

**A DIVULGAÇÃO DOS RISCOS EMPRESARIAIS PELAS
EMPRESAS PORTUGUESAS E ESPANHOLAS**

Análise das divulgações efetuadas nos Relatórios Anuais

Sara Nunes da Mota

Dissertação de Mestrado em Contabilidade

Orientador:

Prof. Dr. Rogério Marques Serrasqueiro

Prof. Auxiliar Convidado, ISCTE Business School - Departamento de Contabilidade

Abril 2013

Resumo

Em resultado da crescente complexidade da atividade económica derivada da globalização e inerente aumento da incerteza por parte dos investidores, tem-se assistido, nos últimos anos, a uma crescente atenção, por parte da comunidade académica, à divulgação dos riscos empresariais pelas empresas, procurando analisar as suas práticas de divulgação. Tratando-se de uma área de investigação relativamente recente, tem havido continuados apelos à continuação da investigação neste domínio pelo que o presente trabalho constitui uma resposta a este repto. Definiu-se como objetivo geral analisar as divulgações de riscos efetuadas por 30 empresas portuguesas e 30 espanholas, com referência ao ano 2011 e como objetivos específicos, por um lado, caracterizar a forma como as divulgações são efetuadas e, por outro, relacionar essas divulgações com determinadas características específicas das empresas, no sentido de identificar as determinantes da divulgação. Para tal, recorreu-se a análise descritiva, a testes estatísticos e a modelos de regressão linear múltipla.

Os resultados demonstram que as divulgações são efetuadas maioritariamente de forma não quantificada, predominantemente relativas a informações sobre o passado, com impacto negativo, constando a maior parte delas no Relatório de Governo Corporativo. O número de divulgações apresenta uma relação positiva com a dimensão das empresas, medida pelo volume de negócios, negativa com o beta de mercado e com a rentabilidade dos investimentos e não apresenta qualquer relação com o rácio de endividamento, com o indicador de rentabilidade dos capitais próprios, com a qualidade do auditor e com a percentagem de administradores não executivos independentes. O país revelou-se uma variável explicativa das divulgações.

Palavras- chave: Riscos; Divulgação de informação; Divulgação dos riscos empresariais; Relato dos riscos empresariais.

JEL Classification System: M 41: Accounting

Abstract

As a result of highly complex economic activity derived from globalization and the inherent increase of uncertainty for investors, there has been, in recent years, growing attention from the academic community regarding the disclosure of business risks by companies and an attempt to discern their disclosure practices. Provided that this is a relatively new area of research, there have been continued calls for additional work in this area. This dissertation addresses that challenge. The general objective is to analyse risk disclosures made by 30 Spanish and 30 Portuguese companies, with reference to the year 2011. This analysis is further developed by (i) characterizing how disclosures are made and (ii) relating these disclosures with certain specific characteristics of enterprises in order to identify their determinants. We used descriptive analysis, statistical tests and multiple linear regression models.

Results indicate that disclosures, which take place mostly in the Corporate Governance Report, appear in a non-quantified form, with a negative impact and predominantly relating to the past. The total number of disclosures is positively related to firm size (as measured by turnover), and negatively related to beta factor as well as to return on investments (ROI). The leverage ratio, the indicator of return on equity, auditor quality and the proportion of non-executive board members does not seem to be related to the total number of disclosures. Country of origin has been seen as an explanatory factor of risk disclosure.

Key Words: Risk; corporate disclosure; corporate risk disclosure; corporate risk reporting.

Agradecimentos

No momento de concluir a presente dissertação não posso deixar de agradecer a todos os que, direta ou indiretamente, tiveram um contributo significativo na sua concretização.

Em primeiro lugar, ao Professor Rogério Serrasqueiro, pela orientação, dedicação, interesse e disponibilidade que sempre demonstrou ao longo da realização deste trabalho.

Ao Professor Raúl Laureano, pelo apoio e esclarecimentos prestados, para a concretização do estudo empírico.

A todos os meus familiares e amigos mais próximos, por todo o ânimo e ajuda disponibilizada.

Um agradecimento especial aos meus pais, pelo apoio incondicional sempre demonstrado e pelo seu contributo de sempre para que eu hoje seja quem sou. À Vera, pela motivação e conselhos transmitidos nos momentos de grande pressão. Ao Cláudio, por toda a compreensão e apoio nos momentos mais difíceis e à Susana, pela preciosa companhia nos meses de trabalho.

Índice

1.	Introdução.....	1
1.1.	Justificação e relevância do tema	1
1.2.	Objetivos.....	2
1.3.	Metodologia.....	2
1.4.	Estrutura.....	3
2.	Enquadramento Teórico	5
2.1.	Conceito de Risco.....	5
2.2.	Tipologias de Risco	7
2.3.	Medidas de Risco.....	8
2.4.	Importância de Divulgar Informações sobre o Risco	10
2.5.	Divulgação Voluntária versus Regulada	14
2.6.	Estado Atual da Regulação.....	17
3.	Revisão de Estudos Empíricos sobre Divulgação dos Riscos.....	21
4.	Objetivos e Hipóteses de Investigação.....	27
5.	Metodologia	37
5.1.	Paradigma de Investigação	37
5.2.	Amostra	37
5.3.	Análise de Conteúdo.....	38
5.4.	Fatores Explicativos	43
5.5.	Métodos de Análise dos Dados	45
6.	Resultados e Discussão	49
6.1.	Caracterização das Divulgações	49
6.1.1.	Amostra Total	49
6.1.2.	Portugal e Espanha.....	53
6.1.3.	Análise Global e Discussão dos Resultados da Caracterização das Divulgações	58

6.2. Fatores Explicativos das Divulgações	61
6.2.1. Fatores Explicativos das Divulgações nos Vários Modelos	61
6.2.2. Análise Global e Discussão dos Resultados dos Fatores Explicativos das Divulgações	64
7. Conclusões, Limitações e Sugestões de Investigação Futura	71
8. Referências Bibliográficas	75

Índice Tabelas

Tabela 1: Definições de risco	6
Tabela 2: Objetivos e vantagens de divulgar os riscos.....	13
Tabela 3: Legislação em Portugal e em Espanha	18
Tabela 4: Instrumentos de regulação previstos pelo IASB e nos EUA.....	19
Tabela 5: Amostra, metodologia e objetivos dos estudos empíricos revistos	25
Tabela 6: Associações entre a divulgação dos riscos e as características das empresas nos estudos empíricos revistos	26
Tabela 7: Hipóteses de estudo	35
Tabela 8: Matriz de classificação dos riscos	42
Tabela 9: Hipoteses relativas aos fatores explicativos da divulgação e respetivas métricas.....	45
Tabela 10: Índices de divulgação	46
Tabela 11: Estatísticas Descritivas – Amostra Total.....	51
Tabela 12: Tipologias de risco nas divulgações da amostra total	52
Tabela 13: Estatísticas Descritivas – Amostras Parcelares	55
Tabela 14: Divulgações efetuadas pelas empresas portuguesas.....	56
Tabela 15: Divulgações efetuadas pelas empresas espanholas	57
Tabela 16: Estatísticas descritivas – Amostras Parcelares (Valores das variáveis explicativas).....	58
Tabela 17: Resumo da validação das hipóteses relativas à caracterização das divulgações.....	60
Tabela 18: Fatores explicativos das divulgações sobre riscos.....	61
Tabela 19: Resumo dos fatores explicativos das divulgações.....	65
Tabela 20: Resumo da validação das hipóteses relativas aos fatores explicativos das divulgações.....	69

Índice de Figuras

Figura 1: Dimensões para caracterizar as divulgações	28
Figura 2: Fatores explicativos das divulgações	31
Figura 3: Procedimentos seguidos na análise empírica	48
Figura 4: Relações entre as variáveis explicativas e os índices de divulgação	66

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Divulgações e Tipologias de Risco	53
Gráfico 2: Divulgações e Quantificação	53
Gráfico 3: Divulgações e Orientação temporal	54
Gráfico 4: Divulgações e Impacto	54
Gráfico 5: Divulgações e Localização	54

Lista de Abreviaturas

AECA - Asociación Española de Contabilidad y Administración

AICPA – American Institute of Certified Public Accountants

ASB – Accounting Standards Board

CICA – Canadian Institute of Chartered Accountants

CMVM- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CNMV – Comisión Nacional del Mercado de Valores

FASB – Financial Accounting Standards Board

GAS – German Accounting Standard

GASB – Governmental Accounting Standards Board

IAS – International Accounting Standard

IASB – International Accounting Standards Board

MD&A – Management Discussion and Analysis

SFAS – Statement of Financial Accounting Standards

SOP – Standard Operating Procedure

1. Introdução

1.1. Justificação e relevância do tema

A divulgação dos riscos pelas empresas tem sido objeto de crescente atenção por órgãos profissionais (ICAEW 1997, 2011), reguladores (Hodder *et al.* 2001; IASB 2009) e académicos (Amran *et al.* 2009; Beretta e Bozzolan 2004; Campbell *et al.* 2011; Carlon *et al.* 2003; Deumes 2008; Hassan 2009; Kravet e Muslu 2011). Na base deste interesse tem estado a questão da possível insuficiência das demonstrações financeiras tradicionais para satisfazer adequadamente as necessidades de informação dos utilizadores (ICAEW 1997, 2011; Linsley e Shrives 2000) e a consequente necessidade das empresas divulgarem informação adicional, para além da constante das referidas demonstrações, de forma voluntária ou regulada. Estas insuficiências são assinaladas em diferentes domínios, designadamente na divulgação de informação sobre ativos intangíveis, sobre responsabilidade social corporativa e sobre riscos empresariais (Beattie 2005).

Divulgar sobre os riscos é importante como forma de auxiliar os investidores e todas as partes interessadas na empresa a tomarem as suas decisões de investimento. Sendo a rendibilidade e o risco as duas variáveis que afetam as decisões dos investidores, perante diversas oportunidades de investimento eles tenderão a tomar as suas decisões consoante a rendibilidade e o risco associado ao mesmo (Cea García 1995).

Um outro aspeto pelo qual é importante divulgar os riscos é o facto de permitir reduzir as assimetrias de informação bem como a incerteza entre os intervenientes no mercado de capitais, o que resultaria numa melhor alocação dos capitais nos mercados (AICPA 1994). Solomon *et al.* (2000) referem que a divulgação dos riscos, ao reduzir a assimetrias de informação, fará com que os investidores estejam melhor informados sobre as perspetivas futuras da empresa, contribuindo para melhorar as relações com os mesmos.

Não obstante, não existe atualmente nenhuma demonstração financeira que informe, de forma objetiva, os utilizadores sobre riscos a que as empresas estão sujeitas (Cea García 1995).

A generalidade dos trabalhos académicos (Beretta e Bozzolan 2004; Cabedo e Tirado 2004; Carlon *et al.* 2003; Deumes 2008; Dobler *et al.* 2011; Hassan 2009), têm concluído pela necessidade de continuar a investigar as práticas de divulgação de riscos

adotadas pelas empresas, tendo em vista permitir melhorar o conhecimento científico neste domínio e suportar a ação dos reguladores.

Uma parte substancial destes trabalhos diz respeito a análises efetuadas num só país (Abraham e Cox 2007; Amran *et al.* 2009; Carlon *et al.* 2003; Deumes 2008; Oliveira *et al.* 2011) e, mais raramente, de países diferentes (Dobler *et al.* 2011). As divulgações dos riscos efetuadas pelas empresas portuguesas e espanholas não têm sido objeto de pesquisa significativa.

A análise das divulgações mais recentes efetuadas pela empresas Portuguesas e Espanholas, que este trabalho concretiza, para além de pretender ser um contributo para o estudo geral do tema, em resposta ao repto dos diferentes autores (Beretta e Bozzolan 2004; Cabedo e Tirado 2004; Carlon *et al.* 2003; Deumes 2008; Dobler *et al.* 2011; Hassan 2009; Linsley e Shrivies 2000), pretende colmatar a lacuna existente sobre a divulgação dos riscos na Península Ibérica.

1.2. Objetivos

O presente trabalho tem como objetivo geral descrever a forma como as empresas portuguesas e espanholas divulgam o risco nos relatórios anuais e como objetivos específicos (i) caracterizar a forma como as divulgações são efetuadas, (ii) relacionar os níveis de divulgação observados com as características das empresas, nos termos habitualmente adotados na literatura sobre divulgação em geral e sobre divulgação dos riscos, em particular.

1.3. Metodologia

Adota-se um paradigma de investigação positivista que presume a existência de uma realidade independente do investigador que este pretende conhecer, para o que formula previamente hipóteses e analisa dados com o objetivo de as poder ou não confirmar (Thiétart *et al.* 2001). A investigação positivista tem como objetivo resolver ou corrigir as insuficiências e inconsistências existentes de modo a melhorar o nosso conhecimento sobre a realidade (Thiétart *et al.* 2001).

Esta perspetiva de investigação está subjacente à teoria positiva da contabilidade em que se procura observar e encontrar fatores explicativos para as escolhas contabilísticas

e para as práticas de divulgação observadas, no sentido de as compreender e prever (Watts e Zimmerman 1990).

A exemplo da maioria dos trabalhos que analisaram a divulgação dos riscos empresariais, adota-se como metodologia a construção de um índice de divulgação quantitativo, a partir de análise de conteúdo manual (Abraham e Cox 2007; Amran *et al.* 2009; Carlon *et al.* 2003; Deumes 2008; Linsley e Shrives 2006) a alguns segmentos da parte narrativa dos relatórios anuais, designadamente os Relatórios de Gestão e os Relatórios de Governo Corporativo, onde são referidos os principais riscos e incertezas do negócio. A construção deste índice de divulgação, em termos globais e parciais permitirá, por um lado, caracterizar a forma de divulgação testando hipóteses relativas ao primeiro objetivo específico e, por outro, relacionar as divulgações com características das empresas testando hipóteses relativas ao segundo objetivo específico e permitindo, adicionalmente, comparar as práticas de divulgação dos dois países. A amostra é constituída por 30 empresas de cada país e foram utilizadas técnicas de estatística descritiva e regressão linear múltipla, para dar resposta aos objetivos definidos.

1.4. Estrutura

O restante trabalho encontra-se estruturado da seguinte forma: No capítulo 2 é efetuado um enquadramento teórico sobre a divulgação dos riscos, no terceiro capítulo, apresenta-se um resumo de estudos empíricos existentes, no capítulo 4, formulam-se os objetivos e respetivas hipóteses e explicita-se detalhadamente a metodologia adotada, o processo de seleção da amostra, o processo de recolha de dados e as métricas adotadas nas variáveis independentes utilizadas nos modelos de regressão múltipla efetuados. No capítulo 5, são apresentados os resultados do estudo e a sua discussão constando, finalmente, no capítulo 6 as conclusões, as limitações e as sugestões de investigação futura.

2. Enquadramento Teórico

2.1. Conceito de Risco

O tema do risco tem ganho particular relevância nas sociedades atuais caracterizadas por ambientes económicos turbulentos sujeitos a acentuada inovação tecnológica e imprevisibilidade.

As empresas têm um papel determinante no funcionamento da economia, sendo de crucial importância, para investidores potenciais e acionistas, conhecer o nível de risco que a elas está associado. O ICAEW (1997) refere que o risco afeta todos os negócios muito embora a sua natureza e extensão possa diferir podendo pôr em causa os objetivos e estratégias delineados pelas empresas e, conseqüentemente, afetar os seus fluxos de caixa futuros. Cabendo à contabilidade o papel de fornecer informação útil aos utilizadores das demonstrações financeiras sobre a posição financeira e o seu desempenho e, assim, auxiliar nas suas decisões (IASB 1989), coloca-se a questão de saber se a informação divulgada pelas empresas, seja por via das demonstrações financeiras tradicionais, seja por via dos relatórios que acompanham as demonstrações financeiras, permite aos utilizadores uma adequada avaliação do risco.

Contudo, definir o conceito de risco não é uma tarefa fácil (Schrand e Elliott 1998). Inicialmente, o termo risco estava associado a acontecimentos negativos, a situações de perigo, ameaças ou danos que possam afetar a empresa (Linsley e Shrivies 2006), era entendido apenas numa direção e associado exclusivamente a perdas potenciais (Linsley e Shrivies 2006) decorrentes de acontecimentos incontroláveis (Carlson *et al.* 2003). Nesta perspectiva, Boritz (1990) define risco como sendo a possibilidade de uma perda, agravada pela incerteza com a qual as decisões são tomadas.

A visão mais recente, a que não será estranha a evolução da teoria das probabilidades, veio permitir distinguir entre risco e incerteza. Knight (1921) refere-se a uma situação de risco se aos resultados provenientes de uma decisão for possível alocar probabilidades, sendo que em, caso contrário, teremos uma situação de incerteza. A noção probabilística de risco incorpora tanto os possíveis resultados negativos, como os positivos relativos à decisão (ICAEW 1997; Linsley e Shrivies 2006), ao contrário da visão pré-

moderna em que o risco era encarado apenas na perspetiva negativa (Linsley e Shrides 2006).

Hoje em dia, diversos autores consideram que o risco está associado a acontecimentos tanto negativos como a positivos (Lajili e Zéghal 2005; Solomon *et al.* 2000).

O ASB (1994) Accounting Standards Board (ASB 1994) definiu risco como sendo a incerteza quanto ao montante dos resultados, que inclui tanto ganhos potenciais como a exposição à perda. Por outro lado, o ICAEW (1997) refere que o conceito de risco deve incluir tanto a incerteza (*volatility risk*), como o risco associado a algo de mau (*downside risk*) e bom acontecer (*upside risk*). Estas duas dimensões devem incorporar o conceito de risco de forma a não deturpar a informação divulgada, como aconteceria se aos utilizadores apenas fosse divulgado o que de mau pode acontecer.

Tabela 1: Definições de risco

Autores	Definições
Boritz (1990)	A possibilidade de uma perda, agravada pela incerteza com a qual as decisões são tomadas.
Schrand e Elliott (1998)	Usa perdas potenciais e oportunidades em vez de risco para indicar o conceito de incerteza.
Solomon <i>et al.</i> (2000)	Risco é definido como a incerteza quer a ganho potencial, quer à perda potencial. Risco é utilizado para se referirem a todos os tipos de risco que as empresas enfrentam.
Beretta e Bozzolan (2004)	Comunicação de informações sobre a empresa: estratégias, características, operações e outros fatores externos que têm o potencial de afetar os resultados esperados.
Cabedo e Tirado (2004)	Risco como a possível perda de riqueza da empresa. A incerteza não torna fácil prever o comportamento futuro da empresa.
Linsley e Shrides (2006)	Considera risco se o utilizador for informado tanto das ameaças, perigos ou danos como das oportunidades. Engloba no conceito os riscos positivos, os negativos e a incerteza.
Mohobbot e Noriyuki (2006)	O grau de incerteza quanto aos benefícios que o negócio vai gerar depois da prossecução dos seus objetivos e estratégias. O risco associado a informações negativas e positivas.
Dobler (2008)	Designa risco de duas formas, uma baseada na incerteza, referindo-se à distribuição de resultados futuros e outra baseada num objetivo, que consiste num potencial desvio relativamente a um alvo predeterminado.
Kravet e Muslu (2011)	Tem em conta o risco e a incerteza. Cita Knight (1921) e refere-se ao risco, às situações de decisão em que as probabilidades estão disponíveis para orientar a escolha, e incerteza, às situações de decisão em que não é possível calcular probabilidades.

Fonte: Artigos citados

Na generalidade dos autores, a noção de risco engloba tanto a possibilidade de ganhos como a possibilidade de perdas associadas ao retorno que uma atividade pode gerar.

2.2. Tipologias de Risco

São diversas as circunstâncias presentes na atividade das empresas que podem determinar riscos, seja numa abordagem exclusivamente negativa do conceito (*downside risk*) seja na abordagem, mais ampla, que engloba tanto ganhos, como perdas e incertezas. Essas circunstâncias localizam-se ao nível das variáveis externas da atividade, sobre as quais as empresas têm menos domínio, mas também das variáveis internas, sobre as quais as empresas têm, compreensivelmente, um maior domínio.

Os fatores de risco mais relevantes para uma empresa em concreto não são, necessariamente, os mais relevantes para outra empresa (ICAEW 1997), no entanto muitas das normas ou orientações existentes para a divulgação dos riscos foram desenvolvidas visando determinados tipos de riscos para a generalidade das empresas, nomeadamente a divulgação de informação por segmentos e os requisitos referentes à divulgação de riscos financeiros (ICAEW 1997).

Neste contexto torna-se importante identificar as diferentes fontes de risco e avaliar o seu grau de importância para cada empresa em concreto.

Beretta e Bozzolan (2004), no estudo que efetuaram às empresas Italianas, apresentaram outra classificação para as tipologias de risco, nomeadamente, risco de estratégia, de estrutura financeira, de estrutura tecnológica, de organização, de processo de negócio, ambiental, do setor de atividade e legal.

Cabedo e Tirado (2004) classificaram os riscos de acordo com as tipologias de riscos desenvolvidas por Jorion (1997), nomeadamente em risco de negócio, risco estratégico e risco financeiro. Por risco negócio entende-se o que a empresa assume, a fim de criar fontes de vantagens competitivas e valor acrescentado para os seus acionistas. Por risco estratégico entende-se o risco relacionado com mudanças na envolvente económica. Os riscos financeiros estão relacionados com possíveis perdas derivadas do funcionamento dos mercados de capitais.

Das diferentes categorizações de fatores de risco existentes, uma das mais relevantes, dado o uso que dela tem sido feito em muitos trabalhos de investigação (Linsley e Shrives 2006) é a constante no *Business Risk Model*TM desenvolvido pela Arthur

Andersen onde, numa primeira segmentação, os riscos são classificados em riscos financeiros e não financeiros.

Os riscos financeiros resultam da probabilidade dos fluxos de caixa não serem geridos com o objetivo de maximizar a disponibilidade de dinheiro, de reduzir a incerteza das taxas de câmbio, das taxas de juros, do crédito e dos produtos financeiros e, ainda, quanto à possibilidade de não dispor de dinheiro de forma rápida e sem perda de valor sempre que seja necessário. Estes riscos têm um efeito direto e imediato sobre os ativos e passivos monetários e podem ser subdivididos em riscos de preço, de liquidez e de crédito. O risco de preço é o risco subjacente ao movimento dos preços dos ativos no mercado e é composto pelo risco de taxa de juro, pelo risco de taxa de câmbio, pelo risco de capital próprio, pelo risco de mercadorias e pelo risco dos instrumentos financeiros. O risco de liquidez é composto por risco dos fluxos de caixa, pelo risco do custo de oportunidade e pelo risco de concentração e resulta da possibilidade de haver perdas potenciais devido à falta de recursos financeiros suficientes para cumprir as obrigações de curto prazo assumidas. O risco de crédito é o risco de omissão, de concentração, de liquidação e de colateral e resulta da possibilidade de, ao longo do tempo, poder ocorrer uma diminuição no valor real da carteira de uma empresa cliente, como resultado da deterioração da qualidade do crédito sofrida por aqueles que constituem a carteira. A divulgação destas tipologias de risco tem sido objeto da atenção específica das normas de contabilidade (Lajili e Zéghal 2005).

