articulando a regulamentação de governo corporativo, vigente à data de elaboração dos relatórios semestrais de 2014, com a teoria dos altos escalões.

Quanto à regulação, a Bélgica já tinha o seu código de governo corporativo aprovado (em 2009), introduzindo regras específicas sobre a diversidade de género (Moniteur Belge, 2011) e definindo o ano de 2017 como meta para alcançar os objectivos estabelecidos. Em Portugal, a regulamentação e recomendações vigentes eram omissas quanto à diversidade de género, embora já existisse uma proposta de diretiva, ao nível europeu, sobre esta temática (E.U., 2012).

Os resultados mostram que, em Portugal, a proporção média de mulheres no conselho de administração é 10%, já na Bélgica é 21%, reflectindo as diferenças regulatórias. Articulando estes resultados com a teoria dos altos escalões, que defende a influência das características demográficas da gestão de topo, como o género, nas tomadas de decisões estratégicas (Hambrick e Mason, 1984), é possível compreender os padrões identificados.

A hipótese 11, sobre a eventual influência da dualidade de papéis (Presidente do Conselho de Administração e Presidente da Comissão Executiva) no número de divulgações de risco, não é validada quer para o índice de divulgações totais como para os índices de divulgação por tipologia de risco (financeiros e não financeiro). Os restantes modelos, que consideraram a totalidade da amostra, também apresentam as mesmas conclusões. Ao nível das amostras parcelares, Portugal e Bélgica, os resultados são, na generalidade, consistentes com os apurados na amostra total. Esta ausência de relação significativa é consistente com a evidência empírica anterior (Elshandidy *et al.*, 2013; Elzahar e Hussainey, 2012; Moumen *et al.*, 2016; Vandemaele *et al.*, 2009).

Na Tabela 17 encontram-se resumidos os resultados apurados relativamente às hipóteses formuladas no âmbito do segundo objetivo deste trabalho.

Tabela 17 Resumo da validação das hipóteses relacionadas os factores explicativos das divulgações

		Verificada	Não Verificada	Conclusão
Hipótese 5	DRT	✓		Suportada
	DRF	✓		
	DRNF	✓		
Hipótese 6	DRT		✓	Parcialmente suportada
	DRF		✓	
	DRNF	✓		
Hipótese 7	DRT	✓		Suportada
	DRF	✓		
	DRNF	✓		
Hipótese 8	DRT	✓		Parcialmente suportada
	DRF		✓	
	DRNF	✓		
Hipótese 9	DRT		✓	Não suportada
	DRF		✓	
	DRNF		✓	
Hipótese 10	DRT	✓		Parcialmente suportada
	DRF		✓	
	DRNF	✓		
Hipótese 11	DRT		✓	Não suportada
	DRF		✓	
	DRNF		✓	

DRT - Divulgações de risco totais, DRF - Divulgações de risco financeiro, DRNF - Divulgações de risco não financeiro

### 5.3. Comparação das divulgações realizadas pelas empresas portuguesas e belgas

No âmbito do terceiro objetivo, comparar os padrões de divulgação dos relatórios financeiros portugueses e belgas, veja-se os resultados da diferença de médias de divulgação de risco, entre as amostras portuguesa e belga, na Tabela 15.

O número médio de divulgações de risco total não é estatisticamente diferente entre empresas portuguesas e belgas ( $p\text{-value} = 0,106$ ), o que nos permite a validar a hipótese 12. As conclusões são idênticas quando se compara o número de divulgações de risco não financeiro ( $p\text{-value} = 0,28$ ) e a generalidade dos índices de divulgação de risco.

Contudo, quanto à divulgação de riscos financeiros e riscos neutros, o número médio de divulgações realizadas por empresas portuguesas é estatisticamente diferente da média das divulgações realizadas pelas empresas belgas ( $p\text{-value} = 0,01$  e  $p\text{-value} = 0,006$ ).

Estes resultados são contraditórios aos de Horing e Gründl (2011), que concluem que os países mediterrânicos divulgam menos, e parcialmente suportados pelo trabalho de Vieira e Pinho (2011), que sugere que as empresas portuguesas são mais transparentes que as belgas (considerando o índice de divulgação CIFAR). Os resultados obtidos indiciam que o país não é determinante das diferenças de divulgação, sempre que ambiente regulatório em que as empresas se inserem seja muito semelhante. Contudo, é

necessária prudência na generalização desta conclusão, dada a inexistência de estudos empíricos com a mesma amostra e área de estudo, que permitam contrastar resultados.

Na Tabela 18 encontra-se resumido os resultados apurados relativamente à hipótese formulada no âmbito do terceiro e último objetivo deste trabalho.

**Tabela 18 - Resumo da validação da hipótese relacionada com a comparação das divulgações realizadas pelas empresas portuguesas e belgas**

	Verificada	Não Verificada	Conclusão
<b>Hipótese 12</b>	DRT	✓	Parcialmente suportada
	DRF	✓	
	DRNF	✓	

DRT - Divulgações de risco totais, DRF - Divulgações de risco financeiro, DRNF - Divulgações de risco não financeiro

## 6. CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E SUGESTÕES DE INVESTIGAÇÃO

### 6.1. Conclusões

O objetivo geral do presente estudo é descrever a forma como as empresas portuguesas e belgas divulgam os riscos nos relatórios financeiros semestrais, particularizando-se em caracterizar as divulgações efetuadas, identificar um modelo explicativo do nível de divulgação de risco e comparar os padrões de divulgação dos relatórios financeiros portugueses e belgas.