Os riscos não financeiros não têm um impacto imediato sobre os ativos e passivos monetários e podem ser desagregados em riscos externos e internos. Os riscos não financeiros externos resultam de circunstâncias exteriores à empresa que podem ser difíceis ou impossíveis de controlar. Os riscos não financeiros internos são referentes a variáveis mais controláveis pela empresa e podem ser subdivididos em risco de processo e risco de informação para a tomada de decisão. A divulgação dos riscos não financeiros não tem sido objeto do mesmo tipo de cuidado por parte das normas de contabilidade, sendo efetuada de forma mais global (Lajili e Zéghal 2005).

2.3. Medidas de Risco

A medição é uma questão importante na análise das divulgações dos riscos, no entanto não existe nenhuma forma uniformizada de o fazer, sendo que, muitas vezes, as

medidas utilizadas pelas empresas diferem e dependem do conselho de administração (Mohobbot e Noriyuki 2006). Uma adequada medição do risco permitirá uma melhor alocação do capital internamente e ajudará a decidir sobre a forma mais económica de gerir o risco (ICAEW 2002). Quanto melhor for o sistema de medição, maior será a credibilidade e a comparabilidade da empresa (Mohobbot e Noriyuki 2006) e, conseqüentemente proporcionará uma fonte de vantagem competitiva sobre outras empresas (ICAEW 2002).

As medidas mais utilizadas, de acordo com os ICAEW (1997, 2002, 2011), podem desagregar-se em medidas contabilísticas, medidas não contabilísticas, análise de sensibilidade e *value at risk*.

As medidas contabilísticas consistem em contingências, valores esperados, fluxos de caixa descontados, análises de relação, processos de classificação e outras informações contabilísticas, tais como medidas de concentração, de análise de tendências e *Benchmarking*. No entanto, estas medidas têm algumas limitações pois, embora os dados contabilísticos relacionados com o risco possam ser divulgados, caso não haja nenhuma divulgação complementar, a informação não é transmitida de forma clara para os utilizadores das demonstrações financeiras (Mohobbot e Noriyuki 2006).

As medidas não contabilísticas são usadas preferencialmente em acontecimentos passados e consistem em dados externos, número de pessoas, acontecimentos e atitudes.

A análise de sensibilidade estuda os efeitos das alterações das variáveis chave sobre as medidas contabilísticas e não contabilísticas. Contudo, este método também possui limitações, na medida em que exige modelação detalhada de relações causais complexas e de como se prevê que evoluam, bem como dos níveis de variação para os quais se quer medir a sensibilidade (ICAEW 1997).

O *value at risk*, que Cabedo e Tirado (2004) referem como a melhor medida para medir o risco, envolve o uso da experiência passada para definir probabilidade de certos ganhos ou perdas. Esta metodologia foi desenvolvida para fornecer um quadro no qual a gestão possa medir e monitorizar o risco de mercado e dos instrumentos financeiros para que fosse possível calcular a perda máxima na eventualidade de alterações nas condições de mercado durante um período específico. A divulgação do *value at risk* também melhora a gestão de produtos derivados e leva a empresa a desenvolver um processo sistemático de

medição do risco (Jorion 2002). O resultado do modelo de *value at risk* é um único número que representa o risco de o instrumento ou carteira (Duchac 1996). No entanto, porque é baseado em informações subjetivas, origina, por vezes, problemas de interpretação (Duchac 1996; ICAEW 1997). O facto de ter por base o desempenho passado não garante uma adequada previsão, pois dificilmente a evolução futura replicará o passado (Duchac 1996; FSA 2009) logo, as perdas previstas por este modelo podem vir a ser superiores devido a possíveis mudanças estruturais nas correlações e volatilidades (Duchac 1996). Por último, esta técnica exclui os efeitos das mudanças nos preços de mercado que raramente ocorrem, o que deveria ser considerado juntamente com grandes oscilações nos valores de mercado raras (Duchac 1996). Estas são algumas das desvantagens desta medida.

2.4. Importância de Divulgar Informações sobre o Risco

Nos últimos anos, tem-se assistido a uma crescente investigação sobre a divulgação dos riscos empresariais (Abraham e Cox 2007; Amran *et al.* 2009; Beretta e Bozzolan 2004; Campbell *et al.* 2011; Carlon *et al.* 2003; Deumes 2008; Dobler *et al.* 2011; ICAEW 1997; Kravet e Muslu 2011; Linsley e Shrivies 2000; Linsley e Shrivies 2006; Linsley *et al.* 2006; Mohobbot e Noriyuki 2006; Oliveira *et al.* 2011), tendo a maioria concluído que a existência de informação sobre os riscos nas demonstrações financeiras e nos relatórios anuais é insuficiente (ICAEW 1997, 2002, 2011; Kravet e Muslu 2011; Schrand e Elliott 1998).

São vários os objetivos e as vantagens mencionados na literatura que conduzem à pertinência da divulgação de informações sobre os riscos empresariais. Como objetivos tem-se o incremento da utilidade da informação divulgada aos utilizadores e a todas as partes interessadas na empresa, de forma a suportar as suas tomadas de decisão, a disponibilização de informação suficiente para que os mesmos possam fazer as suas avaliações de risco (Abraham e Cox 2007; Cea García 1995; ICAEW 1997, 2011) e, ainda, permitir que os utilizadores das demonstrações financeiras consigam definir o perfil de risco das empresas (Beretta e Bozzolan 2004). Torna-se imprescindível a divulgação do risco, uma vez que este, conjuntamente com a rendibilidade, são as duas variáveis que afetam as decisões dos investidores (Cea García 1995). Se as empresas não apresentarem informação sobre os riscos, os investidores vão pressupor que a empresa está a ocultar acontecimentos que podem ser negativos e, como consequência, o preço das ações da empresa tenderão a decrescer (Akerlof 1970; Bushman e Landsman 2010). A divulgação

dos riscos será um benefício para os investidores, permitindo que estes entendam os resultados que as empresas divulgam nas demonstrações financeiras (ICAEW 1997).

Um outro aspeto pelo qual é importante divulgar os riscos, é o facto de permitir reduzir tanto as assimetrias de informação, como a incerteza entre os intervenientes no mercado de capitais (Jorion 2002; Linsmeier *et al.* 2002), possibilitando uma melhor alocação dos capitais nos mercados (AICPA 1994). Uma vez que os gestores estão melhor informados sobre os riscos do que os investidores externos, a divulgação dos riscos associados à prossecução dos objetivos estratégicos da empresa pode aumentar a transparência (Abraham e Cox 2007; Cabedo e Tirado 2004; Deumes 2008; Linsley e Shrivies 2006; Schrand e Elliott 1998; Solomon *et al.* 2000) e eliminar as assimetrias da informação (Deumes 2008). Solomon *et al.* (2000) referem que a divulgação dos riscos, ao reduzir a assimetrias de informação, fará com que os investidores estejam melhor informados sobre as perspetivas futuras da empresa, o que contribuirá para melhorar as relações com os mesmos.

Deumes (2008) refere, também, que divulgar sobre os riscos tem como objetivo aumentar a reputação junto dos investidores e Beretta e Bozzolan (2004) acrescentaram, ainda, que fornece informações que podem afetar os resultados esperados de uma entidade, nomeadamente, informações sobre as estratégias e outros fatores externos.

Segundo ICAEW (1997), um outro objetivo da divulgação dos riscos seria incentivar uma melhor gestão de risco na medida em que, se a empresa adota uma abordagem mais rigorosa e coerente para a divulgação, melhorará o processo de gestão do risco, tendo como consequências positivas um aumento dos fluxos de caixa, a redução da volatilidade e os efeitos positivos sobre o valor dos acionistas. Gerindo e divulgando os riscos os gestores poderão incrementar o valor da empresa (ICAEW 1997).

A concretização dos objetivos essenciais da divulgação dos riscos anteriormente referidos, designadamente, proporcionar informação útil para as tomadas de decisão dos investidores e partes relacionadas e diminuir as assimetrias de informação entre investidores e os gestores, é condicionada pelas vantagens e desvantagens que as empresas encontram ao divulgar informação.

Uma das vantagens que as empresas podem obter através da divulgação dos riscos empresariais é uma melhor da alocação do capital no mercado de capitais, decorrente do

aumento da liquidez dos títulos (AICPA 1994; ICAEW 1997; Verrecchia 2001). O AICPA (1994) e Deumes (2008) referiram que a divulgação sobre os riscos empresariais, salvaguarda a idoneidade e saúde das empresas a longo prazo. De acordo com Cabedo e Tirado (2004), Dobler (2008), Linsley *et al.* (2006) e Schrand e Elliott (1998) a divulgação dos riscos permite que os utilizadores avaliem o futuro desempenho económico da empresa. Deumes (2008) refere também como vantagem para as empresas o aumento da reputação junto dos investidores e o evitar da possível litigância devendo avaliar-se os efeitos da divulgação na perspetiva de curto e do longo prazo já que, no primeiro caso poderá verificar-se uma redução do preços das ações, mas, a longo prazo poderá verificar-se um reforço da credibilidade decorrente de sucessivas avaliações positivas pelo mercado.

Divulgar sobre os riscos pode também ser vantajoso para as empresas, na medida em que assegura a eficiência dos sistemas de controlo interno requeridos pelos códigos de governação empresarial (Deumes e Knechel 2008) e reduz o custo de capital (Abraham e Cox 2007; Deumes 2008; Deumes e Knechel 2008; ICAEW 1997; Linsley e Shrivies 2006; Solomon *et al.* 2000).

A redução do custo de capital é, aliás, uma vantagem tanto da divulgação dos riscos (Baiman e Verrecchia 1996; Diamond e Verrecchia 1991; Linsley e Shrivies 2000; Linsley e Shrivies 2006) como da divulgação em geral referida por diferentes autores (Ahsan 2006; Lambert *et al.* 2007). A moderna teoria das carteiras (Markowitz 1952) estabelece que os investidores adversos ao risco tenderão a exigir maiores retornos de investimentos com risco superior, logo, se a informação disponibilizada pela empresa for insuficiente para que os investidores façam uma avaliação adequada dos riscos, estes irão requerer um prémio adicional para cobrir a incerteza. Deste modo, a divulgação de informação sobre os riscos diminuirá o custo de capital.

Contudo, há referências na literatura à possibilidade de o custo do capital poder aumentar com a divulgação, devido ao facto de estar dependente da avaliação do perfil de risco divulgado que, sendo negativo, pode aumentar o custo de capital (AICPA (1994) e à possibilidade de, no curto prazo, os riscos divulgados poderem ser maiores do que seria presumido pelos investidores (ICAEW 1997). Há ainda outros estudos, mais recentes, como Kravet e Muslu (2011), Campbell *et al.* (2011) e Kothari *et al.* (2009), que mencionam que o impacto das divulgações dos riscos no custo de capital das empresas pode ser diverso, consoante a divulgação for de riscos positivos, que diminuem o custo

capital, ou de riscos negativos, que têm um impacto contrário no custo do capital. Campbell *et al.* (2011) defendem mesmo que divulgar sobre os riscos aumenta o custo de capital das empresas, como resultado do aumento da perceção dos riscos por parte dos investidores.

Tabela 2: Objetivos e vantagens de divulgar os riscos

Autores	Objetivos / Vantagens
Abraham e Cox (2007); ICAEW (2011)	Disponibilizar informação suficiente aos utilizadores para que façam as suas próprias avaliações de risco, como forma de auxílio nas suas decisões de investimento.
Cabedo e Tirado (2004); (Dobler 2008; Linsley <i>et al.</i> 2006; Schrand e Elliott 1998)	Permitir aos utilizadores a perceção do desempenho futuro da empresa.
Beretta e Bozzolan (2004)	Ajudar os investidores a determinar o perfil de risco da empresa.
AICPA (1994); Linsmeier <i>et al.</i> (2002).	Reduzir as assimetrias de informação e a incerteza entre os intervenientes no mercado de capitais.
Deumes (2008)	Aumentar a reputação junto dos investidores e evitar a litigância pelo facto de informar adequadamente os investidores.
ICAEW (1997)	Incentivar uma melhor gestão de risco.
Cea García (1995); ICAEW (1997)	Prestar informação corporativa e financeira útil.
ICAEW (1997, 2002)	Fornecer informações prospetivas.
Deumes e Knechel (2008); Lajili e Zéghal (2005); Solomon <i>et al.</i> (2000); Verrecchia (2001)	Assegurar a eficiência dos sistemas de controlo interno requeridos pelos códigos de governação empresarial.
Beretta e Bozzolan (2004)	Fornecer informações que possam afetar os resultados esperados de uma entidade.
AICPA (1994); ICAEW (1997)	Melhorar a alocação do capital no mercado de capitais, pelo aumento da liquidez dos mercados.
AICPA (1994); Deumes (2008)	Salvaguardar a idoneidade e saúde das empresas a longo prazo.
Abraham e Cox (2007); Deumes (2008); Deumes e Knechel (2008); ICAEW (1997); Linsley e Shrivés (2006); Solomon <i>et al.</i> (2000)	Diminuir o custo de capital das empresas.

Fonte: Autores citados

Não obstante as vantagens anteriormente apresentadas, as empresas apresentam um baixo nível de divulgação do risco (Dobler 2008; Linsley e Shrivés 2009) o que se pode atribuir às circunstâncias, referidas na literatura, como restrições à divulgação.

Uma primeira razão resulta do facto de a divulgação implicar custos com a compilação, a seleção e a publicação da informação (AICPA 1994; Lajili e Zéghal 2005;

Linsley e Shrides 2006), podendo esses custos ser demasiado altos para empresas de menor dimensão (Deumes e Knechel 2008).

Uma segunda razão, que muitos autores (Lajili e Zéghal 2005; Linsley e Shrides 2006) referem como ameaça de litígio, resulta do carácter predominante preditivo da informação sobre o risco e ao divulgarem informação que se venha a não confirmar, os gestores poderem ficar expostos a ações judiciais por parte de investidores ou outros utilizadores (AICPA 1994).

Uma terceira razão resulta da necessidade de manter a posição competitiva das empresas. Numa economia de mercado, que assenta fundamentalmente no conceito de concorrência, as divulgações dos riscos que se refiram a informações com sensibilidade comercial podem prejudicar a referida posição competitiva inibindo, portanto as divulgações (AICPA 1994; Deumes 2008; ICAEW 1997; Verrecchia 2001).

Contudo, é de salientar que estão previstas na legislação cláusulas que restringem a exposição dos gestores a ações judiciais por divulgarem informação prospetiva e que permitem a não divulgação de riscos e incertezas que contenham situações de sensibilidade comercial desde que seja provável que a divulgação provoque prejuízos significativos à entidade.

Dado que diferentes estudos (ICAEW 1997, 2002, 2011; Kravet e Muslu 2011; Linsley e Shrides 2006; Schrand e Elliott 1998) têm concluído pela existência de divulgações de riscos pouco significativas, poderia concluir-se que as consequências das vantagens anteriormente apresentadas dificilmente superam as consequências das desvantagens referidas. Dobler (2008) apresenta três explicações para justificar estes resultados empíricos, designadamente, pela possibilidade do gestor não ter, ele próprio, informação, por a informação disponível não ser credível e, por último, pelo facto da divulgação da informação poder ser prejudicial à empresa.

2.5. Divulgação Voluntária versus Regulada

A divulgação voluntária ou obrigatória tem sido uma questão de debate. Algumas entidades reguladoras, como a CICA (2001) e o ICAEW (1997), são a favor de divulgações de forma predominantemente voluntária, enquanto alguns organismos de

regulação, como o GASB (GASB 2001), são a favor de divulgação regulada do risco (Mohobbot e Noriyuki 2006).

Existem várias teorias, como a teoria da agência, a da legitimidade, a dos *stakeholders* e a da sinalização que contribuem para a explicação das empresas divulgarem informações voluntariamente.

A primeira teoria referida está relacionada com a existência de custos de agência nos contratos entre os interessados envolvidos que serão tanto maiores quanto maior o número de contratos. A divulgação permitirá reduzir esses custos e as assimetrias de informação e, conseqüentemente contribuir para uma melhor avaliação da empresa o que resultará na redução do seu custo de capital (Botosan 1997).

Na teoria da legitimidade, que assenta na existência de um contrato entre as empresas e a sociedade, a aquisição e manutenção de legitimidade motiva as empresas a fazer divulgação voluntária das suas atividades (Guthrie e Parker 1989; Watson *et al.* 2002).

A teoria dos *stakeholders*, que tem por base a existência de outros interessados na empresa além dos seus proprietários e acionistas, prevê que a divulgação voluntária permite aumentar e melhorar as relações entre todos os interessados na empresa (Donaldson e Preston 1995).

Por outro lado, a teoria da sinalização, aplicada ao relato contabilístico, prevê que as empresas com mais qualidade optem por políticas contabilísticas que possam refletir essa mesma qualidade (Ross 1977; Spence 1973).

Para além dos argumentos recolhidos das diferentes teorias, a divulgação voluntária é também justificada pelo balanceamento entre as vantagens para as empresas, resultantes da divulgação, entre as quais se assinalam o aumento de liquidez dos títulos, a diminuição do custo de capital e o aumento do valor, e os respetivos inconvenientes a que nos referimos no ponto anterior. Assim sendo, as empresas tenderiam a fazer divulgação voluntária de informação sobre os riscos se o conjunto de vantagens daí resultantes superasse os respetivos inconvenientes.

Precisamente porque o balanceamento entre vantagens e inconvenientes que resulta para as empresas do facto de divulgar poderia criar os incentivos suficientes para que as

empresas fizessem divulgação voluntária (Ross 1979), este argumento não justifica a regulação. Esta é, tradicionalmente, justificada pela defesa dos interesses coletivos, ainda que em detrimento dos interesses individuais, para resolver eventuais falhas de mercado (Leuz e Wysocki 2008). Estes autores apresentam uma série de fatores para justificar a existência de regulação que consistem em diferentes externalidades positivas, tais como o permitir conhecer tendências de mercado, choques tecnológicos e melhores práticas operacionais e de governação, podendo levar à diminuição dos custos de monitorização no mercado. Um outro benefício da regulação seria o facto das divulgações efetuadas pelas empresas individualmente poderem eliminar duplicação de custos de informação por parte de intermediários de informação, uma vez que as empresas seriam as entidades que produzem informação a mais baixo custo (Mahoney 1995). Acresce que, não obstante o facto de as divulgações das empresas, individualmente consideradas, poder ter um relevo reduzido, os efeitos agregados na economia podem ser significativos.

Por outro lado, a obrigatoriedade poderá contribuir para a redução das assimetrias de informação, bem como da incerteza dos investidores (Verrecchia 2001), ao obrigar as empresas a divulgarem todo o tipo de riscos, sejam positivos ou negativos.

A regulação implica, também, alguns inconvenientes, designadamente os custos diretos da sua implementação que são, por vezes, significativos.

Para assegurar o bom funcionamento dos mercados de capitais e os direitos dos acionistas e de todos os interessados, os organismos de regulação emitem normas e diretrizes que requerem a divulgação dos principais riscos e incertezas no relatório de gestão.

A regulação pode ter efeitos positivos e negativos. No caso dos efeitos positivos para as empresas poderia admitir-se que eles seriam atingidos mesmo sem regulação pois a divulgação voluntária seria suficiente para os obter. A regulação justifica-se, assim, sobretudo para garantir os efeitos positivos no mercado em geral. O maior efeito negativo geralmente apontado à regulação é o facto de impor custos de divulgação às empresas para as quais os efeitos da regulação não são pertinentes (Dobler 2008). Para obviar alguns custos da divulgação regulada dos riscos e, por essa via, viabilizar a sua eficácia, os reguladores têm permitido que as divulgações se façam apenas no caso de não originarem custos de sensibilidade comercial e introduzido cláusulas de salvaguarda colocando os

gestores a salvo de procedimentos legais (AICPA 1994; ICAEW 1997; Schrand e Elliott 1998). No entanto, esses mecanismos de minoração dos efeitos dos custos de divulgação conferem à divulgação regulada a possibilidade de significativa discricionariedade, levando a que as suas características sejam muito semelhantes às da efetuada voluntariamente (Dobler 2008; Linsley e Shrivies 2000).

Em todo o caso, as características da regulação são diferentes para a divulgação dos riscos financeiros e dos riscos não financeiros pois, para os primeiros a regulação é feita por via das normas de contabilidade com critérios mais objetivos, enquanto para os segundos a regulação requer a divulgação de forma mais vaga nos relatórios de gestão. Com exceção do caso da Alemanha, em que GAS 5 (GASB 2001) requer, desde 1986, uma demonstração própria para os riscos empresariais, a divulgação dos riscos não financeiros é sugerida em documentos de boas praticas pelos organismos profissionais e recomendada pelos órgãos reguladores dos mercados (Bereta Bozzolan 2004; Lajili e Zeghal 2005).

2.6. Estado Atual da Regulação

As demonstrações financeiras apresentadas pelas empresas não apresentam informações suficientes para os investidores tomarem as suas decisões económicas (Carlton *et al.* 2003; ICAEW 1997, 2002, 2011; Kravet e Muslu 2011; Linsley e Shrivies 2006; Schrand e Elliott 1998) e a disponibilização de informação sobre os riscos que as empresas enfrentam é uma das carências das informações dos relatórios das empresas (Cabedo e Tirado 2004). No entanto, nos últimos anos, tem-se assistido a um aumento da regulação por parte dos organismos de normalização contabilística, como o *International Accounting Standards Board* (IASB) e o *Financial Accounting Standards Board* (FASB), que exigem às empresas a divulgação de informações sobre os riscos.

Na União Europeia a divulgação dos riscos foi regulamentada pela Diretiva da Modernização (Dir. 2003/51/EC) (Parlamento e Conselho 2003), que obriga as empresas a incluir uma adequada análise da evolução e desempenho dos negócios no relatório anual e pela Diretiva da Transparência (2004/109/EC) (Parlamento e Conselho 2004), que prevê a elaboração de um relatório intercalar semestral onde, de forma narrativa, se referiram os acontecimentos mais importantes ocorridos no primeiro semestre e uma descrição dos principais riscos e incertezas previstos até ao final do ano.