Da caracterização inicial, destaca-se a elevada dispersão dos dados, manifesta nos valores dos desvios padrão, tanto nas divulgações de risco totais como nas diversas categorias que foram estudadas.

A amostra portuguesa registou cerca de mais duas mil divulgações de risco que a amostra belga. Tanto na amostra total como nas amostras parciais, as divulgações podem caracterizar-se como sendo, predominantemente, de risco não financeiro, quantificadas, relativas a acontecimentos passados ou presentes e com impacto positivo. De todas as tipologias de risco identificadas, predominam os riscos operacionais. Na segmentação entre riscos financeiros e riscos não financeiros, as divulgações de riscos não financeiros são, em média, em maior número das divulgações de riscos financeiros, consistente com as conclusões de Dobler *et al.* (2011) e Linsley e Shrives (2006).

Quanto às características semânticas das divulgações, verificou-se predominância das divulgações de risco quantificadas, contrariamente aos estudos realizados até à data (Dobler *et al.*, 2011; Linsley e Shrives, 2006; Oliveira *et al.*, 2011).

Não existindo especial regulação que justifique esta diferença de padrão face ao relato anual, poder-se-á admitir que poderá estar relacionado com a própria natureza do relato intercalar, cujo objetivo é atualizar as informações do último relatório anual e informar sobre o desempenho do semestre com grande *focus* no resultado, sendo por isso compreensível este padrão.

Quanto à orientação temporal, na amostra total e parcelares (portuguesa e belga), as divulgações de risco sobre o passado ou presente excedem significativamente as divulgações sobre acontecimentos futuros, corroborando os resultados obtidos por Beretta e Bozzolan (2004), Dobler *et al.* (2011) e Oliveira *et al.* (2011).

Relativamente ao impacto, a divulgação de risco com impacto positivo é significativamente superior à divulgação de risco com impacto negativo, na amostra

total, portuguesa e belga, em linha com os resultados obtidos por Linsley e Shrivess (2006) e Silva (2015).

Quanto ao modelo explicativo da divulgação de risco, a variável setor de atividade não apresenta uma relação significativa com a divulgação de risco, em quase todos modelos de regressão da amostra total e da amostra belga, confirmando as conclusões de Beretta e Bozzolan (2004) e Mokhtar e Mellett (2013). Já na amostra portuguesa, a generalidade dos índices de divulgação apresentam uma relação significativa positiva com o setor de atividade, corroborando as conclusões de Abraham e Cox (2007), Amran *et al.* (2009) e Elzahar e Hussainey (2012).

O rácio de endividamento, *proxy* do nível de risco, não apresenta uma relação significativa com a divulgação de risco, na generalidade nos modelos da amostra total e portuguesa, consistente com Abraham e Cox (2007). Já a amostra belga, contrariamente à portuguesa, apresenta na maioria dos modelos, uma relação positiva estatisticamente significativa entre a variável endividamento e o nível de divulgação de risco, resultado consistente com Khelif e Hussainey (2016) e com a própria teoria da agência.

No domínio de *corporate governance*, foi identificada uma relação positiva entre a remuneração do conselho de administração e o nível de divulgação, na amostra total, bem como na generalidade dos modelos construídos para a amostra portuguesa. Estes resultados são consistentes com os apurados por Lajili (2009) e Martikainen *et al.* (2015) e com a própria teoria da agência, que evoca a remuneração como mecanismo de alinhamento dos interesses dos administradores e acionistas. Já amostra belga, por seu turno, não apresenta relação significativa entre a remuneração do conselho de administração e o nível de divulgação de risco, em qualquer um dos modelos formulados. Não se identificou regulação específica que fosse explicativa deste diferente padrão. Contudo, poder-se-á conjecturar sobre eventuais explicações, como por exemplo, as características culturais.

A existência de comissão de risco apresenta uma relação positiva, estatisticamente significativa, com alguns dos índices de divulgação de risco, no âmbito da amostra total, conclusão em linha com a argumentação que as comissões de gestão de risco são uma melhor forma para monitorizar a qualidade da gestão de risco (Fraser e Henry, 2007), reduzindo-se assim os custos de agência. Ao nível das amostras parcelares verifica-se, na generalidade, a ausência de relação entre o nível de divulgação e a existência de comissão de gestão de risco, resultados consistentes com os de Vandemaele *et al.* (2009).

No que concerne à proporção de administradores não executivos independentes, a tendência predominante, nas amostras total e parcelares, é a ausência de relação significativa com o nível de divulgação de risco, resultado confirmatório dos obtidos por Elzahar e Hussainey (2012) e Vandemaele *et al.* (2009).

Relativamente à diversidade de género, a proporção de mulheres no total do conselho de administração encontra-se positivamente relacionada com alguns dos índices de divulgação de riscos, na amostra total e belga, resultados que confirmam os de Allini *et al.* (2016), Al-Maghzom *et al.* (2016) e Ntim *et al.* (2013). Já na amostra portuguesa, esta variável não é explicativa em nenhum dos modelos construídos. Este diferente padrão, entre as amostras portuguesa e belga, pode ser explicado articulando a regulamentação de governo corporativo, vigente à data de elaboração dos relatórios semestrais de 2014, mais específica sobre esta temática no caso belga, com a teoria dos altos escalões, que defende a influência das características demográficas da gestão de topo, como o género (Hambrick e Mason, 1984).

A dualidade de papéis (Presidente do Conselho de Administração e Presidente da Comissão Executiva) apresenta ausência de relação significativa com a generalidade dos índices de divulgação, tanto na amostra total como nas parcelares, o que é consistente com a evidência empírica anterior (Elshandidy *et al.*, 2013; Elzahar e Hussainey, 2012; Moumen *et al.*, 2016; Vandemaele *et al.*, 2009).

No âmbito do terceiro objetivo, comparar os padrões de divulgação dos relatórios financeiros portugueses e belgas, a conclusão dominante é que o número médio de divulgações de risco não é estatisticamente diferente entre empresas portuguesas e belgas, resultados contraditórios aos de Höring e Gründl (2011), que concluem que os países mediterrânicos divulgam menos. Os resultados obtidos indiciam que o país não é determinante das diferenças de divulgação, sempre que ambiente regulatório em que as empresas se inserem seja muito semelhante.

Em conclusão, cada um dos países, Portugal e Bélgica, apresenta práticas de divulgação bastante heterogéneas nas empresas que compõem a respetiva subamostras, não sendo o país nem a regulação os determinantes das práticas de divulgação, mas sim características específicas das empresas.

O presente trabalho contribui para a teoria ao expandir o conhecimento sobre divulgação de risco, incidindo a análise no relato intercalar, cujas práticas de divulgação

têm sido pouco estudadas, preenchendo, assim, um *gap* detetado na literatura e dando resposta ao repto lançado por Elzahar e Hussainey (2012).

Cumulativamente, dada a predominância de estudos de divulgação em amostras de um só país, o estudo alarga a análise a realidades multi-país, procurando compreender quais as características semânticas da divulgação e tipologias risco, comparando práticas de países e contrastando os resultados com as práticas dos relatórios anuais.

A investigação efetuada contribui, também, para o reforço da tendência recente de avaliar qual a capacidade explicativa que as características dos modelos de governo corporativo podem ter na divulgação de informação corporativa, particularmente na divulgação dos riscos empresariais, ao testar e concluir sobre a capacidade explicativa de algumas dessas variáveis, como o género.

Uma das principais vantagens em aprofundar o conhecimento sobre divulgação do risco no âmbito do relato intercalar é o possível contributo para os reguladores e organismos normalizadores.

## **6.2. Limitações e sugestões de pesquisa futura**

A análise de conteúdo manual é um forte consumidor de tempo, o que implica amostras com reduzidas dimensões, sendo essa uma das limitações deste trabalho, a exemplo do que se verifica de forma generalizada na literatura sobre o tema.

De igual modo, a subjetividade implícita ao processo de codificação e recolha de dados, apesar de todo o cuidado e rigor ao longo do processo, de forma a assegurar razoáveis níveis de fiabilidade, constitui outra das limitações.

A contrastação dos resultados com outros trabalhos pode estar influenciada pelas diferenças metodológicas, designadamente ao nível das amostras, dos métodos estatísticos e dos períodos temporais abrangidos.

Como sugestões para investigação futura seria conveniente comparar as práticas de divulgação de risco, no âmbito do relato intercalar, de Portugal e Bélgica com outros países, com diferentes regimes legais, ou analisar outras *proxies* no âmbito do governo corporativo, não consideradas neste trabalho, como seja a formação do conselho de administração.

Na sequência do trabalho agora realizado seria, também adequado um estudo comparativo dos relatórios e contas intercalares de empresas cotadas e não cotadas, de

forma a compreender se há diferentes padrões de divulgação determinados por essa circunstância

Por fim, para compreender a necessidades de informação sobre divulgação de risco, no âmbito do relato intercalar, realizar uma investigação, por inquérito, a investidores, de forma compreender em que medida o estado atual da divulgação dos riscos empresariais responde às necessidades efetivas de informação.



## 7. BIBLIOGRAFIA

Abraham, S., & Cox, P. 2007. Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. *British Accounting Review*, 39(3), 227–248.

Abraham, S., Marston, C., & Darby, P. 2012. *Risk Reporting : Clarity , Relevance and Location*. ICAEW. Obtido de <http://icas.org.uk/abraham.pdf>

Abraham, S., & Shrives, P. J. 2014. Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports. *British Accounting Review*, 46(1), 91–107.

Ahmad, R. A. R., Abdullah, N., Jamel, N. E. S. M., & Omar, N. 2015. Board Characteristics and Risk Management and Internal Control Disclosure Level: Evidence from Malaysia. *Procedia Economics and Finance*, 31(2011), 601–610.