Em termos de regulação internacional, o IASB emitiu, em finais de 2010, a versão definitiva de uma *Practice Statement* designada *Management Commentary* (IASB 2010) onde especifica as características a que deve obedecer o relatório de gestão e que devem ser transparentes e comparáveis com a informação constante nas demonstrações financeiras e no relatório financeiro. Em particular, devem ser divulgados, a natureza do negócio, os objetivos e estratégias, os principais recursos utilizados, os principais riscos e relações, bem como os resultados e perspetivas, acompanhados de indicadores de desempenho (IASB 2005, 2010). Este relatório é aplicável a todas as empresas Europeias incluindo Portugal e Espanha.

Os órgãos reguladores dos mercados de capitais, na defesa do bom funcionamento destes mercados e dos interesses dos investidores, requerem a divulgação do risco quer pelo cumprimento dos normativos contabilísticos, quer por via da apresentação de um relatório da gestão, cuja designação varia consoante os países. Em Portugal, o órgão que supervisiona e regula os mercados de valores mobiliários e instrumentos financeiros derivados e a atividade de todos os agentes que neles atuam, é a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e em Espanha a Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). A Tabela 3 apresenta um resumo dos requisitos de divulgações dos riscos em Portugal e em Espanha.

Tabela 3: Legislação em Portugal e em Espanha

Legislação	Portugal	Espanha
<ul style="list-style-type: none"> O relatório de gestão destina-se a dar uma exposição justa do desenvolvimento dos negócios e da situação da empresa, juntamente com a descrição de os principais riscos e incertezas que enfrenta pelo que o conteúdo deste relatório está em conformidade com a quarta diretiva (2003/51/CE). Não existe, contudo, um modelo padrão ou apresentação oficial do Relatório de gestão. 	<ul style="list-style-type: none"> Artigo 245º, nº1, c) da CVM (CMVM 2011) 	<p>Artigo 262º Real Decreto legislativo 1/2010 (BOE 2010);</p> <ul style="list-style-type: none"> Artigo 49º, nº1 e 2, Código do Comercio (BOE 2011a).
<ul style="list-style-type: none"> As sociedades estão sujeitas a um conjunto de recomendações elaboradas pela CMVM/CNMV, para elaborarem o relatório de Governo Corporativo. O relatório de Governo Corporativo deve conter, pelo menos, os principais elementos dos sistemas de controlo interno e de gestão de risco implementados na sociedade relativamente ao processo de divulgação de informação financeira. Para a elaboração deste relatório, existem modelos oficiais previstos. 	<ul style="list-style-type: none"> Artigo 245.º-A do CVM (CMVM 2011) Regulamento da CMVM n.º 1/2010 (CMVM 2010) 	<ul style="list-style-type: none"> Artigo 538º Real Decreto legislativo 1/2010 (BOE 2010); Circular 4/2007 da CNMV (CNMV 2007); Artigo 61 bis Ley 24/1988, del Mercado de Valores, nº4, e) e h) (BOE 2011b).

Fonte: Legislação citada

No caso dos EUA, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), regulador do mercado de valores mobiliários, exige a divulgação de informação sobre riscos no

formulário 10-K. Este é um relatório anual, que fornece aos utilizadores um resumo do desempenho da empresa, uma visão abrangente da sua condição financeira, incluindo, entre outras, informações como a sua história, a estrutura organizacional, a remuneração dos executivos, as subsidiárias e demonstrações financeiras auditadas. Além do formulário 10-K, as empresas são obrigadas a apresentar relatórios trimestralmente no Formulário 10-Q. Desde de 2005 é requerida a inclusão nos formulários 10-K de um capítulo próprio (*Risks Factors*) onde devem ser circunstanciadamente descritos os principais riscos a que as empresas estão sujeitas (Campbell *et al.* 2011; Kravet e Muslu 2011).

Ainda nos EUA, a SEC requer também a elaboração de um relatório da gestão (*Management Discussion & Analysis - MD&A*), onde devem ser divulgadas tanto informações sobre acontecimentos passados como as tendências futuras e eventuais incertezas quer com impacto na liquidez quer no futuro das operações (SEC 1987, 1989, 2003).

Tabela 4: Instrumentos de regulação previstos pelo IASB e nos EUA

	IFRS	EUA
Normas de divulgação do risco	IAS 1	
	IAS 14	SFAS 5
	IAS 32	SFAS 161
	IAS 37	SOP 94-6
	IAS 29	FRR 48
	IFRS7	
Diretivas	<i>Modernization Directive</i> (Dir. 2003/51/EC) <i>Transparency Directive</i> (2004/109/EC)	
Local de divulgação do risco	Management Commentary	MD&A
Definição de risco	Risco e Incerteza	Risco e Incerteza

Fonte: Elaboração própria

3. Revisão de Estudos Empíricos sobre Divulgação dos Riscos

Diferentes autores (Abraham e Cox 2007; Amran *et al.* 2009; Campbell *et al.* 2011; Dobler *et al.* 2011; Hassan 2009; Kravet e Muslu 2011; Linsley e Shrivés 2006) têm estudado a divulgação dos riscos, sendo que a maior parte o tem feito utilizando a análise de conteúdo manual (apenas dois, mais recentes e nos EUA, utilizam análise conteúdo mecanizada) às partes narrativas dos relatórios de gestão, para construir a variável dependente e usando, como unidade de codificação, frases (Amran *et al.* 2009; Campbell *et al.* 2011; Dobler *et al.* 2011; Kravet e Muslu 2011; Lajili e Zéghal 2005; Linsley e Shrivés 2006), palavras (Abraham e Cox 2007) ou índices de divulgação (Hassan 2009).

Apesar de se assistir, nos últimos anos, a um aumento da regulação que requer a divulgação de informações sobre os riscos, certo é que os utilizadores e os órgãos reguladores têm alegado que este tipo de divulgações não tem sido útil (Kravet e Muslu 2011) e que não é suficiente para auxiliar os investidores a tomarem as suas decisões (ICAEW 1997, 2002, 2011; Schrand e Elliott 1998; Solomon *et al.* 2000) levando, a que os objetivos da regulação não estejam a ser concretizados.

A insuficiente informação sobre o risco nos relatórios das empresas é explicada por vários autores. Kravet e Muslu (2011) alertam para o facto de ser difícil mensurar com fiabilidade a divulgação dos riscos, dada a sua natureza e constante mudança da exposição que originam. Os mesmos autores argumentam, ainda, que as divulgações de risco das empresas são muitas vezes consideradas como informações negativas, o que leva os gestores a omitirem este tipo de informação. Por último, as avaliações de risco incluem informação proprietária, o que poderá ser um dos motivos que leva as empresas não prestem esse tipo de informação. Kaplan (2011) acrescenta que é difícil quantificar o risco ou desenvolver indicadores de risco para um acontecimento que ainda não ocorreu e que poderá mesmo não vir a ocorrer.

Esta tendência já se verificava em 1998 quando Schrand e Elliott (1998) mencionaram que os requisitos de divulgação eram subjetivos, permitindo às empresas divulgarem informações muito vagas sem violar as exigências legais e que a inexistência de uma base objetiva para avaliar a veracidade ou a precisão das divulgações sobre o risco contribuía para essa tendência.

Não existe nenhuma demonstração financeira que informe os utilizadores dos riscos em que a empresa incorre (Cea García 1995). A informação disponível é muito breve, não perspetiva o futuro e não é totalmente útil para auxiliar os utilizadores das demonstrações financeiras nas suas tomadas de decisão (Beretta e Bozzolan 2004; Cabedo e Tirado 2004). Solomon *et al.* (2000), no estudo que efetuaram a empresas do Reino Unido, concluíram que os gestores das empresas devem fornecer informações mais detalhadas sobre os riscos que as empresas enfrentam.

Constatada a reduzida divulgação e o seu carácter genérico, a literatura também tem procurado tipificar a forma como as divulgações sobre risco são efetuadas e relacioná-las com as características específicas das empresas. Sendo esse também o objetivo do nosso trabalho, procedemos à revisão dos estudos empíricos que a seguir se apresenta.

Linsley e Shrives (2006) analisaram as divulgações dos riscos efetuadas nos relatórios anuais de 79 empresas do Reino Unido, com referência a 2000, e concluíram que a dimensão das empresas, medida pela capitalização bolsista e pelas vendas, estão positivamente associadas com as divulgações dos riscos efetuadas. Utilizaram também como variável explicativa deste tipo de divulgações o nível de risco das empresas, medido pelo rácio de endividamento, o rácio da cobertura de ativos, o fator beta, o rácio do valor de mercado pelo valor contabilístico dos capitais próprios e ainda duas medidas de risco ambiental, o *Innovest EcoValue'21* e o *Índice BiEX*, sendo que apenas verificaram uma associação positiva com as duas últimas medidas de risco e as restantes não apresentaram nenhuma associação com as divulgações dos riscos efetuadas. Para além destas conclusões, estes autores tinham como objetivo caracterizar as divulgações e verificaram que os tipos de risco mais divulgados são os riscos estratégicos, os operacionais e os financeiros. Observaram, também, que as divulgações são maioritariamente qualitativas, voltadas para o futuro e as que ditam boas notícias são mais prevalentes que as informações negativas.

Um outro estudo, que também tem como objetivo estudar as práticas de divulgação nas empresas do Reino Unido, realizado em 2007, foi efetuado por Abraham e Cox (2007). Várias foram as características das empresas utilizadas para a sua consequente relação com o número de divulgações, tais como a dimensão, o nível de risco, a estrutura da propriedade, a composição do conselho de administração, o tipo de indústria e a cotação em simultâneo nos EUA. Estes autores utilizaram, tal como Linsley e Shrives (2006), o volume de vendas para medir a dimensão e concluíram, igualmente, que existe uma relação

positiva. Para a variável nível de risco, utilizaram o rácio do passivo pelo capital próprio, tendo observado a ausência de relação, bem com o retorno das ações, tendo concluído que existe uma associação positiva. Por outro lado, relativamente às variáveis representativas das estruturas de propriedade, os autores verificaram que as empresas do tipo *In house managed pension funds* estão negativamente associadas com a divulgação, as empresas *Life assurance funds* apresentam uma relação positiva e, por último, não foi encontrada associação com as empresas *Outside managed pension funds*. Quanto às variáveis da composição do conselho de administração, observaram que não existe relação entre os administradores não executivos dependentes e a divulgação dos riscos, o que sugere que os diferentes tipos de diretor não-executivos cumprem diferentes funções. Verificaram também a existência de uma relação positiva com o número de administradores executivos e com o número de administradores independentes. Verificou-se, ainda, uma associação positiva com o tipo de indústria e com a dupla listagem.

Amran *et al.* (2009), num estudo efetuado a 100 empresas da Malásia, concluíram que existe uma associação positiva entre a divulgação dos riscos e a dimensão, medida pelo volume de vendas. Encontram uma associação igualmente positiva com o nível de risco das empresas, medido pela variância do retorno das ações, e nenhuma associação quando o risco das empresas era avaliado pelo rácio de endividamento. Estes resultados vão ao encontro dos apresentados por Abraham e Cox (2007) e Linsley e Shrives (2006). Adicionalmente, a investigação efetuada por Amran *et al.* (2009) permite verificar que os segmentos geográficos e a diversificação da produção (medidas de risco) não apresentam relação com a divulgação dos riscos. Neste estudo foi também encontrada uma associação estatisticamente significativa com o tipo de indústria das empresas da amostra. Tal como Linsley e Shrives (2006) e Abraham e Cox (2007), Amran *et al.* (2009) verificaram que os tipos de risco mais divulgados pelas empresas deste estudo eram os estratégicos, os operacionais e os financeiros.

Hassan (2009) procedeu à análise de 41 relatórios anuais, com referência ao ano 2005, das empresas dos Emirados Árabes Unidos concluindo que, ao contrário do que foi observado por outros autores como Abraham e Cox (2007), Amran *et al.* (2009) e Linsley e Shrives (2006), não existia nenhuma associação entre a dimensão da empresa (medida pelo total do ativo) e a divulgação dos riscos. No entanto, os resultados mostraram, também, que existia uma associação positiva entre a divulgação dos riscos e o nível de

risco das empresas (medido rácio do passivo pelo capital próprio), bem como com o tipo de indústria.

Num estudo mais recente, Dobler *et al.* (2011) investigaram os atributos, a quantidade de divulgações sobre riscos e a possível relação entre estas e o nível de risco das empresas dos EUA, do Canadá, do Reino Unido e da Alemanha, totalizando numa amostra de 160 empresas, sendo 40 de cada país e todas do mesmo setor de atividade. Concluíram que as divulgações eram maioritariamente efetuadas nos relatórios de gestão e eram maioritariamente qualitativas e prospetivas em todas as sub-amostras analisadas. A dimensão, medida pelo total do ativo, estava fortemente associada com a divulgação dos riscos, o que também é consistente com os estudos anteriores. Dobler *et al.* (2011) utilizaram cinco variáveis para medir o nível de risco das empresas, verificando-se que nenhuma delas estava relacionadas com as divulgações dos riscos, quando se considerou o total da amostra. Já relativamente a cada país, apenas o Reino Unido não apresentava coeficientes significativos para a variável risco. O rácio do passivo pelo capital próprio e o peso das receitas estrangeiras nas receitas totais, nos EUA, estavam positivamente relacionados com o número de divulgações de informações sobre o risco, sendo que o mesmo se verificava no Canadá e o com risco medido pelo fator beta. Quanto aos países europeus, o fator beta, no Reino Unido, e o rácio de alavancagem, na Alemanha, apresentavam uma relação negativa com as divulgações dos riscos.

Campbell *et al.* (2011) ao analisarem 9272 empresas dos EUA concluíram que existe uma associação positiva entre o número de divulgações e a dimensão das empresas, a alavancagem, a volatilidade do retorno da ações e a qualidade do auditor. Por outro lado, verificaram, também, que não existe relação com o nível de risco das empresas, se este for medido pelo fator beta e pelo rácio do valor de mercado pelo valor contabilístico dos capitais próprios. Utilizaram, ainda, como variável explicativa da divulgação a rendibilidade (medida pelo ROE), tendo concluído que existe uma associação negativa. Neste estudo, os autores referiram que os participantes do mercado incorporam a informação transmitida pelas divulgações de fatores de risco nas suas avaliações de risco e, ainda, que a divulgação deste tipo de informação diminui as assimetrias de informação entre os acionistas e as empresas.

O estudo efetuado por Kravet e Muslu (2011) abrangeu a análise das divulgações de risco efetuadas, por empresas dos EUA durante os anos 1994 a 2007, nos relatórios 10-

K. Os autores estudaram se, e como, as divulgações de risco afetam a percepção do risco por parte dos utilizadores, através da volatilidade dos retornos das ações e do volume de negócios, tendo concluído que as divulgações estão associadas positivamente com as variáveis consideradas. Verificaram, também, que as divulgações dos riscos podem ser úteis ao revelar aos investidores incertezas desconhecidas, o que poderá provocar uma diminuição dos níveis de incerteza destes investidores, pois possibilita que os mesmos façam previsões sobre o desempenho futuro da empresa. Por outro lado, tal como Campbell *et al.* (2011) tinham concluído, Kravet e Muslu (2011) mencionam que ao divulgar informações sobre os riscos, o custo de capital tem a tendência para aumentar, devido ao aumento da percepção do risco pelos investidores.

A Tabela 5 apresenta, resumidamente, os objetivos, as amostras e o tipo de análise de conteúdo utilizada e a Tabela 6, a síntese das principais conclusões.

Tabela 5: Amostra, metodologia e objetivos dos estudos empíricos revistos

	Linsley e Shrives (2006)	Abraham e Cox (2007)	Amran <i>et al.</i> (2009)	Hassan (2009)	Dobler <i>et al.</i> (2011)	Campbell <i>et al.</i> (2011)	Kravet e Muslu (2011)
Objetivos	Analisar as divulgações de risco nos relatórios anuais, através da caracterização das divulgações e da relação com o tamanho e o nível de risco das empresas que constituem a amostra.	Analisar a relação entre a divulgação de informações sobre riscos e as características das empresas.	Analisar as divulgações de risco nos relatórios anuais; comparar as características das empresas com as divulgações de risco efetuadas.	Analisar a relação entre as características das empresas da amostra e a divulgação dos riscos.	Analisar os atributos das divulgações, bem como a relação existente entre o número de divulgações sobre riscos e o nível de risco das empresas da amostra.	Analisar o conteúdo das informações divulgadas nas seções 10- K	Examinar a associação entre as alterações nas divulgações de risco textual na seção 10-K e mudanças no mercado de ações.
Amostra	79 Empresas não financeiras do Reino Unido (2000)	71 Empresas não financeiras do Índice FTSE 100; Reino Unido (2002)	100 Empresas Malásia	41 Empresas dos Emirados Árabes unidos (2005)	160 Empresas do Reino Unido, Canadá, EUA e Alemanha; setor manufatura (2005)	9272 Empresas dos EUA (2005)	28110 Empresas dos EUA (1994 - 2007)
Análise de Conteúdo	Manual	Manual	Manual	Manual	Manual	Mecânica	Mecânica

Tabela 6: Associações entre a divulgação dos riscos e as características das empresas nos estudos empíricos revistos

Variáveis Explicativas	Linsley and Shrives (2006)	Abraham and Cox (2007)	Amran, Bin <i>et al.</i> (2009)	Hassan (2009)	Dobler <i>et al.</i> (2011)	Campbell <i>et al.</i> (2011)	Kravit e Muslu (2011)
Tamanho							
Vendas	+	+	+			+	+
Total ativo				0	+		
Capitalização bolsista	+						
Valor de mercado do capital próprio							
Nível de risco							
Rácio de endividamento	0	0	0	+	0	+	
Retorno das ações		+				+	+
Rácio de Cobertura ativos	0						
Fator Beta	0				0	0	
Rácio valor de mercado pelo contabilístico	0					0	
Índice BiEX	+						
Innovest EcoValue'21	+						
Peso das exportações nos proveitos totais					0		
Existência de um grande cliente					0		
Grau Alavancagem Operacional					0		
Diversificação do produto			0				
Diversificação regional			0				
Estrutura Propriedade							
<i>In house managed pension funds</i>		-					
<i>Life assurance funds</i>		+					
<i>Outside managed pension funds</i>		0					
Composição administração							
<i>Nº diretores executivos</i>		+					
<i>Nº diretores não executivos dependentes</i>		0					
<i>Nº diretores não executivos independentes</i>		+					
Rentabilidade							
ROE						-	
Indústria		Y	Y	Y			
Dupla listagem		+					
Auditor (BIG N)						+	
Reservas				0			

Y : Estatisticamente significativo; + : Associação positiva; - : Associação negativa; 0: Não existe relação
 Fonte: Autores citados

4. Objetivos e Hipóteses de Investigação

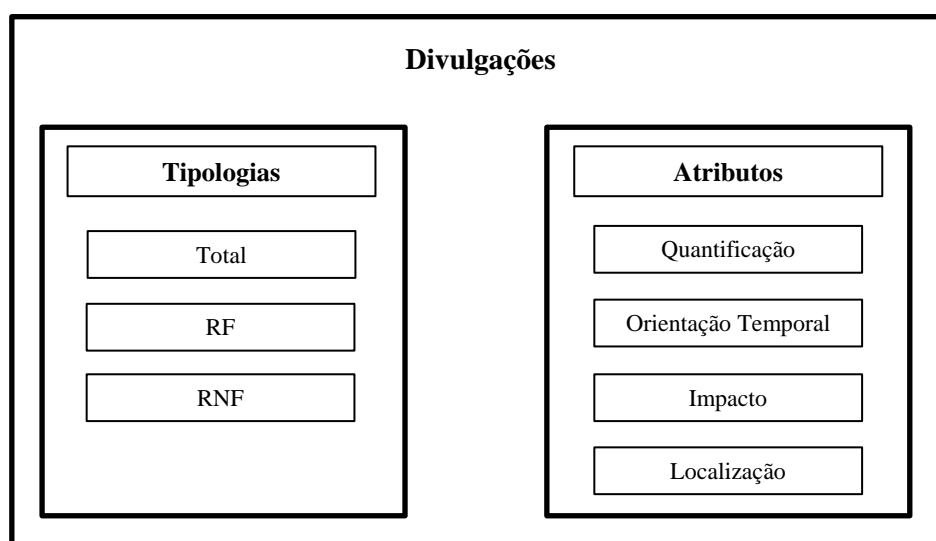
O trabalho de investigação a realizar tem como objetivo geral o de descrever a forma como as empresas portuguesas e espanholas divulgam o risco nos Relatórios de Gestão e nos Relatórios de Governo Corporativo.

Definem-se dois objetivos específicos, designadamente, (i) caracterizar a forma como as divulgações são efetuadas e (ii) relacionar os níveis de divulgação observados com características das empresas.

Para caracterizar as divulgações utilizaram-se duas dimensões, nomeadamente, as tipologias de risco e os atributos das divulgações (Figura 1).

As empresas estão sujeitas a diferentes tipos de risco sendo a principal distinção, adotada na generalidade dos trabalhos empíricos, entre riscos financeiros (com impacto direto nos fluxos de caixa e nos resultados) e riscos não financeiros (com impacto menos direto nos fluxos de caixa e nos resultados) (ICAEW 1997). Acresce que, como se referiu já no enquadramento teórico, os riscos financeiros são objeto de requisitos de divulgação mais específicos do que os não financeiros (Dobler *et al.* 2011; Lajili e Zéghal 2005; Linsley e Shrivies 2006).

Os atributos indicam determinadas características qualitativas da divulgação destinadas a obter um melhor conhecimento dos riscos relatados, designadamente quanto à quantificação, à orientação temporal e ao impacto na empresa. Estes diferentes atributos foram propostos em trabalhos de divulgação de outros temas (Hackston e Milne 1996), em artigos metodológicos sobre análise de narrativas (Beattie *et al.* 2004) e utilizados na maior parte dos estudos empíricos sobre divulgações de riscos (Abraham e Cox 2007; Amran *et al.* 2009; Campbell *et al.* 2011; Dobler *et al.* 2011; Hassan 2009; Linsley e Shrivies 2006; Lopes e Rodrigues 2007; Oliveira *et al.* 2011). A estas características qualitativas juntámos a localização para indicar em que componente do relatório a divulgação foi efetuada, se no Relatório de Gestão ou se no Relatório de Governo Corporativo, tendo como objetivo perceber qual o impacto da regulação, em consequência dos diferentes requisitos existentes sobre divulgação naqueles documentos.

Figura 1: Dimensões para caracterizar as divulgações

Total: Divulgações de riscos totais; RF: Divulgações de riscos financeiros; RNF: Divulgações de riscos não financeiros

Assim, relativamente ao primeiro objetivo, foi formulado um primeiro conjunto de 5 hipóteses que diz respeito às tipologias de risco divulgadas e aos respetivos atributos.