Ahmad, S., Kodwani, D., & Upton, M. 2016. Non-compliance , board structures and the performance of financial firms during crisis : UK Evidence. Universitat Auta de Barcelona, *International Finance and Banking Society (IFABS), Risk in Financial Markets and Institutions: New challenges, New solutions*. Casa Convalescia, Barcelona.

AICPA. 1994. *Improving Business Reporting - A Customer Focus. Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting*. New York, American Institute of Certified Public Accountants.

Albuquerque, F., & Santos, S. 2013. O cumprimento dos requisitos de divulgação da informação financeira intercalar em Portugal: Uma análise às entidades cotadas durante o ano de 2012. Em *XIV Congresso Internacional de Contabilidade e Auditoria*.

Allini, A., Rossi, F. M., & Macchioni, R. 2014. Do corporate governance characteristics affect non-financial risk disclosure in government-owned companies? The Italian experience. *Financial Reporting*.1. 5-31.

Allini, A., Manes Rossi, F., & Hussainey, K. 2016. The board's role in risk disclosure: an exploratory study of Italian listed state-owned enterprises. *Public Money & Management*, 36(2), 113–120.

Al-Maghzom, Abdullah; Hussainey, khaled; Aly, D. 2016. Corporate Governance and Risk Disclosure: Evidence From Saudi Arabia. *Corporate Ownership & Control*, 13(2), 145.

Al-shammari, B. 2014. 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*, 4(6), 51–70.

Al-Shammari, B. 2014. Kuwait corporate characteristics and level of risk disclosure: a content analysis approach. *Journal of Contemporary Issues in Business Research*, 3(3), 128–153.

Amran, A., Bin, A. M. R., & Hassan, B. C. H. M. 2009. Risk reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. *Managerial Auditing Journal*, 24(1), 39–57.

Beattie, V., McInnes, B., & Fearnley, S. 2004. A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: A comprehensive descriptive profile and metrics

- for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28(3), 205–236.
- Beattie, V., & Thomson, S. J. 2007. Lifting the lid on the use of content analysis to investigate intellectual capital disclosures. *Accounting Forum*, 31(2), 129–163. JOUR.
- Beretta, S., & Bozzolan, S. 2004. A framework for the analysis of firm risk communication. *International Journal of Accounting*, 39(3), 265–288.
- Beyer, A., Cohen, D. a., Lys, T. Z., & Walther, B. R. 2010. The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 296–343.
- Birt, J., Rankin, M., & Song, C. L. 2013. Derivatives use and financial instrument disclosure in the extractives industry. *Accounting and Finance*, 53(1), 55–83.
- Botosan, C. 1997. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323–349.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. 2003. Transparency , Financial Accounting Information , and Corporate Governance. *Economic Policy*, 9(April), 65–87.
- Bushman, & Landsman. 2010. The pros and cons of regulating corporate reporting: A critical review of the arguments. *Accounting and Business Research*, 40(3).
- Cabedo, J. D., & Tirado, J. M. 2004. The disclosure of risk in financial statements. *Accounting Forum*, 28(2), 181–200.
- Cabedo Semper, J. D., & Tirado Beltrán, J. M. 2016. Cantidad y calidad de informaci??n de riesgos divulgada por las empresas espa??olas: Un an??lisis en periodos diferentes del ciclo econ??mico. *Revista de Contabilidad*, 19(2), 261–270.
- Campbell, D., Shrives, P., & Bohmbach-Saager, H. 2001. Voluntary Disclosure of Mission Statements in Corporate Annual Reports: Signaling What and To Whom? *Business and Society Review*, 106(1), 65–87.
- Carlshagen, I. 2014. *Risker i årsredovisningar och halvårsrapporter – en jämförelse mellan 90 företag noterade på nasdaq omx stockholm*. Högskolan i Borås.
- Chen, J. C., & Roberts, R. W. 2010. Toward a More Coherent Understanding of the Organization-Society Relationship: A Theoretical Consideration for Social and Environmental Accounting Research. *Journal of Business Ethics*, 97(4), 651–665.
- Christie, D. F. 2014. *Analisis pengaruh corporate governance dan karakteristik pengungkapan risiko keuangan dalam interim report*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. 2011. Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67.
- De Villiers, C., Rinaldi, L. and Unerman, J. (2014) ‘Integrated reporting: Insights, gaps and an agenda for future research’, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 27(7), pp. 1042–1067.
- Deumes, R. 2008. Corporate Risk Reporting: A Content Analysis of Narrative Risk Disclosures in Prospectuses. *Journal of Business Communication*, 45(2), 120–157.

- Deumes, R., & Knechel, W. R. 2008. Economic incentives for voluntary reporting on internal risk management and control systems. *Auditing*, 27(1), 35–66.
- Doane, D., & Seward, L. 2008. *Estatística Aplicada à Administração e à Economia*. M. Hill, Ed., Porto Alegre.
- Dobler, M. 2008. Incentives for risk reporting - A discretionary disclosure and cheap talk approach. *International Journal of Accounting*, 43, 184–206.
- Dobler, M., Lajili, K., & Zéghal, D. 2011. Attributes of Corporate Risk Disclosure: An International Investigation in the Manufacturing Sector. *Journal of International Accounting Research*, 10(2), 1–22.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. 1991. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–64.
- Donaldson, T., Preston, L. E., & Preston, L. E. E. E. 1995. Stakeholder Theory: Concepts, Evidence, Corporations and its Implications. *Management*, 20(1), 65–91.
- Dowling, J., & Pfeffer, J. 1975. Organizational Legitimacy: Social Values and Organizational Behavior. *The Pacific Sociological Review*, 18(1), 122–136.
- E.U. 2012. *Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa à melhoria do equilíbrio entre homens e mulheres no cargo de administrador não-executivo das empresas cotadas em bolsa e a outras medidas conexas*. Bruxelas: Comissão Europeia.
- E.U. 2004. *Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council*. Official Journal of the European Union.
- Elshandidy, T., Fraser, I., & Hussainey, K. 2013. Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: Evidence from UK FTSE all-share companies. *International Review of Financial Analysis*, 30, 320–333.
- Elshandidy, T., Fraser, I., & Hussainey, K. 2015. What drives mandatory and voluntary risk reporting variations across Germany, UK and US? *British Accounting Review*, 47, 376.
- Elzahar, H., & Hussainey, K. 2012. Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. *The Journal of Risk Finance*, 13(2), 133–147.
- Fama, E. F. ., & Jensen, M. C. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, 26, 301–325.
- Filzen, J. J. 2015. The information content of risk factor disclosures in quarterly reports. *Accounting Horizons*, 29(4), 887–916.
- Fraser, I., & Henry, W. 2007. Embedding risk management structures and approaches. *Managerial Auditing Journal*, 22(4), 392–409.
- Freeman, R. E. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman, Ed.. Boston.
- Gray, S. J. 1988. Towards a Theory of Cultural-Influence on the Development of Accounting Systems Internationally. *Abacus - a Journal of Accounting and Business*

*Studies*, 24(1), 1–15.

Hambrick, D., & Mason, P. 1984. Upper echelon: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *The academy of management review*, 9(2), 193–206.

Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. 2002. Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, 38(3), 317–349.

Hassan, M. K. 2009. UAE corporations-specific characteristics and level of risk disclosure. *Managerial Auditing Journal*, 24(7), 668–687.

Hassan, N. S. M. 2014. Investigating the Impact of Firm Characteristics on the Risk Disclosure Quality. *International Journal of Business and Social Science*, 5(9), 109–120.

Hassan, O., & Marston, C. 2010. Disclosure measurement in the empirical accounting literature - a review article. *SSRN eLibrary*.

Healy, P. M., & Palepu, K. G. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440.

Hernández Madrigal, M., Aibar Guzmán, B., & Aibar Guzmán, C. 2015. Determinants of corporate risk disclosure in large Spanish companies: A snapshot. *Contaduría y Administración*, 60(4), 757–775.

Hofstede. 1980. *Culture's consequences: International differences in work related values*. SAGE, Ed.. London.

Höring, D., & Gründl, H. 2011. Investigating Risk Disclosure Practices in the European Insurance Industry. *The Geneva Papers on Risk and Insurance. Issues and Practice*, 36(3), 380–413.

IASB. 2015. *Conceptual Framework for Financial Reporting - Exposure Draft ED/2015/3*. IFRS Foundation, Ed. London.

ICAEW. 1997. *Financial Reporting of Risk - Proposals for a Statement of Business Risk*. ICAEW. London:

ICAEW. 2006. *No surprises: Working for better risk reporting*. ICAEW. London:

ICAEW. 2011. *Reporting Business Risks: Meeting Expectations. Information for Better Markets Initiative*. ICAEW. London:

ICAEW. 2015. *Risk management: mindfulness and clumsy solutions*. ICAEW. London.

IPCG. 2016. *Código de Governo das Sociedades*. Obtido 7 de Outubro de 2016, de [http://www.cgov.pt/ficheiros/Codigo\\_maior\\_2016\\_versao\\_para\\_consulta\\_VF.pdf](http://www.cgov.pt/ficheiros/Codigo_maior_2016_versao_para_consulta_VF.pdf)

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 11, 305–360.

Khaledi, S. 2014. *Corporate Risk Disclosure: A Content Analysis of Swedish Interim Reports*. Uppsala University. Uppsala.

Khelif, H., & Hussainey, K. 2016. The association between risk disclosure and firm