Divulgação dos Riscos e Tipologias

Os riscos financeiros estão sujeitos a requisitos de divulgação mais específicos dos que os não financeiros e a literatura evidencia falta de unanimidade quanto a qual é mais divulgado (Abraham e Cox 2007; Lajili e Zéghal 2005) quando a análise incide sobre as diferentes tipologias individuais. Quando agregadas apenas em riscos financeiros e não financeiros, Dobler *et. al* (2011) e Linsley e Shrides (2006), concluíram que a divulgação de riscos não financeiros são divulgados em maior número, o que nos leva a colocar a seguinte hipótese:

Hipótese 1: O número de divulgações de riscos financeiros será significativamente inferior ao número de divulgações de riscos não financeiros.

Divulgação dos riscos e Quantificação

A divulgação dos riscos será de maior utilidade para os investidores se lhes permitir avaliar o possível impacto na empresa. Neste sentido tem sido defendido que as divulgações deveriam ser, sempre que possível, de forma quantificada (Beretta e Bozzolan 2004; ICAEW 1997; Linsley e Shrides 2000). No entanto, a maior parte dos estudos existentes conclui por um baixo nível de divulgações quantificadas, por vezes atribuído aos

custos da divulgação (informação com sensibilidade comercial e possibilidade de litigância) (Dobler 2008; Schrand e Elliott 1998).

Dobler *et al.* (2011) e Linsley e Shrivés (2006) verificaram que as divulgações efetuadas de forma qualitativa foram superiores às efetuadas de forma quantificada. Pelo que se formula a seguinte hipótese:

Hipótese 2: O número de divulgações efetuadas de forma não quantificada será significativamente maior do que o número de divulgações efetuadas de forma quantificada.

Divulgação dos riscos e orientação temporal

A utilidade das divulgações dos riscos tenderia a ser maior se estes referissem possibilidades futuras, sobre as quais existe maior desconhecimento por parte dos investidores comparativamente com a gestão (Dobler 2008; ICAEW 1997, 2011; Linsley e Shrivés 2000). Contudo, Beretta e Bozzolan (2004), Dobler *et al.* (2011), Lajili e Zéghal (2005) e Linsley e Shrivés (2006) concluíram que a divulgação dos riscos com impacto futuro não é muito significativa, sendo a maioria das divulgações efetuadas incidente sobre o passado e o presente. Esta situação pode ficar a dever-se ao grau de subjetividade das previsões e aos receios de litigância e perda de reputação por parte dos gestores (Linsley e Shrivés 2005), pelo que se formula a seguinte hipótese:

Hipótese 3: O número de divulgações relativas ao passado e ao presente serão significativamente maiores do que o número de divulgações relativas ao futuro.

Divulgação dos Riscos e Impacto

O conceito amplo de risco engloba a possibilidade de acontecimentos com impacto na empresa tanto positivo como negativo (Abraham e Cox 2007; ICAEW 1997, 2011; Linsley e Shrivés 2006) e o conhecimento dos dois terá utilidade para os utilizadores da informação. A literatura refere motivações conflitantes dos gestores para a divulgação de boas notícias ou más notícias (Linsley e Shrivés 2006). Por um lado, os gestores tenderiam a ter motivações para divulgar más notícias, por forma a não ficar expostos a litigância posterior. Por outro, os gestores tendem a não divulgar más notícias para não pôr em causa a sua imagem e reputação. Linsley e Shrivés (2006) concluíram que a divulgação de riscos com impacto positivo é superior à divulgação de riscos com impacto negativo, não sendo

possível, no entanto pré-determinar um padrão de divulgação, o que nos leva a formular a seguinte hipótese na forma nula:

Hipótese 4: O número de divulgações com impacto positivo não será significativamente diferente do número de divulgações com impacto negativo.

Divulgação dos Riscos e Localização

A legislação portuguesa e espanhola regula a divulgação de informações sobre os riscos e incertezas, tanto nos Relatórios de Gestão como nos Relatórios de Governo Corporativo.

Em Portugal, o Relatório de Gestão e o relatório de Governo Corporativo são de divulgação obrigatória, de acordo com o artigo 66.º, n.º 5, alínea f), artigo 420.º, n.º 5, 423.º-F, n.º2, 441.º, n.º 2 do CSC (CSC 2011), Artigo 245º, nº1 e 2 e Artigo 245º-A do CVM (CMVM 2011), Artigo 8º do Regulamento da CMVM nº 5/2008 (CMVM 2008), Regulamento da CMVM n.º 1/2010 (CMVM 2010), bem como o Regulamento n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho (Parlamento e Conselho 2002). Relativamente a Espanha, a regulação menciona que as empresas cotadas devem publicar um relatório anual de Governo Corporativo (Artigo 61º, nº1, Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores) (BOE 2011b), bem como um relatório de gestão (Artigo 253º, nº1 do Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio e pelo Artigo 34º do Código do Comércio) (BOE 2010, 2011a). Desconhecem-se, até ao momento, estudos empíricos comparando as divulgações em Portugal e Espanha, designadamente quanto à localização das divulgações. Assim, a inexistência de evidência anterior leva-nos a formular a seguinte hipótese na forma nula:

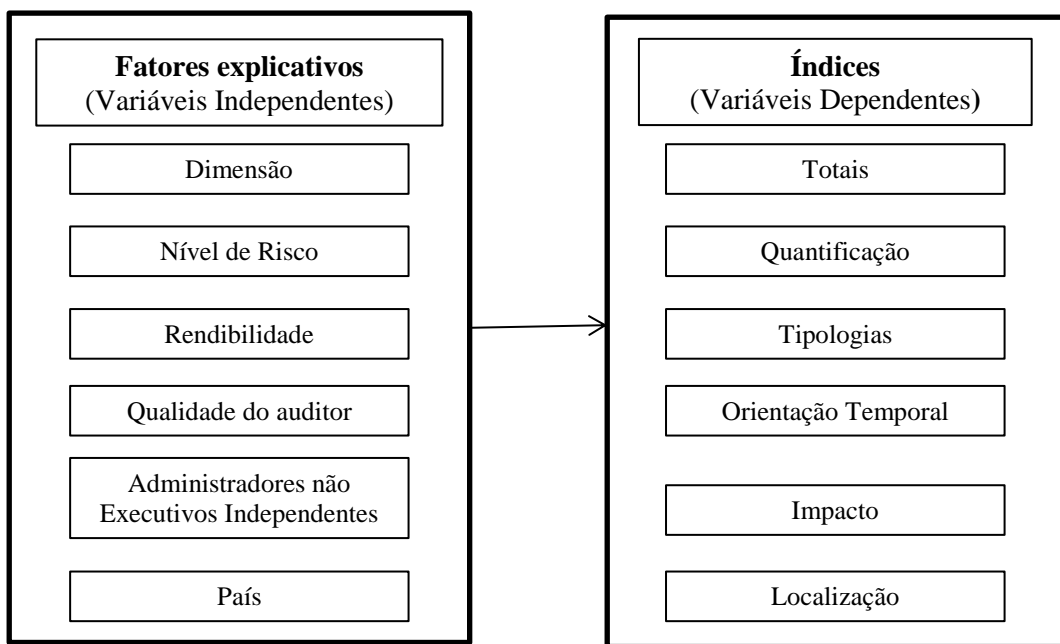
Hipótese 5: O número de divulgações nos relatórios de Gestão não será significativamente diferente das divulgações nos relatórios de Governo Corporativo

Relativamente ao segundo objetivo, formulou-se um outro grupo de 6 hipóteses. Muitos trabalhos (Abraham e Cox 2007; Ahmed e Courtis 1999; Amran *et al.* 2009; Beretta e Bozzolan 2004; Campbell *et al.* 2011; Dobler *et al.* 2011; Höring e Gründl 2011; Linsley e Shrivies 2006; Linsley *et al.* 2006; Lopes e Rodrigues 2007; Oliveira *et al.* 2011; Wallace *et al.* 1994) têm procurado relacionar o número de divulgações dos riscos com

características específicas das empresas, na linha de investigação da teoria positiva da contabilidade (Watts e Zimmerman 1990).

As características das empresas que foram testadas são algumas das que têm sido objeto de análise nos trabalhos empíricos referidos, sobre os quais os resultados nem sempre têm verificado unanimidade, e envolvem a dimensão, o nível de risco, a rendibilidade, a qualidade do auditor, o peso do número de administradores não executivos independentes e o país.

Figura 2: Fatores explicativos das divulgações



Divulgação do Risco e Dimensão

Diversos estudos efetuados anteriormente (Abraham e Cox 2007; Amran *et al.* 2009; Beretta e Bozzolan 2004; Deumes e Knechel 2008; Linsley e Shrivies 2006) comprovaram a existência de uma relação positiva entre as divulgações sobre riscos e a dimensão das empresas.

A teoria da legitimidade e da agência são normalmente invocadas para explicar esta relação. A primeira refere que as empresas de grande dimensão têm um grande impacto na sociedade e as partes interessadas perspetivam que o número de divulgações efetuadas pelas empresas seja maior (Cowen *et al.* 1987). Por outro lado, de acordo com a teoria da agência, os gestores podem optar por divulgar informações sobre o risco voluntariamente como forma de demonstrar aos acionistas que estão a agir corretamente (Watson *et al.*

2002). Estes autores acrescentam, ainda, que este tipo de divulgação pode trazer maiores benefícios para as grandes empresas ao reduzir a incerteza existente. O custo de divulgar informações voluntariamente também será menor quando efetuado por empresas de maior dimensão, através da utilização de sistemas de informação com mais qualidade (Lopes e Rodrigues 2007).

Apesar da maioria dos estudos realizados terem observado esta relação, Woods *et al.* (2008) concluíram que a dimensão não explica a divulgação dos riscos e Wallace *et al.* (1994) verificaram uma relação negativa. Dada a predominância de conclusões sobre a associação positiva entre o número de divulgações e a dimensão, formulamos a seguinte hipótese:

Hipótese 6: Existe uma relação positiva entre o número de divulgações e a dimensão das empresas.

Divulgação de Risco e Nível de risco

Nos termos da teoria da agência os gestores, ao enfrentarem elevados riscos, tendem a disponibilizar mais informação sobre os mesmos para que os diferentes interessados possam perceber as suas causas e a forma como são geridos (Ahmed e Courtis 1999; Amran *et al.* 2009; Dobler 2008; Linsley e Shrives 2006).

Por outro lado, divulgar informações sobre os riscos aos concorrentes e aos financiadores, pode fazer com que estes utilizem essas informações para aumentar a sua posição competitiva e os custos dos empréstimos, bem como que efetuem uma avaliação negativa do desempenho da gestão, pelo que os gestores das empresas de maior risco, para evitar custos de divulgação (Dobler *et al.* 2011), podem ter motivações para ocultar a situação de risco em que se encontram. Linsley e Shrives (2006) referem mesmo que poderão ser os gestores das empresas de menor risco derivado das características específicas da atividade ou do facto de ser bons gestores, a fazer mais divulgações sobre o mesmo.

Há, portanto, motivações conflitantes por parte das empresas de elevado risco relativamente à disponibilidade para o divulgar.

Os resultados empíricos encontrados em estudos anteriores são inconclusivos. Abraham e Cox (2007), Dobler *et al.* (2011) e Linsley e Shrives (2006) concluíram que

não existe nenhuma associação e, por seu turno, Amran *et al.* (2009) e Campbell *et al.* (2011) concluíram por uma relação positiva.

Dada a argumentação para as duas possíveis associações (positiva e negativa), e devido à inexistência de um consenso nas pesquisas anteriores, formula-se a hipótese na forma nula:

Hipótese 7: Não há relação entre o número de divulgações e o nível de risco das empresas.

Divulgação do Risco e Rendibilidade

A rendibilidade é percebida como a capacidade da empresa em gerar capital e restaurar os capitais próprios (Höring e Gründl 2011). Uma rendibilidade baixa pode aumentar o nível de risco da empresa percebido pelo mercado e, assim, aumentar a pressão sobre a empresa no sentido de divulgar mais informações sobre os riscos. Adicionalmente, e de acordo com teoria da agência, uma rendibilidade baixa pode aumentar os custos de contratação levando a que, para os reduzir, os gestores sejam motivados a divulgar. (Ahmed e Courtis 1999; Linsley *et al.* 2006). Esta argumentação faria supor uma relação inversa entre o nível de rendibilidade e o número de divulgações de risco.

Contudo, vários autores argumentam que as divulgações dos riscos podem aumentar com o aumento da rendibilidade (Ahmed e Courtis 1999; Wallace *et al.* 1994). Na perspectiva da teoria da sinalização os gestores, ao pretenderem evidenciar o desempenho positivo da empresa, tendem a divulgar indicadores de rendibilidade e de eficiência (Watson *et al.* 2002).

Alguns estudos demonstram que a relação entre estas duas variáveis não é clara. Linsley *et al.* (2006) e Inchausti (1997) constataram que não existe relação entre a divulgação de riscos e a rendibilidade, enquanto que Wallace *et al.* (1994) verificaram a existência de uma relação positiva e Campbell *et al.* (2011) a existência de uma relação negativa. Pelo facto de não existir consenso quanto à relação existente, a seguinte hipótese é formulada na forma nula.

Hipótese 8: Não existe relação entre as divulgações e a rendibilidade das empresas.

Divulgação do Risco e Qualidade do Auditor

As empresas de auditoria de maior desempenho (Big4) tenderiam a assegurar que os seus clientes adotassem melhores práticas contabilísticas e de divulgação de forma a não prejudicar a sua reputação (Chalmers e Godfrey 2004; Dumontier e Raffournier 1998). Wallace *et al.* (1994) referem que os auditores de qualidade não só auditam o conteúdo dos relatórios dos seus clientes, como também influenciam as informações a divulgar. Na perspetiva da teoria da agência (Jensen e Meckling 1976) e da teoria da positiva da contabilidade (Watts e Zimmerman 1983), com vista à redução de custos de agência elevados as empresas seriam motivadas a contratar empresas de auditoria de maior qualidade. Deste modo, seria de esperar uma relação positiva entre as divulgações de riscos e a qualidade do auditor.

A maioria dos estudos (Ahmed e Courtis 1999; Deumes e Knechel 2008; Wallace *et al.* 1994), contudo, conclui pela não existência de associação, embora os trabalhos de Lopes e Rodrigues (2007) e Campbell *et al.* (2011) constatem uma relação positiva estatisticamente significativa. Assim, formulou-se a seguinte hipótese:

Hipótese 9: Não existe relação entre o número de divulgações e a qualidade do auditor.

Divulgação do Risco e Peso dos Administradores não Executivos Independentes no Total de Administradores

Os administradores não executivos independentes de uma empresa constituem um elemento de qualidade de governação corporativa, pelo fato de serem membros independentes da administração (Beekes e Brown 2006) gerando a expectativa de que possam influenciar adequados níveis de divulgação. Deumes e Knechel (2008) usaram como medida o rácio entre o número de administradores independentes e o total de administradores, tendo verificado uma relação positiva. Abraham e Cox (2007) chegaram à mesma conclusão usando como medida o número de administradores não executivos independentes. Formulou-se assim, a seguinte hipótese:

Hipótese 10: Existe uma relação positiva entre o número de divulgações e o peso de administradores não executivos independentes no total de administradores.

Divulgação do Risco e País

As culturas e os sistemas legais de cada país podem influenciar as práticas de divulgação (Dobler 2008). Sendo a amostra constituída por empresas cotadas em dois índices de dois países da União Europeia, com culturas e sistemas legais idênticos, haverá a expectativa de que o país de cotação não influencie significativamente as divulgações efetuadas, pelo que se formula a seguinte hipótese:

Hipótese 11: Não existe relação entre o número de divulgações e o país.

Tabela 7: Hipóteses de estudo

Objetivo 1	Hipótese 1	O número de divulgações de riscos financeiros será significativamente inferior ao número de divulgações de riscos não financeiros.
	Hipótese 2	O número de divulgações efetuadas de forma não quantificada será significativamente maior do que o número de divulgações efetuadas de forma quantificada.
	Hipótese 3	O número de divulgações relativas ao passado e ao presente serão significativamente maiores do que o número de divulgações relativas ao futuro.
	Hipótese 4	O número de divulgações com impacto positivo não será significativamente diferente do número de divulgações com impacto negativo.
	Hipótese 5	O número de divulgações nos relatórios de Gestão não será significativamente diferente das divulgações nos relatórios de Governo Corporativo.
Objetivo 2	Hipótese 6	Existe relação positiva entre o número de divulgações e a dimensão das empresas.
	Hipótese 7	Não existe relação entre o número de divulgações e o nível de risco das empresas.
	Hipótese 8	Não existe relação entre o número de divulgações e a rendibilidade das empresas.
	Hipótese 9	Não existe relação entre o número de divulgações e a qualidade do auditor.
	Hipótese 10	Existe uma relação positiva entre o número de divulgações e peso dos administradores não executivos independentes no total de administradores.
	Hipótese 11	Não existe relação entre o número de divulgações e o país.

5. Metodologia

5.1. Paradigma de Investigação

O processo de investigação em contabilidade, de acordo com Chua (1986), é condicionado por vários fatores, tais como a posição ontológica do investigador, a sua posição epistemológica e a metodologia mais adequada por ele considerada. Bhimani (2002) acrescenta que os fatores mencionados permitem classificar diferentes tipos de investigação (paradigmas), nomeadamente, a investigação positivista, a interpretativa e a crítica. O primeiro paradigma mencionado assenta na definição de hipóteses de estudo, com o objetivo de averiguar se os dados confirmam as hipóteses. O segundo tipo de investigação referido tem por base a utilização de métodos qualitativos e não pretende obter generalizações. A investigação crítica é caracterizada pela grande ênfase dada à problemática do conflito social e organizacional.

A metodologia de investigação adotada neste trabalho tem por base o paradigma positivista que presume a existência de uma realidade independente do investigador que este pretende conhecer, para o que formula previamente hipóteses e analisa dados com o objetivo de as poder ou não confirmar (Thiéart *et al.* 2001). A investigação positivista tem como objetivo resolver ou corrigir as insuficiências e inconsistências existentes de modo a melhorar o nosso conhecimento sobre a realidade (Thiéart *et al.* 2001).

Esta perspetiva de investigação está subjacente à teoria positiva da contabilidade em que se procura observar e encontrar fatores explicativos para as escolhas contabilísticas e para as práticas de divulgação observadas, no sentido de as compreender e prever (Watts e Zimmerman 1990).

5.2. Amostra

O presente estudo foca-se nas divulgações de risco efetuadas pelas empresas portuguesas e espanholas. A escolha de Portugal e Espanha deveu-se à existência de pesquisa pouco significativa sobre estes países. A maior parte dos estudos são efetuados em países de maior dimensão, como o Reino Unido, a Itália, a Alemanha, Estados Unidos, conforme verificado na revisão literatura. Por outro lado, a maioria da pesquisa neste tema tem incidido em investigações apenas de um país (Abraham e Cox 2007; Amran *et al.*

2009; Carlon *et al.* 2003; Deumes 2008; Oliveira *et al.* 2011) e raramente de países diferentes (Dobler *et al.* 2011).

A amostra global integra 60 empresas e é constituída por 30 empresas não financeiras de cada país cotadas no mês de setembro de 2012 nas bolsas de Lisboa e Madrid. O número de 30 empresas de cada país pretendido justifica-se pelo facto de ser o considerado aceitável tendo em conta as limitações de tempo e recursos disponíveis (Cohen 1988; Wilson *et al.* 2007). As empresas financeiras foram excluídas da amostra, uma vez que estão sujeitas a requisitos de divulgação diferentes daqueles que se aplicam às empresas não financeiras (Bessis 2002; Linsley e Shrivies 2006), não se justificando que sejam analisadas juntamente. As empresas portuguesas foram selecionadas prioritariamente do PSI 20 (principal índice da *Euronext* Lisboa) e complementadas com as de maior capitalização bolsista constates do PSI Geral até perfazer o pretendido número de 30. Da mesma forma, as empresas espanholas foram selecionadas prioritariamente do IBEX 35 (principal índice de referência da bolsa espanhola) e complementadas com as de maior capitalização bolsista constates do IBEX Geral até perfazer o pretendido número de 30.

Os dados foram recolhidos dos relatórios anuais do ano económico findo em 31 de dezembro de 2011 das empresas que integram a amostra com o objetivo de analisar e retirar conclusões com base nas práticas de divulgação mais recentes. Os relatórios anuais são considerados, por vários autores como a única fonte de informação credível de informação (Deegan e Rankin 1996) onde aspetos sobre informações relativas a fatores de risco e as suas relações com a estratégia da empresa podem ser analisados (Linsley e Shrivies 2006).

5.3. Análise de Conteúdo

A identificação das divulgações de risco foi efetuada por meio de análise de conteúdo às partes narrativas que identificam os principais riscos e incertezas do negócio dos Relatórios de Gestão e dos Relatórios de Governo Corporativo. Beattie *et al.* (2004) referem vários métodos que podem ser utilizados neste tipo de análise designadamente, avaliações subjetivas, índices de divulgação, análise de conteúdo, estudos de legibilidade e análises linguísticas. A análise de conteúdo tem sido adotada por vários autores que investigaram divulgações de risco (Abraham e Cox 2007; Beattie *et al.* 2004; Lajili e

Zéghal 2005; Linsley e Shrives 2006) e revela-se adequada uma vez que se pretende analisar as divulgações efetuadas de forma narrativa. Em alternativa poderiam ter sido usados índices de divulgação numéricos mas estes, porque apenas permitem analisar a existência ou não de divulgação, não possibilitam quantificar o número de divulgações efetuadas.

A análise de conteúdo, o método mais utilizado para analisar divulgações na opinião de alguns autores (Amran *et al.* 2009; Hackston e Milne 1996), permite a codificação do texto em diversas categorias em função de critérios selecionados (Weber 1990) e torna possível detetar divulgações e categorizar itens de texto (Holsti 1969). Krippendorff (1980) define-o como uma técnica de investigação que possibilita inferências validas e replicáveis de dados por referencia ao seu contexto.

Hassan e Marston (2010) distinguem entre análise de conteúdo relacional que examina as relações entre os conceitos num texto, e análise de conteúdo conceitual que identifica a existência de determinadas palavras-chave ou conceitos nos textos, sendo utilizada essencialmente em estudos de divulgação. Os mesmos autores classificam, ainda, a análise de conteúdo em parcial, se efetuada apenas a uma parte dos documentos, e completa – ou holística (Beattie *et al.* 2004) – se abrange todo o documento.

A análise de conteúdo pode ser efetuada mecanicamente, por recurso a programas de análise de texto computadorizada, ou manual, se efetuada por recolha direta do investigador. Este último processo tem sido o mais utilizado nos estudos de divulgação dos riscos (Beretta e Bozzolan 2004; Hackston e Milne 1996; Linsley e Shrives 2006), embora apresente algumas limitações, dado tratar-se de um processo de recolha de dados que exige um elevado consumo de tempo e restringe, inevitavelmente, o tamanho das amostras utilizadas (Beattie e Thomson 2007). Acresce que se trata de uma técnica que implica alguma subjetividade na recolha de informação, sendo, por isso, necessário assegurar a sua fiabilidade para que as conclusões possam ser válidas (Linsley e Shrives 2006).

Krippendorff (1980) refere três formas de assegurar a fiabilidade, designadamente a estabilidade, a reprodutibilidade e a precisão. A estabilidade consiste em assegurar uma codificação consistente ao longo do tempo e pode obter-se efetuando várias vezes a mesma análise ao mesmo conteúdo pelo mesmo codificador Weber (1990), processo que também é conhecido por *Test- Retest* (Hassan e Marston 2010). O problema da reprodutibilidade

coloca-se quando a análise de conteúdo é feita por mais do que um codificador, sendo então necessário assegurar uniformidade nas práticas de codificação por meio de *intercoder reliability tests*, Tais como *Scott's pi* ou alfa de Krippendorff. Finalmente, a precisão refere-se ao grau de adesão da codificação relativamente a um modelo padrão (Krippendorff 1980; Weber 1990). Linsley e Shrives (2006) referem que a fiabilidade pode ser melhorada com a definição prévia de regras de decisão que orientem o codificador.

No presente estudo a análise foi desenvolvida por um único codificador – a autora – e procurou-se assegurar a fiabilidade analisando os relatórios duas vezes e definindo um conjunto de regras de codificação¹ com base e a exemplo do efetuado por outros autores (Linsley e Shrives 2006). No processo de definição destas regras de codificação foi efetuada uma primeira análise a 10 relatórios que se mantiveram na amostra final no sentido de a não reduzir, procedimento idêntico ao de Abraham e Cox (2007) e Linsley e Shrives (2006).

Para a concretização da análise de conteúdo é necessário estabelecer a unidade de codificação. Existem várias unidades de análise que podem ser utilizadas, nomeadamente páginas, palavras ou frases. Unerman (2000) refere que as palavras permitem um elevado grau de precisão mas não é possível entender o significado sem interpretar a frase. As frases fornecem, pois, dados mais precisos, confiáveis e completos, sendo possível, assim, a realização de uma análise mais profunda. As frases permitem também superar os problemas da porção de páginas e eliminam a necessidade de explicar, ou padronizar, o número de palavras (Hackston e Milne 1996). Tal como Beattie *et al.* (2004), Hackston e Milne (1996), ICAEW (1997) e Linsley e Shrives (2006), utilizamos neste estudo a frase como unidade de medida.

O instrumento de codificação construído (Tabela 8) integra diferentes tipologias de risco e atributos das divulgações e teve por base o modelo desenvolvido por ICAEW (1997) e o estudo de Linsley e Shrives (2006).

Os riscos foram classificados em duas categorias principais, os financeiros, que têm um efeito monetário imediato sobre os ativos e passivos das empresas e os não financeiros, que não têm esse efeito monetário direto sobre os ativos e passivos da entidade. Os riscos

¹ Ver Anexo 1: Regras de decisão para divulgações de risco.

não financeiros são desagregados em riscos operacionais, riscos estratégicos, riscos de integridade, riscos de processo de informação e tecnologia e riscos de capacitação².

Os atributos qualitativos das divulgações especificam se estas são feitas de forma quantificada ou não quantificada, se se referem ao passado e presente, ao futuro ou não têm orientação temporal, se têm impacto positivo, negativo ou neutro na empresa e se constam do Relatório de Gestão ou do Relatório de Governo Corporativo.

Porque as divulgações analisadas, que consideramos como sendo de riscos, integram tanto informações sobre fatores de risco e respetivas estratégias de mitigação, como as divulgações requeridas pelos códigos de governo corporativo relativas aos sistemas de controlo interno e de gestão de risco, criaram-se duas categorias onde são individualizadas as divulgações relativas a estratégias de mitigação e aos sistema e controlo interno e gestão de risco.

Depois da extração dos dados necessários para calcular os índices (variáveis dependentes), foi necessário proceder à recolha de dados sobre os fatores explicativos (variáveis independentes).

²Ver Anexo 2: Categorias de risco e Anexo 3: Exemplos de codificação de divulgações de risco

Tabela 8: Matriz de classificação dos riscos

Tipos de risco	Riscos financeiros	Riscos Não Financeiros				Riscos estratégicos	TOTAL	%
		Riscos Operacionais	Risco Capacitação	Riscos de processo de informação e tecnologia	Riscos integridade			
QUANT/POS/FUT/RG								
QUANT/NG/FUT/RG								
QUANT/NOR/FUT/RG								
QUANT/POS/FUT/GC								
QUANT/NG/FUT/GC								
QUANT/NOR/FUT/GC								
N_QUANT/POS/FUT/RG								
N_QUANT/NG/FUT/RG								
N_QUANT/NOR/FUT/RG								
N_QUANT/POS/FUT/GC								
N_QUANT/NG/FUT/GC								
N_QUANT/NOR/FUT/GC								
QUANT/POS/PAS/RG								
QUANT/NG/PAS/RG								
QUANT/NOR/PAS/RG								
QUANT/POS/PAS/GC								
QUANT/NG/PAS/GC								
QUANT/NOR/PAS/GC								
N_QUANT/POS/PAS/RG								
N_QUANT/NG/PAS/RG								
N_QUANT/NOR/PAS/RG								
N_QUANT/POS/PAS/GC								
N_QUANT/NG/PAS/GC								
N_QUANT/NOR/PAS/GC								
Sub Total								
N_QUANT/NOR/N_Tempo/RG_Declarações específicas de gestão de risco								
N_QUANT/NOR/N_Tempo/GC_Declarações específicas de gestão de risco								
Total								
%								

5.4. Fatores Explicativos

Os dados relativos às características das empresas constantes da amostra usadas como variáveis independentes foram obtidos da base dados *Datastream*, com exceção da empresa auditora e o peso do número de administradores não executivos independentes no total de administradores, que se retiraram por consulta direta aos respectivos relatórios de gestão.

Embora não existindo nenhuma regra científica para a definição do número de variáveis independentes a incluir num modelo de regressão linear múltipla, existem contudo algumas regras práticas sendo as mais usuais a de Evans, que aponta para uma variável explicativa por cada dez observações, e a de Doane, que aponta para a inclusão de uma variável explicativa por cada cinco observações (Doane e Seward 2008). Atendendo, por uma lado, às determinantes das divulgações de riscos que têm sido estudadas na literatura e, por outro, às inevitáveis restrições de tamanho da amostra impostas pela método de análise conteúdo manual adotado, utilizamos, na configuração final, nove variáveis independentes, valor que se encontra entre os sugeridos pelas duas regras citadas. Não obstante, dado que alguns fatores explicativos estudados são avaliados por diferentes métricas, no sentido de reforçar as conclusões, replicaram-se os modelos e regressão utilizando apenas uma métrica para cada uma das dimensões não se tendo chegado a conclusões substancialmente diferentes, ou seja, a qualidade explicativa dos modelos e os fatores explicativos não se alteraram.

Para a variável dimensão, foram selecionadas três medidas. A capitalização bolsista (CB) (Linsley e Shrives 2006), o total do ativo (TA) (Hassan 2009; Hassan e Marston 2010; Lajili e Zéghal 2005; Lopes e Rodrigues 2007; Oliveira *et al.* 2011) e o volume de negócios (VN) (Abraham e Cox 2007; Amran *et al.* 2009; Beretta e Bozzolan 2004; Campbell *et al.* 2011; Kravet e Muslu 2011; Lajili e Zéghal 2005; Linsley e Shrives 2006; Lopes e Rodrigues 2007). A CB corresponde à multiplicação do preço de mercado no fim do ano pelas ações ordinárias em circulação. O TA representa a soma do total do ativo circulante, realizável a longo prazo, o investimento em subsidiárias consolidadas, outros investimentos, imobilizado líquido e equipamentos e outros bens. O VN representa as vendas brutas e outras receitas operacionais menos descontos, devoluções e abatimentos. Foi necessário proceder à conversão para o logaritmo natural destas variáveis, tal como Linsley e Shrives (2006).

O nível de risco foi medido por diferentes variáveis, designadamente pelo rácio do passivo sobre o ativo (Dívida de Curto Prazo e Parcela Atual de Dívida de Longo Prazo + Dívida de Longo Prazo) / Ativo Total \times 100) (Abraham e Cox 2007; Amran *et al.* 2009; Dobler *et al.* 2011; Hassan 2009; Hassan e Marston 2010; Lajili e Zéghal 2005; Linsley e Shrides 2006; Lopes e Rodrigues 2007) e pelo fator beta, que representa o risco de mercado e mostra a relação entre a volatilidade da ação e da volatilidade do mercado (Campbell *et al.* 2011; Dobler *et al.* 2011; Lajili e Zéghal 2005; Linsley e Shrides 2006).

A rendibilidade é medida através do *Return On Equity* (ROE) (Campbell *et al.* 2011; Mohobbot 2005), calculado pelo rácio: ((Lucro líquido antes de Dividendos Preferenciais - Exigência dividendo preferencial) / Património Comum Ano passado) \times 100) e pelo *Return On Investment* (ROI) (Mohobbot 2005) calculado por (Lucro Líquido + ((Despesas de Juros sobre a Dívida - Juros capitalizados) \times (1- Taxa Imposto)) / Média do ano passado e atual ano (Capital Total + Dívida de Curto Prazo e Parcela Atual de Dívida de Longo Prazo) \times 100).

A qualidade do auditor é uma variável *dummy* relativa à empresa de auditoria, com valor 1 se esta pertencer às Big 4 e com valor 0 em caso contrário (Campbell *et al.* 2011; Lopes e Rodrigues 2007; Oliveira *et al.* 2011).

O peso do número de administradores não executivos independentes no total de administradores (Abraham e Cox 2007; Lopes e Rodrigues 2007; Oliveira *et al.* 2011), é dado pela percentagem dos primeiros relativamente ao total.

O país constitui uma variável *dummy*, assumindo o valor 1 quando a empresa é portuguesa e o valor 0 quando a empresa é espanhola.

A Tabela 9 resume as variáveis utilizadas nas hipóteses definidas para o segundo objetivo, o resultado esperado e as métricas utilizadas.

Tabela 9: Hipóteses relativas aos fatores explicativos da divulgação e respetivas métricas

Hipótese	Fator Explicativo	Relação esperada	Métricas
Hip. 6	Dimensão	+	Capitalização bolsista (CB) Total Ativo (TA) Volume Negócios (VN)
Hip. 7	Nível de risco	0	Rácio Passivo sobre ativo (P/A) ¹ Fator Beta
Hip. 8	Rendibilidade	0	<i>Return On Equity</i> (ROE) <i>Return On Investment</i> (ROI)
Hip. 9	Qualidade Auditor	0	<i>Dummy</i> (Big4 = 1, Não Big4= 0)
Hip. 10	Administradores não executivos independentes	+	Peso dos Administradores não executivos independentes no total de administradores
Hip. 11	País	0	<i>Dummy</i> (Portugal = 1 Espanha = 0)

¹Rácio de endividamento

5.5. Métodos de Análise dos Dados

A análise dos dados foi efetuada com recurso ao programa SPSS (*Statistical Package for Social Sciences*), versão 19, após a exportação da informação, construída em *excel* e com o auxílio de tabelas dinâmicas.

Numa primeira fase, após a validação dos dados, efetuou-se a estatística descritiva da informação recolhida, o que permite caracterizar a amostra quanto ao total de divulgações, às tipologias e aos atributos das mesmas, evidenciando a média, máximo, mínimo, desvio padrão e soma tanto para o total da amostra como para as sub-amostras Portugal e Espanha.

Numa segunda fase, e de modo a dar resposta ao primeiro objetivo definido, analisaram-se as divulgações da amostra total e parciais, procurando identificar a dominância verificada tanto nas tipologias de risco como nos atributos das divulgações. Para isso construíram-se diferentes índices de divulgação de acordo com as tipologias de risco e os atributos das divulgações (Tabela 10) e utilizaram-se testes de comparação de médias (Teste t para duas amostras emparelhadas) e de comparação de distribuições (Teste de *Wilcoxon* para duas amostras emparelhadas), sendo utilizado o teste paramétrico quando o pressuposto da normalidade foi verificado e o não paramétrico no caso contrário.

Tabela 10: Índices de divulgação

Índices	
DRT	Número de Divulgações de riscos Totais
DRF	Número de Divulgações de riscos Financeiros
DRNF	Número de Divulgações de riscos Não Financeiros
DRQ	Número de Divulgações de riscos Quantificadas
DRNQ	Número de Divulgações de riscos Não Quantificadas
DRPASP	Número de divulgações de riscos com base em informações Passadas e Presentes
DRFUT	Número de Divulgações de riscos com base em informações Futuras
DRPOS	Número de Divulgações de riscos com impacto Positivo
DRNEG	Número de Divulgações de riscos com impacto Negativo
DRGC	Número de Divulgações de riscos no Relatório de Governo Corporativo
DRRG	Número de Divulgações de riscos no Relatório de Gestão

Por último, visando o segundo objetivo deste estudo, foi testada a existência de relação entre o número de divulgações e as métricas escolhidas para os diferentes fatores explicativos. Para isso foram construídos vários modelos de regressão linear múltipla, tendo como variáveis dependentes os índices de divulgação construídos (Tabela 10) e como variáveis independentes as referidas anteriormente, procedimento similar aos adotados por Amran *et al.* (2009), Hackston e Milne (1996), Lajili e Zéghal (2005) e Linsley e Shrivés (2006).

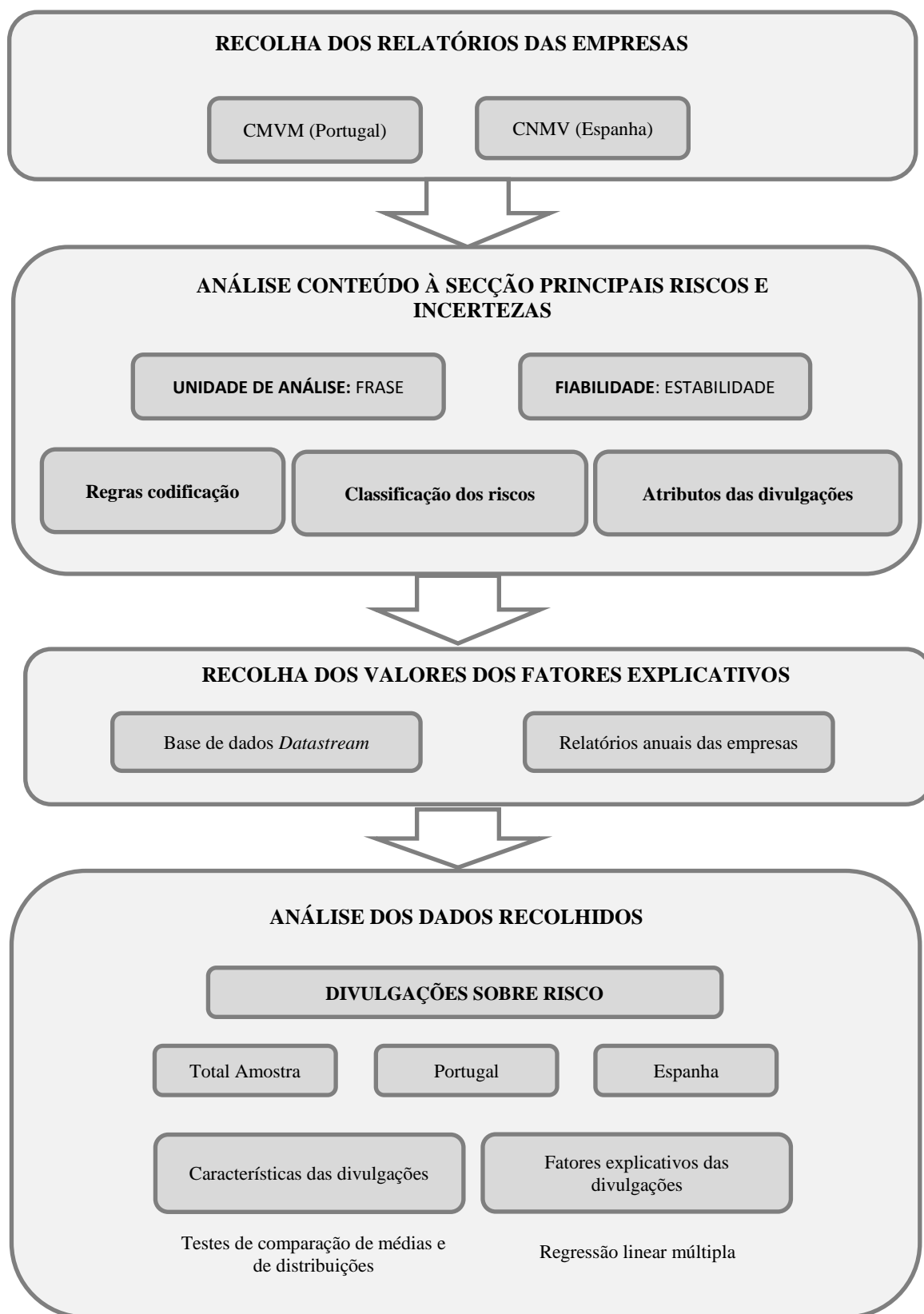
Procedeu-se à verificação dos 6 pressupostos da regressão linear múltipla, nomeadamente, a linearidade da relação nos parâmetros β das variáveis dependentes e independentes, a média zero dos erros, a homocedasticidade dos erros, a independência dos erros, a normalidade da distribuição dos erros e a ausência de multicolinearidade (Laureano 2011), com base nos métodos considerados adequados. Detetados problemas de multicolinearidade nas 3 variáveis que medem a dimensão ($VIF > 10$), foi retirada a variável TA, por ser esta que apresentava o valor absoluto da estatística t mais perto de zero (Curto 2006).

Assim sendo, e após exclusão desta variável, o modelo de regressão ficou definido da seguinte forma:

$$DRT_i = \beta_0 + \beta_1 CB_i + \beta_2 VN_i + \beta_3 BETA_i + \beta_4 LEV_i + \beta_5 ROE_i + \beta_6 ROI_i + \beta_7 QA_i + \beta_8 ANEI_i + \beta_9 PT_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

que, uma vez aplicado aos diferentes índices de divulgação construídos (Tabela 10), deu origem a 11 modelos de regressão linear múltipla.

Figura 3: Procedimentos seguidos na análise empírica



6. Resultados e Discussão

6.1. Caracterização das Divulgações

6.1.1. Amostra Total

Na amostra total (Tabela 11) registou-se um número global de 3805 divulgações, tendo cada empresa efetuado, em média, 63 divulgações com um desvio padrão de 47,27. Ao desagregar as divulgações por tipologias de riscos, verificamos que o número de divulgações de riscos financeiros (1476 e 38,8%) foi inferior às de riscos não financeiros (2329 e 61,2%), as divulgações quantificadas (237 e 6,2%) foram inferiores às não quantificadas (3568 e 93,8%), as relativas ao passado e presente (1894 e 49,8%) foram superiores às futuras (385 e 10,1%), sendo que 1526 (40,1%) divulgações não apresentavam orientação temporal e, relativamente ao impacto, a maior parte das divulgações foram feitas de forma neutral (2765 e 72,7%), seguindo-se as que apresentavam impacto negativo (853 e 22,4%), sendo as de menor número as que apresentavam um impacto positivo (187 e 4,9%). Do total de divulgações observadas a maioria foi recolhida no Relatório de Governo Corporativo (2236 e 58,8%), comparativamente com o relatório de gestão (1569 e 41,2%).

Assim, a hipótese 1 é suportada, uma vez que o teste indica uma diferença significativa, sendo as divulgações de riscos não financeiros superiores às divulgações de riscos financeiros. A hipótese 2 é suportada, tanto ao nível do total de divulgações como na sua subdivisão em riscos financeiros e não financeiros, concluindo-se que as divulgações são feitas maioritariamente de forma não quantificada. A hipótese 3 é, igualmente, suportada, tanto para o total como para as diferentes tipologias de risco, podendo concluir-se que as divulgações sobre o passado e o presente são predominantes relativamente às divulgações futuras. A hipótese 4 não é suportada, dada a existência de diferenças significativas, verificando-se que as empresas divulgam sobretudo riscos com impacto negativo. A hipótese 5 é igualmente rejeitada, verificando-se que as empresas divulgam predominantemente no Relatório de Governo Corporativo, embora, neste caso, a conclusão seja válida apenas para as divulgações totais e de riscos não financeiros.

As empresas da amostra apresentaram em média uma CB de 5.365 milhares de euros com desvio padrão de 10.206 milhares de euros, um TA médio de 14.492 milhares

de euros com um desvio padrão de 24.405 milhares de euros, um VN médio de 7.688 milhares de euros com desvio padrão 13.804 milhares de euros, um rácio de endividamento médio de 39% com desvio padrão de 19,25%, um beta médio de 0,97 com desvio padrão de 0,57, um ROE médio de 17,77% com desvio padrão de 23,5%, um ROI médio de 6,36% com um desvio padrão de 7,17%, a variável dummy relativa à QA apresenta um valor médio de 0,92 com desvio padrão de 0,28, sendo o peso do número de ANEI no total de administradores médio de 3,85 com desvio padrão de 2,76.

Ainda relativamente à amostra total (Tabela 12), as tipologias individuais mais divulgadas foram as de riscos financeiros (1476), seguidas das de riscos de integridade (916), das de riscos estratégicos (735) e das de riscos operacionais (585).

Do total das divulgações, 1527 (40%) referem-se as divulgações específicas de gestão de risco (classificadas como N_QUANT/NOR/N_Tempo_Declarações específicas de gestão de risco), sendo que, destas, 671 referem-se a riscos financeiros e 855 a riscos não financeiros. Um exemplo de frases deste tipo classificadas como risco de integridade é, “Conselho de Administração e a Comissão de Auditoria são responsáveis por estabelecer, avaliar e monitorizar a eficácia do seu controlo interno, sobre os relatórios financeiros, assim como pela sua divulgação, através da supervisão dos Comités Executivo e de Negócios. A sua orientação será a de manter um nível de controlo interno adequado aos riscos identificados” (Media Capital, 2011, p.91). Um exemplo de frases deste tipo, classificadas em risco financeiro, é “No curto prazo, os efeitos da volatilidade cambial têm sido contrariados pela política ativa de substituição das moedas de faturação – no corrente exercício as vendas consolidadas em moedas não Euro representaram 29,4% da faturação para Clientes não Grupo -, e pela política de cobertura do risco de câmbio consistentemente adotada (seja cobertura natural seja por contratação de instrumentos financeiros adequados)” (Corticeira Amorim, 2011, p.33).