- characteristics: a meta-analysis. *Journal of Risk Research*, 19(2), 181–211.
- Kravet, T., & Muslu, V. 2011. Informativeness of Risk Disclosures in Corporate Annual Reports. *SSRN eLibrary*.
- Krippendorff, K. 1980. *Content Analysis: An Introduction to Its Methodology*. SAGE, Ed. London.
- Lajili, K. 2009. Corporate Risk Disclosure and Corporate Governance. *Journal of Risk and Financial Management*, 2, 94–117.
- Laureano, R. 2013. *Testes de Hipóteses com o SPSS - O meu manual de consulta rápida*. Sílabo, Ed.2<sup>a</sup>. Lisboa.
- Leuz, C., & Wysocki, P. 2008. Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: A review and suggestions for future research. *The CPA Journal*, 79(10), 24.
- Link, B. 2012. The Struggle for a Common Interim Reporting Frequency Regime in Europe. *Accounting in Europe*, 9(2), 191–226.
- Linsley, P., & Kajuter, P. 2008. Restoring reputation and repairing legitimacy: a case study of impression management in response to a major risk event at Allied Irish Banks plc. *International Journal of Financial Services Management*, 3(1), 6–82.
- Linsley, P. M., & Shrives, P. J. 2006. Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *British Accounting Review*, 38(4), 387–404.
- Martikainen, M. ., Kinnunen, J. ., Miihkinen, A. ., & Troberg, P. . 2015. Board's financial incentives, competence, and firm risk disclosure: Evidence from Finnish index listed companies. *Journal of Applied Accounting Research*, 16(3), 333–358.
- Merkel-Davies, D. M., Brennan, N. M., & McLeay, S. J. 2011. Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: a social psychology perspective. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 24(3), 315–344.
- Miihkinen, A. 2012. What Drives Quality of Firm Risk Disclosure?. The Impact of a National Disclosure Standard and Reporting Incentives under IFRS. *International Journal of Accounting*, 47(4), 437–468.
- Mokhtar, E. S., & Mellett, H. 2013. Competition, corporate governance, ownership structure and risk reporting. *Managerial Auditing Journal*, 28(9), 838–865.
- Moniteur Belge. 2011. *Loi Modifiant la Loi du 21 Mars 1991 Portant Réforme de Certaines Entreprises Publiques Économiques, le Code des Sociétés et la Loi du 19 Avril 2002 Relative à la Rationalisation du Fonctionnement et la Gestion de la Loterie Nationale afin de Garantir la Pr. Obtido 7 de Outubro de 2016, de [http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi\\_loi/loi\\_a.pl?=&sql=\(text+contains+\(''\)\)&rech=1&language=fr&tri=dd+AS+RANK&numero=1&table\\_name=loi&F=&cn=2011072814&caller=image\\_a1&fromtab=loi&la=F&pdf\\_page=6&pdf\\_file=http://www.ejustice.just.fgov.be/mopdf/2011/09/14\\_](http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/loi_a.pl?=&sql=(text+contains+(''))&rech=1&language=fr&tri=dd+AS+RANK&numero=1&table_name=loi&F=&cn=2011072814&caller=image_a1&fromtab=loi&la=F&pdf_page=6&pdf_file=http://www.ejustice.just.fgov.be/mopdf/2011/09/14_)*
- Mota, S. N. 2013. *Corporate risk disclosure by spanish and portuguese firms - a content analysis of risk disclosures in annual reports*. ISCTE-IUL. Lisboa.
- Moumen, N., Ben Othman, H., & Hussainey, K. 2015. The value relevance of risk

disclosure in annual reports: Evidence from MENA emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 34, 177–204.

Moumen, N., Ben Othman, H., & Hussainey, K. 2016. Corporate governance and the informativeness of risk disclosure : evidence from MENA emerging markets. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 1–16.

Mubarok, M. A. 2013. *Pengaruh karakteristik perusahaan dan mekanisme corporate governance terhadap pengungkapan risiko dalam laporan keuangan interim*. Universitas Diponegoro.

Ntim, C. G., Lindop, S., & Thomas, D. a. 2013. Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre- and post-2007/2008 global financial crisis periods. *International Review of Financial Analysis*, 30, 363–383.

Oliveira, J., Rodrigues, L. L., & Russell Craig. 2011. Risk-related Disclosures by Non-finance Companies : Portuguese Practices and Discloser Characteristics Risk-related Disclosures by Non-finance Companies: Portuguese Practices and Discloser Characteristics Introduction. *Managerial Auditing Journal*, 26(9), 817–839.

Raffournier, B. 1995. The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *European Accounting Review*, 4(2), 261–280.

Rajab, B., & Schachler, M. H. 2009. Corporate risk disclosure by UK firms: trends and determinants. *World Review of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*, 5(3), 224.

Ruland, W., Shon, J., & Zhou, P. 2007. Effective controls for research in international accounting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(1), 96–116.

Serrasqueiro, R. 2013. *A divulgação dos riscos pelas empresas - Análise das Divulgações Efetuadas pelas empresas não financeiras de países de influência continental do Stox 50 nos anos de 2007 e 2011*. Universidad Autónoma de Madrid. Madrid.

Sherrena Buckby, G. G. and J. M. 2015. An analysis of risk management disclosures: Australian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 30.

Silva, M. de L. 2015. *A divulgação do risco nas demonstrações financeiras: uma análise ao anexo das sociedades não financeiras portuguesas*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa (ISCAL). Lisboa.

Solomon, J. F., Solomon, A., Norton, S. D., & Joseph, N. L. 2000. A Conceptual Framework for Corporate Risk Disclosure Emerging From the Agenda for Corporate Governance Reform. *The British Accounting Review*, 32(4), 447–478.

Spence, M. 1973. Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.

Suchman, M. C. 1995. Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610.

Thiéart, R. A. ., Angot, J., Baumard, P., Charreire, S., Donada, C., & Durieux, F. 2001. *Doing management research: A comprehensive guide*. SAGE Publications, Ed.. London.