Este tipo divulgações, que se referem essencialmente a políticas e à conformidade dos sistemas de gestão do risco conforme requerido pelos códigos de governo corporativo, feitas de forma geral (não quantificadas, com impacto neutral e sem orientação temporal), são dominantes quando comparadas com cada uma das restantes categorias de divulgações.

Tabela 11: Estatísticas Descritivas – Amostra Total

		MÉDIA	DP	MIN	MÁX	SOMA	t
TOTAL		63,42	47,27	6,00	236,00	3805,00	
DRNF		38,82	39,33	0,00	196,00	2329,00	
DRF		24,60	25,31	0,00	171,00	1476,00	
	DRNF – DRF						2,380**
TOTAL	DRNQ	59,47	44,14	6,00	235,00	3568,00	
	DRQ	3,95	9,43	0,00	63,00	237,00	
	DRNQ-DRQ						10,024***
RF	DRFNQ	21,85	18,56	0,00	108,00	1311,00	
	DRFQ	2,75	8,88	0,00	63,00	165,00	
	DRFNQ-DRFQ						10,304***
RNF	DRNFNQ	37,62	38,21	0,00	196,00	2257,00	
	DRNFQ	1,20	3,06	0,00	18,00	72,00	
	DRNFNQ-DRNFQ						7,563***
TOTAL	DRSOT	25,43	22,52	0,00	134,00	1526,00	
	DRPASP	31,57	26,65	3,00	114,00	1894,00	
	DRFUT	6,42	12,18	0,00	54,00	385,00	
	DRPASP-DRFUT						8,830***
RF	DRFPASP	12,07	16,32	0,00	114,00	724,00	
	DRFFUT	1,35	3,20	0,00	17,00	81,00	
	DRFPASP-DRFFUT						5,087***
RNF	DRNFPASP	19,50	20,54	0,00	90,00	1170,00	
	DRNFFUT	5,07	9,33	0,00	37,00	304,00	
	DRNFPASP-DRNFFUT						5,287***
TOTAL	DRNEUT	46,08	31,03	6,00	166,00	2765,00	
	DRPOS	3,12	6,68	0,00	46,00	187,00	
	DRNEG	14,22	19,56	0,00	100,00	853,00	
	DRPOS-DRNEG						-4,279***
RF	DRFPOS	1,38	6,00	0,00	46,00	83,00	
	DRFNEG	3,37	4,71	0,00	22,00	202,00	
	DRFPOS-DRFNEG						-2,553*
RNF	DRNFPOS	1,73	3,20945	0,00	18,00	104,00	
	DRNFNEG	10,85	16,23642	0,00	78,00	651,00	
	DRNFPOS-DRNFNEG						-4,370***
TOTAL	DRRG	26,15	34,60715	0,00	173,00	1569,00	
	DRGC	37,27	27,09485	0,00	107,00	2236,00	
	DRRG-DRGC						-2,134*
RF	DRFRG	6,23	10,18	0,00	57,00	374,00	
	DRFGC	7,1833	9,44	0,00	57,00	431,00	
	DRFRG-DRFGC						-1,088
RNF	DRNFRG	10,87	21,35	0,00	116,00	652,00	
	DRNFGC	13,70	15,13	0,00	64,00	822,00	
	DRNFRG-DRNFGC						-2,420*
CB (€)		5.365.915,03	10.206.155,72	59.012,00	59.961.953,00		
TA (€)		14.492.352,22	24.405.517,42	113.689,00	118.948.000,00		
VN (€)		7.688.499,18	13.804.177,32	53.957,00	64.959.010,00		
P/A (%)		39,00	19,25	0,07	75,78		
BETA		0,97	0,57	-0,05	3,08		
ROE (%)		17,77	23,50	-28,96	129,14		
ROI (%)		6,36	7,17	-7,07	33,86		
QA		0,92	0,28	0,00	1,00		
ANEI (%)		30,83	20,15	0,00	87,50		

*para nível de significância de 0,05; **para nível de significância de 0,01; ***para nível de significância de 0,001.

Tabela 12: Tipologias de risco nas divulgações da amostra total

Tipos de risco	Riscos financeiros	Riscos Não Financeiros					Total Riscos Não Financeiros	TOTAL	%
		Riscos Operacionais	Risco Capacitação	Riscos de processo de informação e tecnologia	Riscos integridade	Riscos estratégicos			
QUANT/POS/FUT/RG	3	0	0	0	0	0	0	3	0,1%
QUANT/NG/FUT/RG	1	0	0	0	0	3	3	4	0,1%
QUANT/NOR/FUT/RG	1	0	0	0	0	0	0	1	0,0%
QUANT/POS/FUT/GC	2	1	0	0	0	0	1	3	0,1%
QUANT/NG/FUT/GC	2	4	0	0	0	4	8	10	0,3%
QUANT/NOR/FUT/GC	2	1	0	0	0	1	2	4	0,1%
N_QUANT/POS/FUT/RG	0	5	0	0	0	3	8	8	0,2%
N_QUANT/NG/FUT/RG	27	48	0	2	3	36	89	116	3,0%
N_QUANT/NOR/FUT/RG	7	5	0	0	0	14	19	26	0,7%
N_QUANT/POS/FUT/GC	1	1	1	0	0	8	10	11	0,3%
N_QUANT/NG/FUT/GC	31	39	3	7	7	78	134	165	4,3%
N_QUANT/NOR/FUT/GC	4	4	0	2	0	24	30	34	0,9%
QUANT/POS/PAS/RG	20	3	0	0	0	2	5	25	0,7%
QUANT/NG/PAS/RG	15	2	0	0	0	11	13	28	0,7%
QUANT/NOR/PAS/RG	44	7	0	0	0	7	14	58	1,5%
QUANT/POS/PAS/GC	15	6	0	0	0	1	7	22	0,6%
QUANT/NG/PAS/GC	9	1	0	0	0	7	8	17	0,4%
QUANT/NOR/PAS/GC	51	5	0	0	0	6	11	62	1,6%
N_QUANT/POS/PAS/RG	23	5	0	5	0	15	25	48	1,3%
N_QUANT/NG/PAS/RG	55	96	1	5	10	125	237	292	7,7%
N_QUANT/NOR/PAS/RG	178	125	2	16	19	77	239	417	11,0%
N_QUANT/POS/PAS/GC	19	21	1	4	2	20	48	67	1,8%
N_QUANT/NG/PAS/GC	62	66	5	3	9	76	159	221	5,8%
N_QUANT/NOR/PAS/GC	233	142	11	23	11	217	404	637	16,7%
Sub_Total_1	805	587	24	67	61	735	1474	2279	59,9%
N_QUANT/NOR/N_Tempo/RG_Declarações específicas de gestão de risco	293	0	0	0	250	0	250	543	14,3%
N_QUANT/NOR/N_Tempo/GC_Declarações específicas de gestão de risco	378	0	0	0	605	0	605	983	25,8%
Sub_Total_2	691	0	0	0	855	0	855	1526	40,1%
Total	1476	587	24	67	916	735	2329	3805	100,0%
%	38,79%	15,43%	0,63%	1,76%	24,07%	19,32%	61,21%	100,00%	

6.1.2. Portugal e Espanha

Relativamente às amostras parcelares (Tabela 13), verifica-se que o número de divulgações da amostra espanhola é superior ao número de divulgações da amostra portuguesa, embora a diferença não seja significativa (1958 e 1847 e uma média de 65,27 e 51,57, respetivamente). Nos dois países, relativamente às tipologias de riscos e atributos das divulgações, a exemplo do que se verificou na amostra global, os riscos não financeiros foram os mais divulgados e o número de divulgações não quantificadas foi muito superior às divulgações quantificadas. Relativamente à orientação temporal, também predominaram as relativas ao passado e presente e as que não evidenciavam orientação temporal (DRSOT), sendo as relativas ao futuro as de menor expressão. Quanto ao impacto, igualmente as divulgações neutras (DRNEU) foram predominantes, seguidas das de impacto negativo, sendo as de impacto positivo as menos divulgadas. Assim, a única diferença assinalável nas amostras parcelares, relativamente à amostra global, foi na localização, onde se verifica que, no caso português, a maior parte das divulgações constavam do Relatório de Governo Corporativo, enquanto, no caso espanhol, constavam do Relatório de Gestão, embora a diferença para o Relatório de Governo Corporativo não tenha sido significativa.

Gráfico 1: Divulgações e Tipologias de Risco

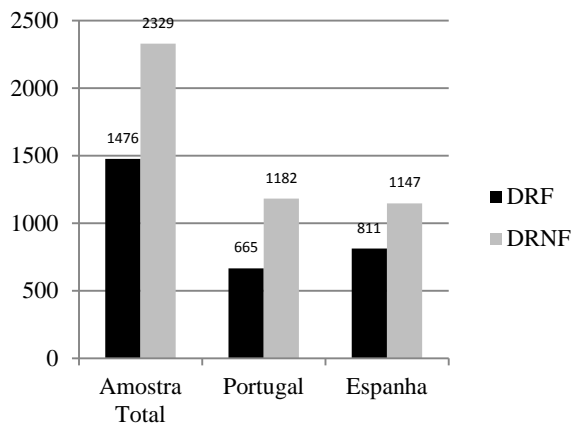


Gráfico 2: Divulgações e Quantificação

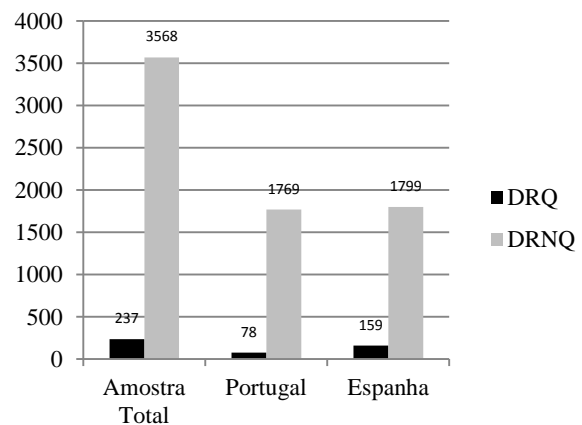


Gráfico 3: Divulgações e Orientação temporal

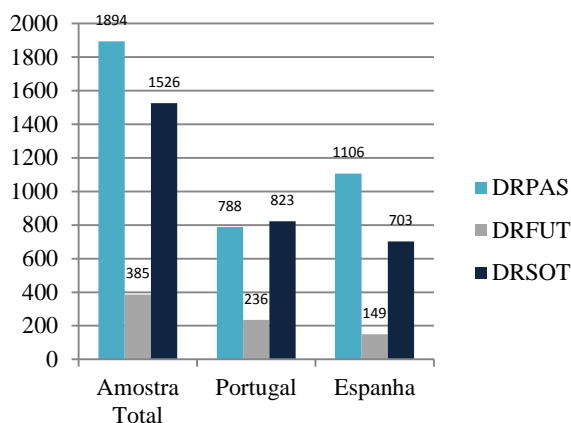


Gráfico 4: Divulgações e Impacto

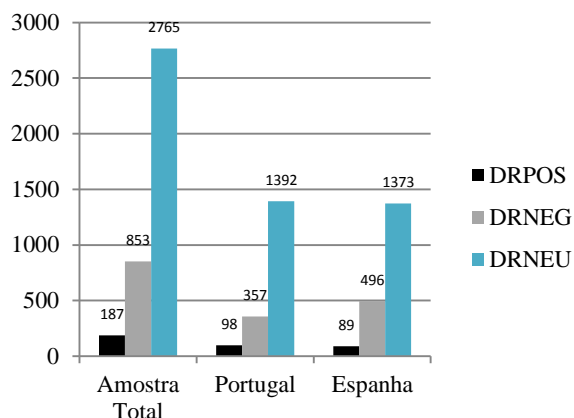
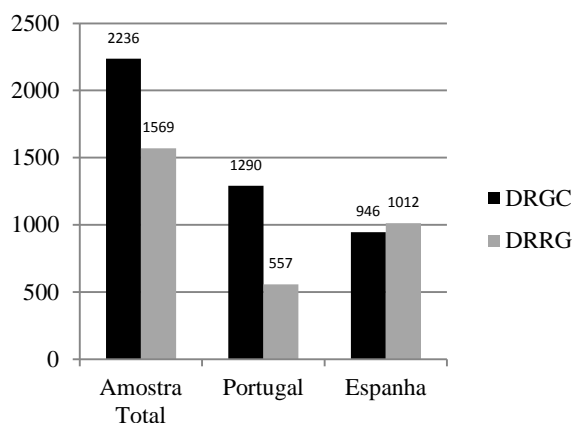


Gráfico 5: Divulgações e Localização



A análise das subamostras de Portugal e de Espanha permite reforçar as conclusões anteriores retiradas da amostra global verificando-se, genericamente, os mesmos resultados. Tanto em Portugal como em Espanha a divulgação dos riscos não financeiros é significativamente superior às dos riscos financeiros, pelo que se confirma a hipótese 1. Igualmente, nos dois países, a divulgação de riscos não quantificados é superior à de riscos quantificados, independentemente da tipologia, o que permite suportar a hipótese 2. A hipótese 3, relativamente à orientação temporal, também é suportada nos dois países, independentemente da tipologia de risco. A hipótese 4, relativa ao impacto, não é suportada em qualquer dos países, podendo concluir-se que as divulgações efetuadas são predominantemente de acontecimentos com impacto negativo. A hipótese 6 é suportada apenas na amostra espanhola, não havendo diferenças significativas entre as divulgações efetuadas no Relatório de Governo Corporativo e no Relatório de Gestão, o mesmo não se

passando em Portugal, onde as divulgações efetuadas no Relatório de Governo Corporativo são significativamente superiores.

Tanto na amostra portuguesa (Tabela 14) como na amostra espanhola (Tabela 15), a exemplo do que acontece na amostra total, o tipo de risco mais divulgado foi o financeiro, seguido do risco de integridade, do estratégico e do operacional. As tendências mantêm-se nas três amostras, mesmo retirando as divulgações específicas relativas às políticas de gestão de risco, sendo os riscos mais divulgados os financeiros, seguido dos estratégicos e operacionais.

Tabela 13: Estatísticas Descritivas – Amostras Parcelares

	Portugal						Wilcoxon Z	Espanha						Wilcoxon Z
	MÉDIA	DP	MIN	MÁX	SOMA	MÉDIA		DP	MIN	MÁX	SOMA			
TOTAL	61,57	43,33	6,00	214,00	1847,00		65,27	51,60	7,00	236,00	1958,00			
DRNF	39,40	40,12	0,00	196,00	1182,00		38,23	39,20	0,00	170,00	1147,00			
DRF	22,17	14,10	0,00	49,00	665,00		27,03	33,05	0,00	171,00	811,00			
DRNF – DRF						-2,06*						-2,12*		
TOTAL	DRNQ	58,97	42,32	6,00	214,00	1769,00		59,97	46,62	7,00	235,00	1799,00		
	DRQ	2,60	4,13	0,00	16,00	78,00		5,30	12,65	0,00	63,00	159,00		
	DRNQ-DRQ						-4,78***						-4,48***	
RF	DRFNQ	20,70	13,25	0,00	49,00	621,00		23,00	22,87	0,00	108,00	690,00		
	DRFQ	1,47	2,83	0,00	12,00	44,00		4,03	12,20	0,00	63,00	121,00		
	DRFNQ-DRFQ						-4,70***						-4,70***	
RNF	DRNFNQ	38,27	39,70	0,00	196,00	1148,00		36,97	37,32	0,00	170,00	1109,00		
	DRNFQ	1,13	2,21	0,00	8,00	34,00		1,27	3,76	0,00	18,00	38,00		
	DRNFNQ-DRNFQ						-4,70***						-4,46***	
TOTAL	DRSOT	27,43	25,69	0,00	134,00	823,00		23,43	19,07	0,00	74,00	703,00		
	DRPASP	26,27	19,82	5,00	70,00	788,00		36,87	31,54	3,00	114,00	1106,00		
	DRFUT	7,87	13,01	0,00	54,00	236,00		4,97	11,33	0,00	49,00	149,00		
DRPASP-DRFUT						-4,73*						-4,78*		
RF	DRFPASP	9,43	7,72	0,00	26,00	283,00		14,70	21,63	0,00	114,00	441,00		
	DRFFUT	1,60	3,75	0,00	17,00	48,00		1,10	2,58	0,00	12,00	33,00		
	DRFPASP-DRFFUT						-4,71*						-4,63*	
RNF	DRNFPASP	16,83	16,25	0,00	64,00	505,00		22,17	24,06	0,00	90,00	665,00		
	DRNFFUT	6,27	9,63	0,00	37,00	188,00		3,87	9,02	0,00	37,00	116,00		
	DRNFPASP-DRNFFUT						-4,22*						-4,46*	
TOTAL	DRNEU	46,40	32,09	6,00	166,00	1392,00		45,77	30,49	6,00	133,00	1373,00		
	DRPOS	3,27	4,73	0,00	18,00	98,00		2,97	8,26	0,00	46,00	89,00		
	DRNEG	11,90	14,53	0,00	62,00	357,00		16,533	23,59	0,00	100,00	496,00		
DRPOS-DRNEG						-3,59*						-3,69*		
RF	DRFPOS	0,70	1,58	0,00	7,00	21,00		2,07	8,35	0,00	46,00	62,00		
	DRFNEG	2,83	4,34	0,00	19,00	85,00		3,90	5,07	0,00	22,00	117,00		
	DRFPOS-DRFNEG						-3,13*						-3,30*	
RNF	DRNFPOS	2,57	4,23	0,00	18,00	77,00		0,90	1,27	0,00	4,00	27,00		
	DRNFNEG	9,07	11,02	0,00	43,00	272,00		12,63	20,20	0,00	78,00	379,00		
	DRNFPOS-DRNFNEG						-3,20*						-3,66*	
TOTAL	DRRG	18,57	24,48	0,00	107,00	557,00		33,73	41,45	0,00	173,00	1012,00		
	DRGC	43,00	27,65	3,00	107,00	1290,00		31,53	25,71	0,00	86,00	946,00		
	DRRG-DRGC						-3,85*						-0,50	
RF	DRFRG	6,97	9,51	0,00	28,00	209,00		15,27	19,43	0,00	85,00	458,00		
	DRFGC	15,20	11,02	0,00	48,00	456,00		11,77	17,58	0,00	86,00	353,00		
	DRFRG-DRFGC						-2,89**						-0,93	
RNF	DRNFRG	11,60	21,19	0,00	98,00	348,00		18,47	30,54	0,00	124,00	554,00		
	DRNFGC	27,80	23,72	0,00	98,00	834,00		19,77	19,22	0,00	71,00	593,00		
	DRNFRG-DRNFGC						-3,99***						-0,79	

*para nível de significância de 0,05; **para nível de significância de 0,01; ***para nível de significância de 0,001

Tabela 14: Divulgações efetuadas pelas empresas portuguesas

Tipos de risco	Riscos financeiros	Riscos Não Financeiros					Total Riscos Não Financeiros	TOTAL	%
		Riscos Operacionais	Risco Capacitação	Riscos de processo de informação e tecnologia	Riscos integridade	Riscos estratégicos			
QUANT/POS/FUT/RG	2	0	0	0	0	0	0	2	0,1%
QUANT/NG/FUT/RG	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0%
QUANT/NOR/FUT/RG	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0%
QUANT/POS/FUT/GC	1	1	0	0	0	0	1	2	0,1%
QUANT/NG/FUT/GC	1	4	0	0	0	1	5	6	0,3%
QUANT/NOR/FUT/GC	1	1	0	0	0	1	2	3	0,2%
N_QUANT/POS/FUT/RG	0	4	0	0	0	1	5	5	0,3%
N_QUANT/NG/FUT/RG	8	13	0	1	3	10	27	35	1,9%
N_QUANT/NOR/FUT/RG	1	1	0	0	0	2	3	4	0,2%
N_QUANT/POS/FUT/GC	1	1	1	0	0	7	9	10	0,5%
N_QUANT/NG/FUT/GC	30	33	2	6	7	65	113	143	7,7%
N_QUANT/NOR/FUT/GC	3	4	0	1	0	18	23	26	1,4%
QUANT/POS/PAS/RG	5	3	0	0	0	1	4	9	0,5%
QUANT/NG/PAS/RG	0	0	0	0	0	4	4	4	0,2%
QUANT/NOR/PAS/RG	7	1	0	0	0	0	1	8	0,4%
QUANT/POS/PAS/GC	4	6	0	0	0	1	7	11	0,6%
QUANT/NG/PAS/GC	3	0	0	0	0	4	4	7	0,4%
QUANT/NOR/PAS/GC	20	3	0	0	0	3	6	26	1,4%
N_QUANT/POS/PAS/RG	2	4	0	4	0	10	18	20	1,1%
N_QUANT/NG/PAS/RG	11	10	1	1	5	18	35	46	2,5%
N_QUANT/NOR/PAS/RG	62	46	1	8	13	28	96	158	8,6%
N_QUANT/POS/PAS/GC	6	11	1	4	0	17	33	39	2,1%
N_QUANT/NG/PAS/GC	32	36	4	1	4	39	84	116	6,3%
N_QUANT/NOR/PAS/GC	131	73	7	16	6	111	213	344	18,6%
Sub Total 1	331	255	17	42	38	341	693	1024	55,4%
N_QUANT/NOR/N_Tempo/RG_ Declarações específicas de gestão de risco	111	0	0	0	155	0	155	266	14,4%
N_QUANT/NOR/N_Tempo/GC_ Declarações específicas de gestão de risco	223	0	0	0	334	0	334	557	30,2%
Sub Total 2	334	0	0	0	0	0	489	823	44,6%
Total	665	255	17	42	527	341	1182	1847	100,0%
%	36,0%	13,8%	0,9%	2,3%	28,5%	18,5%	64,0%	100,0%	

Tabela 15: Divulgações efetuadas pelas empresas espanholas

Tipos de risco	Riscos financeiros	Riscos Não Financeiros					Total Riscos Não Financeiros	TOTAL	%
		Riscos Operacionais	Risco Capacitação	Riscos de processo de informação e tecnologia	Riscos integridade	Riscos estratégicos			
QUANT/POS/FUT/RG	1	0	0	0	0	0	0	1	0,1%
QUANT/NG/FUT/RG	1	0	0	0	0	3	3	4	0,2%
QUANT/NOR/FUT/RG	1	0	0	0	0	0	0	1	0,1%
QUANT/POS/FUT/GC	1	0	0	0	0	0	0	1	0,1%
QUANT/NG/FUT/GC	1	0	0	0	0	3	3	4	0,2%
QUANT/NOR/FUT/GC	1	0	0	0	0	0	0	1	0,1%
N_QUANT/POS/FUT/RG	0	1	0	0	0	2	3	3	0,2%
N_QUANT/NG/FUT/RG	19	35	0	1	0	26	62	81	4,1%
N_QUANT/NOR/FUT/RG	6	4	0	0	0	12	16	22	1,1%
N_QUANT/POS/FUT/GC	0	0	0	0	0	1	1	1	0,1%
N_QUANT/NG/FUT/GC	1	6	1	1	0	13	21	22	1,1%
N_QUANT/NOR/FUT/GC	1	0	0	1	0	6	7	8	0,4%
QUANT/POS/PAS/RG	15	0	0	0	0	1	1	16	0,8%
QUANT/NG/PAS/RG	15	2	0	0	0	7	9	24	1,2%
QUANT/NOR/PAS/RG	37	6	0	0	0	7	13	50	2,6%
QUANT/POS/PAS/GC	11	0	0	0	0	0	0	11	0,6%
QUANT/NG/PAS/GC	6	1	0	0	0	3	4	10	0,5%
QUANT/NOR/PAS/GC	31	2	0	0	0	3	5	36	1,8%
N_QUANT/POS/PAS/RG	21	1	0	1	0	5	7	28	1,4%
N_QUANT/NG/PAS/RG	44	86	0	4	5	107	202	246	12,6%
N_QUANT/NOR/PAS/RG	116	79	1	8	6	49	143	259	13,2%
N_QUANT/POS/PAS/GC	13	10	0	0	2	3	15	28	1,4%
N_QUANT/NG/PAS/GC	30	30	1	2	5	37	75	105	5,4%
N_QUANT/NOR/PAS/GC	102	69	4	7	5	106	191	293	15,0%
Sub Total 1	474	332	7	25	23	394	781	1255	64,1%
N_QUANT/NOR/N_Tempo/RG_Declarações específicas de gestão de risco	182	0	0	0	95	0	95	277	14,1%
N_QUANT/NOR/N_Tempo/GC_Declarações específicas de gestão de risco	155	0	0	0	271	0	271	426	21,8%
Sub Total 2	337	0	0	0	366	0	636	703	36,1%
Total	811	332	7	25	389	394	1147	1958	100,0%
%	41,42%	16,96%	0,36%	1,28%	19,87%	20,12%	58,58%	100,00%	

Já no que respeita às características das empresas (Tabela 16) a amostra espanhola apresenta valores diferentes da portuguesa. Todas as empresas são de maior dimensão, seja qual for a métrica utilizada, apresentam menor endividamento, a rentabilidade é superior, todas são auditadas por uma das Big4 e têm maior peso de administradores não executivos independentes.

Tabela 16: Estatísticas descritivas – Amostras Parcelares (Valores das variáveis explicativas)

	Portugal				Espanha			
	Média	DP	Min	Máx	Média	DP	Min	Máx
CB(€)	1.536.110,30	2.690.199,91	59.012,00	9.436.872,00	9.195.719,77	13.203.772,85	783.417,00	59.961.953,00
TA(€)	4.486.831,30	7.940.166,23	113.689,00	39.241.120,00	24.497.873,13	30.685.928,29	532.891,00	118.948.000,00
VN(€)	2.380.920,83	4.135.119,76	53.957,00	16.077.660,00	12.996.077,53	17.671.975,52	653.169,00	64.959.010,00
P/A(%)	44,40	17,50	8,90	75,80	33,60	19,70	0,10	64,70
BETA	1,17	0,66	0,02	3,08	0,77	0,37	-0,05	1,70
ROE(%)	15,10	29,30	-29,0	129,10	20,40	15,90	2,90	84,20
ROI(%)	3,50	4,80	-6,60	17,60	9,30	8,10	-7,10	33,90
QA	0,83	0,38	0,00	1,00	1,00	0,00	1,00	1,00
ANEI(%)	20,93	16,23	0,00	55,56	40,74	18,98	5,56	87,50

6.1.3. Análise Global e Discussão dos Resultados da Caracterização das Divulgações

A análise efetuada nos pontos anteriores permite as seguintes conclusões relativamente às hipóteses formuladas relacionadas com o primeiro objetivo do presente trabalho.

A hipótese 1, de que as divulgações de riscos financeiros serão inferiores às de não financeiros, é suportada tanto na amostra global como nas amostras parcelares. Estes resultados estão em linha com as conclusões de Dobler. *et al.* (2011) e Linsley e Shrides (2006) podendo apoiar a ideia de que as empresas têm em consideração os requisitos legais para a divulgação desse tipo de riscos.

A hipótese 2, de que as divulgações efetuadas de forma não quantificada são superiores às divulgações efetuadas de forma quantificada, é suportada tanto para a amostra total como para os países individualmente, seja para a tipologia de riscos financeiros ou não financeiros, uma vez que as empresas da amostra divulgaram os riscos maioritariamente de forma não quantificada, conclusão que confirma as de estudos anteriores (Beattie *et al.* 2004; Beretta e Bozzolan 2004; Linsley e Shrides 2000). Beretta e Bozzolan (2004) constataram que apenas 15,5% das divulgações de risco totais foram

quantificadas e no presente estudo a percentagem foi de 6,2% para a amostra total, sendo cerca de 4,2% na amostra portuguesa e 8,1% na amostra espanhola. Esta tendência pode ter subjacente as dificuldades existentes em quantificar os riscos e dever-se aos custos de divulgação, designadamente ao receio de litigância e à perda de reputação dos gestores.

A hipótese 3 também é confirmada, tanto para a amostra total como para as amostras parcelares, verificando-se que as divulgações dos riscos relativas a informações sobre o passado e o presente são significativamente superiores às divulgações relativas a acontecimentos futuros. Os resultados confirmam os obtidos por Beretta e Bozzolan (2004), Lajili e Zéghal (2005) e Oliveira *et al.* (2011). Novamente os custos de divulgação podem justificar estes resultados, em especial o receio de litigância, a divulgação de informação proprietária e o receio de perda de credibilidade (Dobler 2008; Jorgensen e Kirschenheiter 2003), para além de que a informação prospetiva, sendo subjetiva e não confirmável *a priori*, favorece a discricionariedade (Dobler 2008).

A hipótese 4, de que o número de divulgações com impacto positivo não seria significativamente diferente das de impacto negativo, é rejeitada, uma vez que, em qualquer das amostras e para as duas tipologias de risco analisadas, o número de divulgações de impacto positivo é significativamente inferior às de impacto negativo. Estes dados estão em linha com as conclusões de Lajili e Zéghal (2005) numa amostra de empresas Canadianas e de Oliveira *et al.* (2011) numa amostra de empresas portuguesas, e contrariam Linsley e Shrivies (2006). Estes resultados sustentam o argumento de que os gestores aumentam a credibilidade das suas divulgações ao difundirem más notícias e, conseqüentemente, de acordo com a teoria da legitimidade, diminuem os custos de perda de reputação (Deegan e Gordon 1996; Skinner 1994). Os resultados também podem indicar que o conceito de risco predominante é o relacionado com acontecimentos negativos, não obstante a grande parte dos requisitos legais de divulgação requererem a divulgação de tanto acontecimentos com impacto negativo (*downside risk*) como de oportunidade (*upside risk*) (ICAEW 2011).

No que se refere à existência de diferenças nas divulgações efetuadas no relatório de gestão e no relatório do governo corporativo, a hipótese 5 apenas é parcialmente suportada, verificando-se na amostra total, e apenas relativamente aos riscos financeiros, e na amostra espanhola, relativamente a todos os tipos de risco. Na amostra portuguesa, a maior parte das divulgações, para as duas tipologias, é efetuada no relatório de Governo

Corporativo. Estes dados não foram testados até agora por nenhum outro estudo e podem sugerir que as empresas portuguesas pouco divulgam para além daquilo que é requerido de forma objetiva, o que acontece no Relatório de Governo Corporativo, ao contrário do Relatório de Gestão onde os requisitos de divulgação são de carácter mais genérico.

Na Tabela 17 são resumidos os resultados relativos às hipóteses referentes ao primeiro objetivo do presente trabalho.

Tabela 17: Resumo da validação das hipóteses relativas à caracterização das divulgações

			Verificada	Não Verificada	Teste	Conclusão
Hipótese 1	Amostra Total	DRT	✓		Teste t ¹	Suportada
	Portugal	DRT	✓		Wilcoxon	
	Espanha	DRT	✓		Wilcoxon	
Hipótese 2	Amostra Total	DRT	✓		Teste t ¹	Suportada
		DRF	✓		Teste t ¹	
		DRNF	✓		Teste t ¹	
	Portugal	DRT	✓		Wilcoxon	
		DRF	✓		Wilcoxon	
		DRNF	✓		Wilcoxon	
	Espanha	DRT	✓		Wilcoxon	
		DRF	✓		Wilcoxon	
		DRNF	✓		Wilcoxon	
Hipótese 3	Amostra Total	DRT	✓		Teste t ¹	Suportada
		DRF	✓		Teste t ¹	
		DRNF	✓		Teste t ¹	
	Portugal	DRT	✓		Wilcoxon	
		DRF	✓		Wilcoxon	
		DRNF	✓		Wilcoxon	
	Espanha	DRT	✓		Wilcoxon	
		DRF	✓		Wilcoxon	
		DRNF	✓		Wilcoxon	
Hipótese 4	Amostra Total	DRT		✓	Teste t ¹	Não Suportada
		DRF		✓	Teste t ¹	
		DRNF		✓	Teste t ¹	
	Portugal	DRT		✓	Wilcoxon	
		DRF		✓	Wilcoxon	
		DRNF		✓	Wilcoxon	
	Espanha	DRT		✓	Wilcoxon	
		DRF		✓	Wilcoxon	
		DRNF		✓	Wilcoxon	
Hipótese 5	Amostra Total	DRT	✓		Teste t ¹	Parcialmente Suportada
		DRF		✓	Teste t ¹	
		DRNF	✓		Teste t ¹	
	Portugal	DRT		✓	Wilcoxon	
		DRF		✓	Wilcoxon	
		DRNF		✓	Wilcoxon	
	Espanha	DRT	✓		Wilcoxon	
		DRF	✓		Wilcoxon	
		DRNF	✓		Wilcoxon	

DRT: Divulgações de riscos totais; DRF: Divulgações de riscos financeiros; DRNF: Divulgações de riscos não financeiros; ¹: Teste t para duas amostras emparelhadas

6.2. Fatores Explicativos das Divulgações

As regressões lineares múltiplas efetuadas visam perceber quais são os fatores explicativos do número de divulgações sobre riscos, tanto em termos globais como quando se consideram as diferentes tipologias e os vários atributos das divulgações. Os resultados dos modelos efetuados são apresentados na Tabela 18 e permitem-nos retirar conclusões sobre o segundo conjunto de hipóteses definidas (hipóteses 6 a 11). O número de empresas foi reduzido para 56, uma vez que em quatro (duas portuguesas e duas espanholas) não constavam na base de dados *Datastream* alguns dos valores das variáveis independentes.

Cada coeficiente β representa a variação média do número de divulgações por cada variação unitária da respetiva variável explicativa, quando todas as outras variáveis explicativas se mantêm constantes. O coeficiente R^2 Ajustado dá a proporção da variância total da variável dependente que é explicada pela presença das variáveis explicativas. O teste F à significância global do modelo permite determinar se alguma das variáveis explicativas contribui para explicar a variação total do número de divulgações de risco em relação à sua média (Laureano 2011).

Tabela 18: Fatores explicativos das divulgações sobre riscos

Model	Variável Dependente	Coeficientes de regressão parciais estandardizados									R ² Ajust.	F
		Dimensão		Nível de risco		Rendibilidade		ANEI	QA	PAÍS		
		CB_LOG	VN_LOG	BETA	P/A	ROE	ROI		l=Big4	l=PT		
1	DRT	-0,017	0,700**	-0,317+	-0,204	0,012	-0,304+	0,151	-0,158	0,415*	32,92%	3,999***
2	DRF	-0,085	0,288	-0,338	-0,277	0,040	-0,268	-0,141	-0,161	-0,047	1,32%	1,082
3	DRNF	0,035	0,655*	-0,161	-0,064	-0,012	-0,191	0,274+	-0,085	0,531**	29,75%	3,588**
4	DRNQ	-0,057	0,722**	-0,317*	-0,197	0,018	-0,302+	0,209	-0,182	0,452**	35,18%	4,317***
5	DRQ	0,179	0,120	-0,102	-0,097	-0,027	-0,106	-0,223	0,060	-0,036	-7,67%	0,565
6	DRPASP	0,167	0,614*	-0,232	-0,208	-0,048	-0,356*	0,012	-0,119	0,217	37,59%	4,681***
7	DRFUT	0,569+	0,161	-0,064	-0,085	-0,236	-0,070	-0,150	-0,227	0,451*	19,43%	2,474*
8	DRPOS	0,019	0,220	-0,172	-0,193	0,000	-0,303	0,023	0,063	0,194	-7,97%	0,549
9	DRNEG	0,195	0,520*	-0,171	-0,135	-0,131	-0,233	-0,046	-0,181	0,219	23,59%	2,887**
10	DRGC	0,133	0,162	-0,133	-0,078	-0,069	-0,040	0,156	-0,179	0,458	-0,12%	0,993
11	DRRG	-0,126	0,820***	-0,326*	-0,215	0,069	-0,379*	0,083	-0,075	0,206	39,99%	5,072***

*para nível de significância de 0,05; **para nível de significância de 0,01; ***para nível de significância de 0,001; +para nível de significância de 0,1

6.2.1. Fatores Explicativos das Divulgações nos Vários Modelos

Os resultados do primeiro modelo desenvolvido permitem-nos verificar que a variável com maior importância na explicação do número de divulgações de riscos é o VN_Log (Coeficiente estandardizado = 0,700). As variáveis Beta, ROI e País também são

consideradas significativas na explicação do modelo, apresentando o Beta e o ROI relações negativas com o número de divulgações totais. Portanto, para o número de divulgações totais de risco, estes resultados levam-nos a aceitar a hipótese 6, se a dimensão das empresas for medida pelo VN_Log, a hipótese 7, se o nível de risco for medido pelo rácio de endividamento, a hipótese 8, se a rentabilidade das empresas for medida pelo ROE. Também a hipótese 9 é suportada, pois a QA não é significativa para explicar as divulgações dos riscos. As variáveis consideradas no modelo explicam cerca de 32,9% da variância do número de divulgações.

Ao desagregar as divulgações por tipologia, para as de risco financeiro (modelo 2) verificamos que, na sua globalidade, as características das empresas utilizadas como variáveis independentes não explicam o número de divulgações e, consequentemente apresenta um R^2 ajustado de 1,3%. Na origem deste resultado poderá estar a elevada regulação existente para este tipo de riscos, que poderá proporcionar níveis de divulgação idênticos em todas as empresas da amostra e, assim, estes não dependerem das características das empresas mas sim da regulação existente.

O número de divulgações de riscos não financeiros (modelo 3) é influenciado pelo VN_Log, pelos ANEI e pelo País de divulgação, sendo o VN_Log o que mais influencia (coeficiente estandardizado = 0,655). Cerca de 29,8% da variância do número de divulgações de riscos não financeiros é explicado pelo conjunto de variáveis independentes introduzidas no modelo. Portanto, o número de divulgações de riscos não financeiros é tanto maior quanto maior o VN_Log das empresas, levando a aceitar a hipótese 6. As hipóteses 7 a 10 também se confirmam, dado que o nível de risco, a rentabilidade e a qualidade do auditor não explicam este tipo de divulgações e o peso dos administradores não executivos independentes no total de administradores apresenta uma relação positiva com o número de divulgações.

Os resultados do modelo 4, que explica cerca de 35,2% da variância do número de divulgações de riscos não quantificadas, demonstram que o VN_Log, variável mais explicativa (coeficiente estandardizado = 0,722), o beta, o ROI e o País influenciam o número de divulgações. Portanto, verifica-se que estes tipos de divulgações são mais efetuadas por empresas de maior dimensão (VN), com menor rentabilidade (ROI) e com menor nível de risco (beta). Logo, para o número de divulgações de riscos não quantificadas, aceita-se a hipótese 6, se a dimensão for medida pelo VN_Log, a hipótese 7, se o nível de

risco medido pelo rácio de endividamento, a hipótese 8, se a rendibilidade medida pelo ROE e a hipótese 9.

O modelo 5 não é significativo para explicar o número de divulgações quantificadas, verificando-se que não é influenciado pela dimensão das empresas, nem pelo nível de risco, nem pela rendibilidade, nem pela qualidade da empresa auditora, nem pelo peso dos administradores não executivos independentes no total de administradores, nem pelo país de divulgação.

O modelo 6 apresenta como variáveis explicativas do número de divulgações de riscos passados e presentes o VN_Log, sendo esta a variável mais explicativa (coeficiente estandardizado = 0,614), e o ROI. A capacidade explicativa do modelo é de 37,6%. As divulgações são mais prevalentes quanto maior o VN_Log das empresas e quanto menor o seu ROI. Assim sendo, aceitam-se as hipóteses formuladas, com exceção da hipótese 8, que é rejeitada quando a rendibilidade é medida pelo ROI, e da hipótese 10, pelo facto do peso dos administradores não executivos no total de administradores não estarem positivamente relacionados com as divulgações.

Quanto às divulgações com base em informações futuras, o modelo 7 apresenta um R^2 Ajustado de 19,4% e como variáveis explicativas a CB_Log e o País, pelo que se suportam as hipóteses 6, se medida pela CB_Log, e as hipóteses 7 a 9.

O número de divulgações com impacto positivo (modelo 8) não é influenciado pelas variáveis explicativas consideradas, pelo que o modelo não é significativo.

O modelo 9 evidencia que o número de divulgações de riscos com impacto negativo é influenciado apenas pelo valor do VN_Log das empresas. A variância nas divulgações deste tipo é explicada pelas variáveis apresentadas em 23,6%. Assim, conclui-se que, quanto maior o VN_Log das empresas, maiores são as divulgações de riscos negativos por elas apresentados (aceita-se a hipótese 6 se a dimensão é medida pelo VN_Log). Estes dados suportam também as restantes hipóteses com exceção da hipótese 10 (não existe relação positiva com o ANEI).

Relativamente ao número de divulgações efetuadas nos Relatórios Governo Corporativo (modelo 10), os resultados mostram que este não é influenciado pela dimensão das empresas, nem pelo nível de risco, nem pela rendibilidade, nem pela qualidade do

auditor, nem pelo número de administradores não executivos independentes. Estes resultados indiciam que o carácter obrigatório das divulgações a fazer no Relatório de Governo Corporativo leva as empresas a divulgarem independentemente das suas características.

O número de divulgações de riscos no Relatório de Gestão (modelo 11) é explicado pelo VN_Log das empresas (de forma positiva), pelo Beta e pelo ROI (de forma negativa), sendo a dimensão, medida pelo VN (coeficiente estandardizado = 0,820), a que mais influencia o número de divulgações. Aproximadamente 40% da variância do número de divulgações são explicadas pelas variáveis independentes utilizadas. Concluimos, assim, que o número de divulgações efetuadas nos Relatórios de Gestão é maior, quanto maior o VN_Log das empresas, o que nos leva a aceitar a hipótese 6, com a dimensão medida pelo VN_Log. Por outro lado, a hipótese 7, de que não existe relação entre o número de divulgações de risco e o nível de risco das empresas, é igualmente suportada, se medida pelo rácio de endividamento. O mesmo se verifica com a rendibilidade das empresas, se esta for medida pelo ROE (hipótese 8). A qualidade do auditor não apresenta relação com o número de divulgações e estas não são influenciadas pelo país de divulgação, o que leva a aceitar as hipóteses 9 e 11 e rejeitar a hipótese 10. O facto de as divulgações efetuadas nos Relatórios de Gestão terem um carácter mais voluntário e requisitos de divulgação mais genéricos, pode levar a esta associação positiva com a dimensão.

6.2.2. Análise Global e Discussão dos Resultados dos Fatores Explicativos das Divulgações

A Tabela 19 resume as relações encontradas entre os fatores explicativos das divulgações e os vários índices de divulgação construídos.

Tabela 19: Resumo dos fatores explicativos das divulgações

Fatores explicativos		Divulgações de risco										
		DRT	DRF	DRNF	DRNQ	DRQ	DRPASP	DRFUT	DRPOS	DRNEG	DRGC	DRRG
Dimensão	CB_Log	0	0	0	0	0	0	+	0	0	0	0
	VN_Log	+	0	+	+	0	+	0	0	+	0	+
Nível de risco	BETA	-	0	0	-	0	0	0	0	0	0	-
	P/A	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rendibilidade	ROE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	ROI	-	0	0	-	0	-	0	0	0	0	-
Qualidade Auditor	Big4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Admi. Não exec. Indep.	ANEI	0	0	+	0	0	0	0	0	0	0	0
País	PT	+	0	+	+	0	0	+	0	0	0	0

0: Ausência de relação significativa; +: Relação positiva; -: Relação negativa;

Das métricas usadas para quantificar a dimensão das empresas, a capitalização bolsita (CB_Log) apenas evidencia uma relação positiva com o número de divulgações de riscos futuros. O volume de negócios (VN_Log) verifica uma relação positiva com o número de divulgações totais, com o número de divulgações de riscos não financeiros, com o número de divulgações de riscos não quantificadas, com o número de divulgações de riscos passados e presentes, com o número de divulgações de riscos negativos e com o número de divulgações de riscos efetuadas nos Relatórios de Gestão.