Vandemaele, S., Vergauwen, P., & Michiels, A. 2009. Management risk reporting practices and their determinants - A study of Belgian listed firms.

Vieira, E. F. S., & Pinho, J. C. D. C. 2011. Financial Disclosure and Stock Price Volatility: Evidence from Portugal and Belgium. *Contabilidade e Gestão*, 1–42.

Watts, R., & Zimmerman, J. 1978. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, *LIII*(1).

Weber, R. P. 1990. *Basic Content Analysis*. Sage Publications. Newbury Park, CA:

## **Anexo 1 - Regras para codificação das divulgações de risco**

Para criar as regras de decisão na classificação dos relatórios, teve-se por base as regras adotadas pelos autores Linsley e Shrives (2006). Para identificar divulgações de risco deve ser adotada uma definição de risco abrangente.

Considera-se que existe divulgação sobre risco e as frases serão codificadas como tal, sempre que o leitor seja informado de qualquer oportunidade, probabilidade ou expectativa, ou de qualquer perigo, ameaça, dano ou exposição, que já tenha tido ou possa vir a ter impacto no futuro da empresa, ou ainda na gestão de oportunidades, danos, perigos, expectativas, ameaças ou exposições.

A definição de risco apresentada abrange riscos e incertezas com sentido positivo, negativo e neutro.

Embora a definição de risco seja ampla, as divulgações devem ser expressamente indicadas e não podem ser subentendidas. Se a divulgação for muito vaga na sua referência ao risco, não deve ser contabilizada como tal.

As divulgações de risco são classificadas de acordo com a matriz criada.

As divulgações de risco quantificadas são aquelas que evidenciam diretamente o impacto financeiro de um risco ou apresentam informações suficientes para que o leitor possa calcular esse mesmo impacto.

Se uma divulgação tem mais do que uma classificação possível, esta será classificada na categoria a que é dado maior relevo/destaque/origem.

As tabelas (quantitativa e qualitativa), que forneçam informações de risco, devem ser interpretadas e classificadas, isto é, cada tabela/linha/coluna pode ser considerada como uma divulgação;

Os gráficos, que apresentem vários anos, serão classificados quanto à sua evolução. Caso o sentido do risco seja de difícil avaliação, considerar-se-á como neutro. Se apresentarem vários indicadores num único gráfico, cada um deles será considerado como uma divulgação.

Os títulos serão desconsiderados para efeitos de codificação.

As divulgações que se repitam devem ser contabilizadas todas as vezes que sejam referenciadas.

Divulgações de litigância, onde são descritas as evoluções dos processos, só serão consideradas as frases que mencionem riscos de forma objetiva.

Indicadores específicos serão classificados como neutros, sempre que o sentido do risco seja de difícil avaliação.

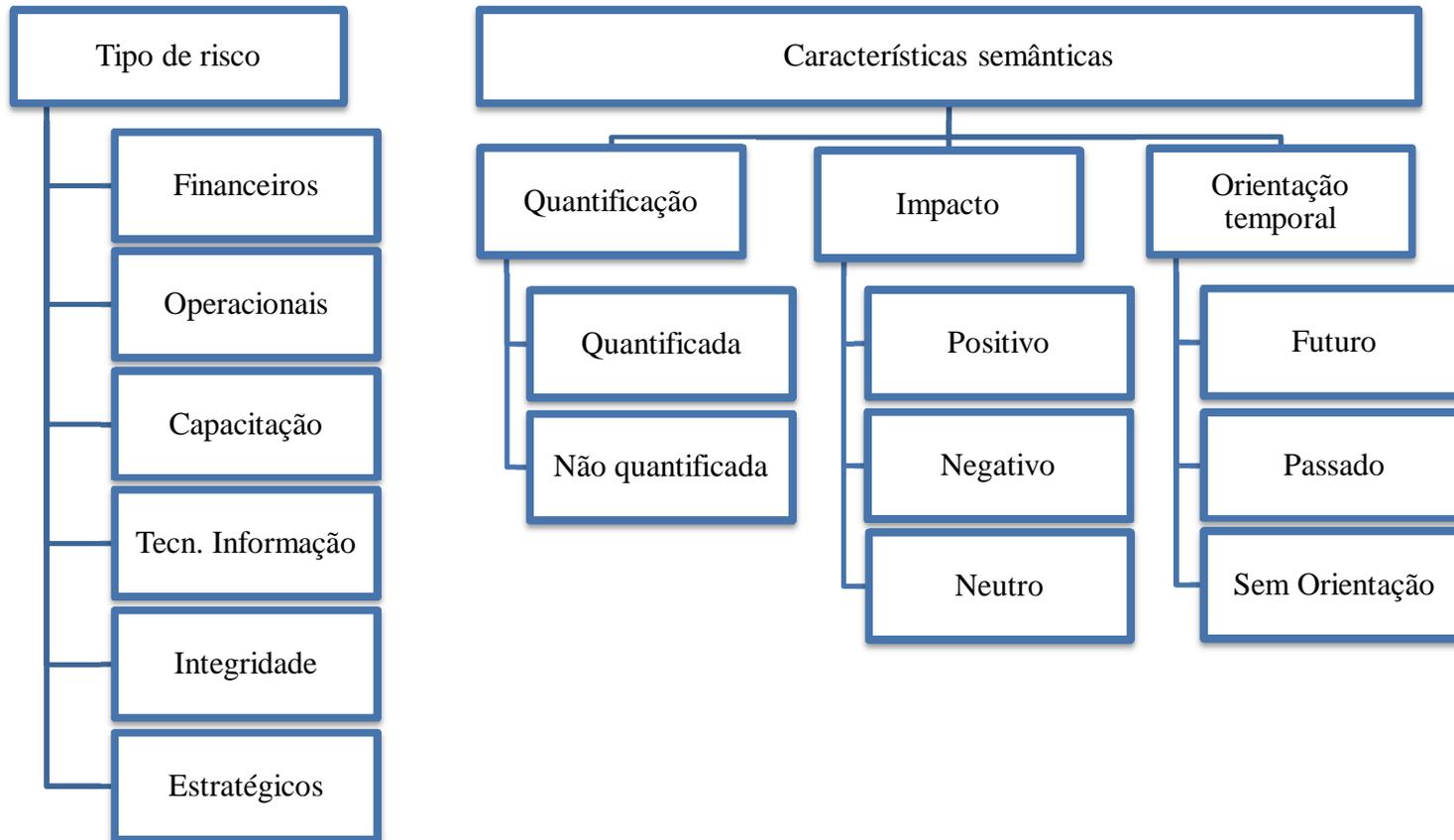
Quanto ao impacto, foi avaliada se a ação descrita na frase indica que esta teve ou terá efeito positivo ou negativo na empresa ou se, pelo contrário, a frase é omissa quanto ao impacto verificado ou esperado.

Todas as divulgações gerais onde não é identificado objetivamente o momento da ocorrência, foram classificados sem orientação temporal.

Sempre que há sentidos contrários na frase (positivo e negativo) e objetivamente não se consegue identificar o de maior impacto, classificou-se como neutro.

Frases sobre a política geral de controle interno e de gestão de risco serão classificadas como “19 - CS\_NQt\_SO\_Neu” (Não quantificado/sem orientação temporal/neutro) na categoria de risco financeiro ou de integridade, consoante sejam riscos financeiros ou não financeiros, respetivamente.

Anexo 2 – Tipologias de risco e características semânticas da divulgação



**Anexo 3 – Lista das empresas que constituem a amostra**

<b>EMPRESA</b>	<b>PAÍS</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>PAÍS</b>
Altri SGPS SA	PT	Ablynx NV	BEL
CIMPOR Cimentos de Portugal SGPS SA	PT	Anheuser-Busch InBev NV	BEL
Cofina SGPS SA	PT	Barco NV	BEL
Corticeira Amorim SGPS SA	PT	Belgacom SA	BEL
CTT-Correios de Portugal SA	PT	bpost SA	BEL
EDP - Energias de Portugal SA	PT	Cie d'Entreprises CFE	BEL
Estoril Sol SGPS SA	PT	Cie Maritime Belge SA	BEL
F. Ramada Investimentos SGPS SA	PT	Delhaize Group SA	BEL
Galp Energia SGPS SA	PT	D'leteren SA/NV	BEL
Global Intelligent Technologies SGPS S.A	PT	Econocom Group SA/NV	BEL
Grupo Media Capital SGPS	PT	Elia System Operator SA/NV	BEL
Ibersol SGPS SA	PT	Euronav NV	BEL
Impresa SGPS SA	PT	EVS Broadcast Equipment SA	BEL
INAPA - Investimentos Participacoes e Ge	PT	Exmar NV	BEL
Jeronimo Martins SGPS SA	PT	Fagron	BEL
Lisgrafica Impresso & Artes	PT	Financiere de Tubize SA	BEL
Luz Saude SA	PT	Fluxys Belgium	BEL
Martifer SGPS SA	PT	Galapagos NV	BEL
Mota-Engil SGPS SA	PT	Kinepolis Group NV	BEL
NOS SGPS SA	PT	Lotus Bakeries	BEL
Novabase SGPS SA	PT	Melexis NV	BEL
Portucel SA	PT	Mobistar SA	BEL
Portugal Telecom SGPS SA	PT	NV Bekaert SA	BEL
Reditus-SGPS SA	PT	Nyrstar NV	BEL
REN - Redes Energeticas Nacionais SGPS S	PT	Ontex Group NV	BEL
SAG GEST-Solucoes Automovel Globais SGPS	PT	Picanol	BEL
SDC - Investimentos SGPS SA	PT	Sipef SA	BEL
Semapa-Sociedade de Investimento e Gesta	PT	Solvac SA	BEL
Sonae Industria SGPS SA	PT	Solvay SA	BEL
Sonae SGPS SA	PT	Telenet Group Holding NV	BEL
Sonaecom - SGPS SA	PT	Tessengerlo Chemie NV	BEL
Sumol + Compal SA	PT	UCB SA	BEL
Teixeira Duarte SA	PT	Umicore SA	BEL
Toyota Caetano Portugal SA	PT	Van de Velde NV	BEL
VAA Vista Alegre Atlantis SGPS	PT	Viohalco SA/NV	BEL