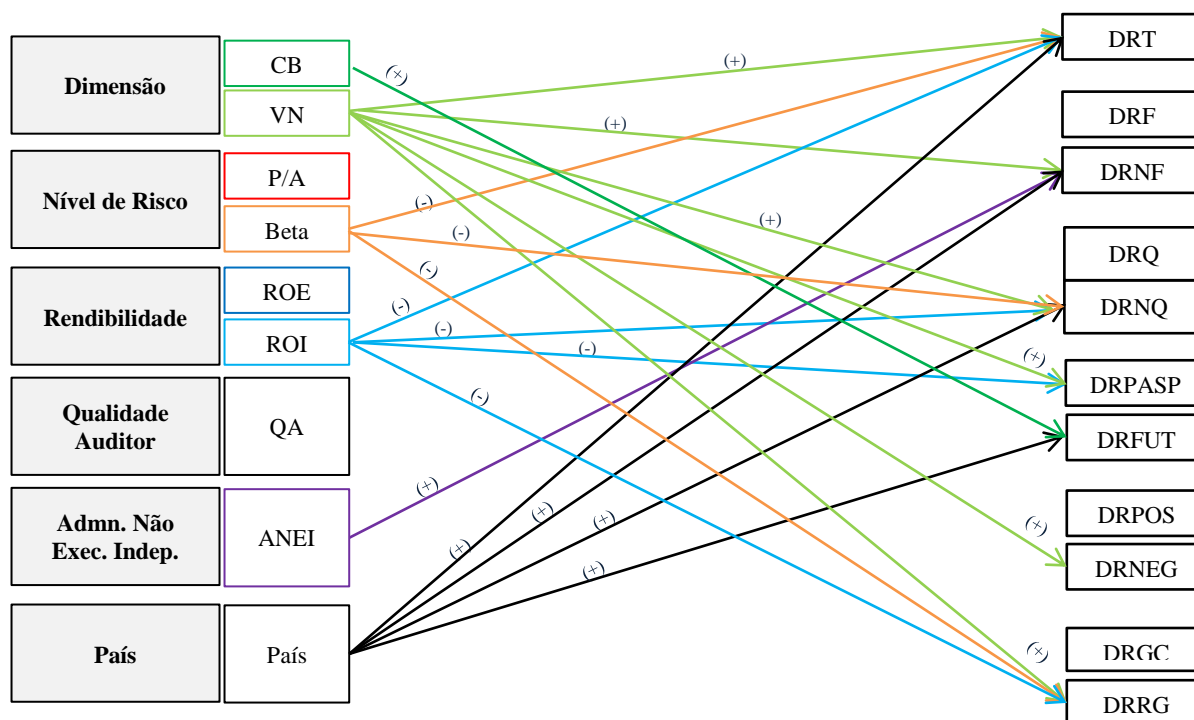
Das métricas usadas para quantificar o nível de risco, o beta apenas apresenta relação (e negativa) com o número de divulgações de riscos totais, com o número de divulgações de riscos não quantificadas e com o número de divulgações de riscos efetuadas nos Relatórios de Gestão. Já o rácio de endividamento (P/A), não apresenta relação com qualquer dos índices de divulgação.

Relativamente às métricas utilizadas para quantificar a rendibilidade das empresas, a rendibilidade dos capitais próprios (ROE) não apresentou relação com qualquer dos índices de divulgação. A rendibilidade dos investimentos (ROI) evidenciou uma relação negativa com o número de divulgações de risco totais, com o número de divulgações de risco não quantificado, com o número de divulgações de risco passados e presentes e com o número de divulgações de risco efetuadas nos Relatórios de Gestão.

O facto de as empresas serem, ou não, auditadas por uma das principais empresas de auditoria (QA) não se mostrou relacionado com nenhum dos índices de divulgação, o mesmo acontecendo com o peso do número de administradores não executivos

independentes no total (ANEI), com exceção do índice de divulgação de riscos não financeiros. Quanto à nacionalidade das empresas, o facto de serem portuguesas apresenta um nível de divulgação (riscos totais, riscos não financeiros, riscos não quantificados e riscos futuros) médio superior aos das espanholas, mantendo tudo o resto constante.

Figura 4: Relações entre as variáveis explicativas e os índices de divulgação



Os dados obtidos nos diferentes modelos explicativos permitem concluir sobre a validação das hipóteses formuladas.

A hipótese 6, de que existe uma relação positiva entre o número de divulgações de riscos totais e a dimensão das empresas é suportada quando a dimensão é medida pelo VN_Log. Na desagregação dos índices de divulgação verifica-se também nas divulgações de risco não financeiro. Avaliando a dimensão pela CB_Log a hipótese não é suportada. Os resultados encontrados para a variável VN_Log corroboram os referidos por Abraham e Cox (2007), Beretta e Bozzolan (2004), Campbell *et al.* (2011), Linsley e Shrides (2006) e Kravet e Muslu (2011), para o número de divulgações totais. Os resultados do presente estudo não coincidem totalmente com os encontrados por Linsley e Shrides (2006), quando desagregados em divulgações de riscos financeiros e não financeiros, sendo este o único que faz esta desagregação, uma vez que o VN_Log apenas surge relacionada com as divulgações não financeiras. Já relativamente à variável CB_log, que apenas aparece

testada no trabalho de Linsley e Shrives (2006) onde apresenta uma relação positiva, as conclusões não coincidem. Nos estudos Woods *et al.* (2008) e Hassan (2009) também não foi encontrada associação com a dimensão das empresas, quando medida pela CB_Log e pelo TA, respetivamente. Salienta-se que as duas métricas usadas avaliam aspetos da dimensão diferentes, pois empresas de menor dimensão avaliadas pelo VN_Log podem verificar níveis de capitalização bolsista superiores.

A hipótese 7, de que não existe relação entre o número de divulgações de risco e o nível de risco das empresas, é suportada quando medida pelo P/A, tanto para as divulgações de risco totais como de riscos não financeiros. Os gestores podem ficar renitentes ao expor o nível de risco da empresa uma vez que este tipo de divulgação poderá levar os investidores a fazerem uma avaliação negativa do desempenho da gestão (Fields *et al.* 2001; Watts e Zimmerman 1986). Com o nível de risco medido pelo beta a hipótese não é suportada para as divulgações de risco totais, em que existe uma relação negativa. Os resultados confirmam os obtidos por Abraham e Cox (2007), Amran *et al.* (2009), Dobler *et al.* (2011) e Linsley e Shrives (2006), para o rácio de endividamento e contrariam os de Campbell *et al.* (2011) e Hassan (2009), que concluíram pela não existência de relação. Relativamente ao beta, os resultados contrariam os encontrados por Campbell *et al.* (2011), Dobler *et al.* (2011) e Linsley e Shrives (2006). Estes resultados poderão estar relacionados com a avaliação do risco feita por cada uma das variáveis, na medida em que o rácio de endividamento avalia sobretudo o risco financeiro enquanto o Beta avalia o risco sistemático. Por outro lado, as conclusões da não existência de relação com o rácio de endividamento parecem não ter em conta as motivações de divulgação ou de ocultação referidas na literatura (Dobler 2008), o que se verificaria para o risco sistemático na motivação de ocultação.

A hipótese 8, onde se presumia a inexistência de relação entre o número de divulgações e a rendibilidade das empresas, é totalmente suportada quando a rendibilidade é medida pelo ROE, mas não é suportada quando é medida pelo ROI, embora apenas para as divulgações totais, pelo que, globalmente, tende-se a suportar a hipótese. Os resultados são consistentes com os referidos por Ahmed e Courtis (1999), Linsley e Shrives (2006), Inchausti (1997), Mohobbot (2005) e Oliveira *et al.* (2011).

Os resultados encontrados suportam totalmente a hipótese 9, de que o facto de as empresas serem auditadas por uma das maiores empresas de auditoria não influencia o

número de divulgações de risco. Vários autores verificaram a existência de uma relação positiva entre as divulgações dos riscos e a qualidade do auditor (Ahmed e Courtis 1999; Campbell *et al.* 2011; Lopes e Rodrigues 2007; Oliveira *et al.* 2011). No entanto, Deumes e Knechel (2008) observaram que não existe relação significativa.

A hipótese 10, de que existe uma relação positiva entre o número de divulgações e o peso do número de administradores não executivos independentes no total de administradores, não é suportada nas divulgações totais, mas é no índice parcelar de riscos não financeiros. Os resultados contrariam os encontrados por Abraham e Cox (2007) e Oliveira *et al.* (2011).

Por último, a hipótese 11, de que não existe relação entre o número de divulgações de risco e o país de divulgação, não é suportada para o número de divulgações totais, nem de riscos não financeiros.

A Tabela 20 resume os resultados da validação das hipóteses relativas ao segundo objetivo definido.

Tabela 20: Resumo da validação das hipóteses relativas aos fatores explicativos das divulgações

		Verificada	Não Verificada	Conclusão
Hipótese 6	DRT	CB	✓	Parcialmente suportada
		VN	✓	
	DRF	CB	✓	
		VN	✓	
DRNF	CB	✓		
	VN	✓		
Hipótese 7	DRT	Beta	✓	Parcialmente suportada
		P/A	✓	
	DRF	Beta	✓	
		P/A	✓	
DRNF	Beta	✓		
	P/A	✓		
Hipótese 8	DRT	ROE	✓	Parcialmente suportada
		ROI	✓	
	DRF	ROE	✓	
		ROI	✓	
DRNF	ROE	✓		
	ROI	✓		
Hipótese 9	DRT	✓	Suportada	
	DRF	✓		
	DRNF	✓		
Hipótese 10	DRT		✓	Parcialmente suportada
	DRF		✓	
	DRNF	✓		
Hipótese 11	DRT		✓	Parcialmente suportada
	DRF	✓		
	DRNF		✓	

7. Conclusões, Limitações e Sugestões de Investigação Futura

O presente trabalho, tem como objetivo principal, analisar as divulgações de riscos efetuadas pelas empresas portuguesas e espanholas e, mais especificamente, caracterizar sua forma e relacionar os níveis de divulgação com características das empresas. Para a concretização destes objetivos, procedeu-se à análise de conteúdo das partes narrativas das seções de divulgação dos principais riscos empresariais existentes no Relatório de Gestão e de Governo Corporativo.

Da globalidade do número de divulgações identificadas, tanto na amostra total como nas amostras parciais de Portugal e de Espanha, a principal categoria, como verificado por Linsley e Shrives (2006), refere-se a divulgações de políticas e sistemas de gestão de risco o que, pelo facto de serem efetuadas de forma genérica, não disponibilizarem informação detalhada sobre os diferentes fatores de risco e a quantificação dos seus impactos, contraria o que seria desejável de acordo com a generalidade da literatura (Dobler *et al.* 2011; ICAEW 1997, 2011; Linsley e Shrives 2006; Solomon *et al.* 2000). Dos restantes tipos de divulgações, as tipologias mais divulgadas são as de riscos financeiros, seguidas das de riscos estratégicos e operacionais, o que pode ser interpretado à luz da tónica dominante da regulação que privilegia este tipo de divulgações (Dobler *et al.* 2011; Lajili e Zéghal 2005). No entanto, quando as tipologias são classificadas apenas em riscos financeiros e não financeiros, conclui-se que o número de divulgações destes últimos é superior, o que está de acordo com os resultados reportados por Amran *et al.* (2009) e Dobler *et al.* (2011) para amostra americana e alemã.

A maior parte das divulgações são feitas, em todas as amostras, maioritariamente de forma não quantificada, são relativas ao passado ou ao presente e, das que são feitas mencionando o seu impacto, são maioritariamente negativas. Estes resultados corroboram os de Beretta e Bozzolan (2004), Dobler *et al.* (2011), ICAEW (2011) e Linsley e Shrives (2006) no que se refere à predominância das divulgações não quantificadas e relativas ao passado, e contrariam a tendência observada por Linsley e Shrives (2006) no que se refere ao impacto das divulgações. As tendências observadas podem ser enquadradas na dificuldade subjacente à quantificação dos riscos, por um lado, mas pode, por outro, refletir a relevância dos custos de divulgação, designadamente a não divulgação da informação proprietária e o receio de litigância e perda de reputação. Mais uma vez se constata que a forma como a informação sobre os riscos é divulgada não verifica os requisitos que os

utilizadores podem ter como desejáveis para a considerar útil. Refira-se que, para os riscos não financeiros, é mesmo a regulação a ter requisitos genéricos quanto à forma de divulgação. A maioria das divulgações consta no Relatório de Governo Corporativo resultado que é induzido pela verificação desta tendência nas empresas da amostra portuguesa, não se verificando na amostra espanhola.

Relativamente às determinantes da divulgação verifica-se que, para a variável VN_Log, os resultados corroboram os referidos por Abraham e Cox (2007), Amran *et al.* (2009), Beretta e Bozzolan (2004), Campbell *et al.* (2011), Linsley e Shrides (2006), Lopes e Rodrigues (2007) e Kravet e Muslu (2011), apresentando uma relação positiva com o número de divulgações de risco.

O nível de risco, quando medido pelo rácio de endividamento, também a exemplo do verificado por Abraham e Cox (2007), Amran *et al.* (2009), Dobler *et al.* (2011) e Linsley e Shrides (2006), não influencia o número de divulgações, embora o beta apresente uma relação negativa, favorecendo os argumentos das motivações para a ocultação (Dobler 2008), contrariando os resultados encontrados de Campbell *et al.* (2011), Dobler *et al.* (2011) e Linsley e Shrides (2006).

Também a exemplo de estudos anteriores (Mohobbot 2005), a rendibilidade das empresas, quando medida pelo ROE, não se mostrou explicativa do número e divulgações de risco, embora Campbell *et al.* (2011) tenha verificado uma relação negativa. Por outro lado, a rendibilidade, quando medida pelo ROI apresentou uma relação negativa com as divulgações totais, contrariando os resultados de Mohobbot (2005), que tinha concluído pela não existência de relação.

Em linha com o trabalho de Deumes e Knechel (2008), a qualidade do auditor não influencia o número de divulgações o que, contudo, contraria os resultados de Ahmed e Courtis (1999), Campbell *et al.* (2011), Lopes e Rodrigues (2007) e Oliveira *et al.* (2011). A percentagem de administradores não executivos independentes não influencia o número de divulgações, contrariando os resultados obtidos por Abraham e Cox (2007) e Oliveira *et al.* (2011) e a variável país verificou-se ser significativa na explicação do número de divulgações totais.

O presente trabalho contribui para aumentar o conhecimento geral sobre as divulgações de riscos, em resposta ao repto de trabalhos anteriores (Beretta e Bozzolan

2004; Cabedo e Tirado 2004; Carlon *et al.* 2003; Deumes 2008; Dobler *et al.* 2011; Hassan 2009), e em particular em Portugal e Espanha, cujas práticas de divulgação têm sido pouco observadas. Uma das principais vantagens de aprofundar o conhecimento sobre a divulgação dos riscos é o possível contributo para as decisões dos reguladores. Um outro contributo do trabalho efetuado é o de permitir contrastar as conclusões sobre as características da divulgação e as suas determinantes com as de outros estudos já realizados.

A análise conteúdo manual implica dimensões de amostras reduzidas tornando-se este aspeto uma das limitações do presente trabalho. Igualmente, a subjetividade implícita neste método de recolha de dados, pese embora todos os cuidados metodológicos com vista a assegurar níveis aceitáveis de fiabilidade, constitui outra limitação. Uma terceira limitação poderá resultar de a análise ter incidido exclusivamente sobre as seções específicas dos Relatórios de Gestão e de Governo Corporativo sobre divulgações de risco, deixando de fora todas as outras componentes dos referidos relatórios. Finalmente, a comparação das conclusões com as de outros trabalhos pode vir afetada pelo uso de amostras com diferentes constituições e diferentes métodos estatísticos.

Em termos de sugestões para investigações futuras será de interesse comparar as práticas de divulgação da Península Ibérica com outros países com diferentes culturas e regimes legais, poder aumentar a dimensão da amostra de modo a, por um lado, reforçar as conclusões, e, por outro, poder estender a análise de fatores explicativos a outras dimensões não consideradas no presente estudo, como o setor de atividade. Por último, uma análise longitudinal das divulgações em diferentes anos pode permitir caracterizar tendências nas práticas de divulgação.

8. Referências Bibliográficas

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

Ahmed, K., and Curtis, J. K. 1999. Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: A meta-analysis. *The British Accounting Review* 31 (1):35-61.

Ahsan, H. 2006. Information risk and the cost of capital: Review of the empirical literature. *Journal of Accounting Literature* 25:127-168.

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.

Akerlof, G. A. 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* 84 (3):488-500.

Amran, A. M. R., Bin, A. M. R., and 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.

ASB. 1994. *FRS 5: Reporting the substance of transactions*. London: Accounting Standards Board.

Baiman, S., and Verrecchia, R. E. 1996. The Relation among capital markets, financial disclosure, production efficiency, and insider trading. *Journal of Accounting Research* 34 (1):1-22.

Beattie, V. 2005. Moving the financial accounting research front forward: the UK contribution. *The British Accounting Review* 37 (1):85-114.

Beattie, V., McInnes, B., and 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., and Thomson, S. 2007. Lifting the lid on the use of content analysis to investigate intellectual capital disclosures. *Accounting Forum* 31 (2):129-163.

Beekes, W., and Brown, P. 2006. Do better-governed Australian firms make more informative disclosures. *Journal of Business Finance and Accounting* 33 (3-4):422-450.

Beretta, S., and Bozzolan, S. 2004. A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting* 39 (3):265-288.

Bessis, J. 2002. *Risk Management in Banking*. Chichester: Wiley.

Bhimani, A. 2002. European management accounting research: traditions in the making. *European Accounting Review* 11 (1):99-117.

BOE. 2010. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio. Ministerio de la Presidencia: Boletín oficial del Estado.

BOE. 2011a. Código de comercio. Ministerio de Gracia y Justicia: Boletín oficial del Estado.

BOE. 2011b. Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Ministerio de la Presidencia: Boletín oficial del Estado.

Boritz, J. E. 1990. *Approaches to Dealing with Risk and Uncertainty*. Toronto: Canadian Institute of Chartered Accountants.

Botosan, C. A. 1997. Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review* 72 (3):323.

Bushman, R. M., and Landsman, W. R. 2010. The Pros and Cons of Regulating Corporate Reporting: A Critical Review of the Arguments. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1574282>.

Cabedo, J. D., and Tirado, J. M. 2004. The disclosure of risk in financial statements. *Accounting Forum* 28 (2):181-200.

Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H.-m., and Steele, L. B. 2011. The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1694279>.

Carlton, S., Loftus, J. A., and Miller, M. C. 2003. The challenge of risk reporting: Regulatory and corporate responses. *Australian Accounting Review* 13 (31):36-51.

Cea García, J. L. 1995. La información contable sobre el riesgo empresarial. Una necesidad insatisfecha. *Boletín aeca (Asociación Española de Contabilidad Y Administración de Empresas)* (38):34-37.

Chalmers, K., and Godfrey, J. 2004. Reputation costs: The impetus for voluntary derivative financial instrument reporting. *Accounting, Organizations and Society* 29 (2):95-125.

Chua, W. F. 1986. Radical developments in accounting thought. *Accounting Review* LXI (4):601-632.

CICA. 2001. *Management's discussion and analysis - Guidance on preparation and disclosure*. Toronto: Canadian Institute of Chartered Accountants.

CMVM. 2008. Regulamento nº5/2008: Deveres de informação. Lisboa: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

CMVM. 2010. Regulamento nº1/2010: Governo das sociedades cotadas Lisboa: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

CMVM. 2011. Códigos dos valores mobiliários. Lisboa: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

CNMV. 2007. Circular 4/2007, de 27 de diciembre. Lisboa: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- Cohen, J. 1988. *Statistical power analysis for the behavioral sciences*. 2 ed. Hillsdale, NJ: Erlbaum.
- Cowen, S. S., Ferreri, L. B., and Parker, L. D. 1987. The impact of corporate characteristics on social responsibility disclosure: A typology and frequency-based analysis. *Accounting, Organizations and Society* 12 (2):111-122.
- CSC. 2011. Código das sociedades comerciais. Lisboa: Ministério da Justiça.
- Curto, J. D. 2006. *Métodos estatísticos e econométricos: Aplicações em finanças e contabilidade*. ISCTE, não publicado.
- Deegan, C., and Gordon, B. 1996. A study of the environmental disclosure practices of Australian corporations. *Accounting and Business Research* 26 (3):187-199.
- Deegan, C., and Rankin, M. 1996. Do Australian companies report environmental news objectively? An analysis of environmental disclosures by firms prosecuted successfully by the Environmental Protection Authority. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 9 (2):50-50.
- Deumes, R. 2008. Corporate risk reporting. *Journal of Business Communication* 45 (2):120-157.
- Deumes, R., and Knechel, W. R. 2008. Economic Incentives for Voluntary Reporting on Internal Risk Management and Control Systems. *Auditing* 27 (1):35-66.
- Diamond, D. W., and Verrecchia, R. E. 1991. Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance* 46 (4):1325-1325.
- Doane, D. P., and Seward, L. E. 2008. *Estatística aplicada à administração e à economia*. MCGraw - Hill.
- Dobler, M. 2008. Incentives for risk reporting — A discretionary disclosure and cheap talk approach. *The International Journal of Accounting* 43 (2):184-206.
- Dobler, M., Lajili, K., and 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, T., and Preston, L. E. 1995. The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidenc. *Academy of Management. The Academy of Management Review* 20 (1):65-65.
- Duchac, J. 1996. Using value-at-risk to measure financial risk. *The Journal of Bank Cost & Management Accounting* 9 (1):27-27.
- Dumontier, P., and Raffournier, B. 1998. Why Firms Comply Voluntarily with IAS: an Empirical Analysis with Swiss Data. *Journal of International Financial Management & Accounting* 9 (3):216-245.
- Fields, T. D., Lys, T. Z., and Vincent, L. 2001. Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1-3):255-307.

- FSA. 2009. *The Turner Review, regulatory response to the global banking crisis*. London: Financial services authority.
- GASB. 2001. *GAS 5: Risk reporting*. Berlin: German Accounting Standards Board.
- Guthrie, J., and Parker, L. D. 1989. Corporate Social Reporting: A Rebuttal Of Legitimacy Theory. *Accounting and Business Research* 19 (76):343-343.
- Hackston, D., and Milne, M. J. 1996. Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 9 (1):77-108.
- Hassan, M. K. 2009. UAE corporations-specific characteristics and level of risk disclosure. *Managerial Auditing Journal* 24 (7):668-687.
- Hassan, O., and Marston, C. L. 2010. Disclosure Measurement in the Empirical Accounting Literature - A Review Article. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1640598>.
- Hodder, L., Koonce, L., and McAnally, M. L. 2001. SEC market risk disclosures: implications for judgment and decision making. *Accounting Horizons* 15 (1):49-70.
- Holsti, O. R. 1969. *Content analysis for the social sciences and humanities*. London: Addison-Wesley.
- Höring, D., and Gründl, H. 2011. Investigating risk disclosure practices in the european insurance industry. *Geneva Papers on Risk & Insurance* 36 (3):380-413.
- IASB. 2005. *Management commentary. Discussion paper*. London: International Accounting Standards Board.
- IASB. 2009. *Management commentary. Exposure Draft*. London: International Accounting Standards Board.
- IASB. 2010. *IFRS practice statement Management Commentary: A framework for presentation*. London: International Accounting Standards Board.
- IASC. 1989. *Framework for the preparation and presentation of financial statements*. London: International Accounting Standards Committee.
- ICAEW. 1997. *Financial reporting of risk : Proposals for a statement of business risk*. London: The Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- ICAEW. 2002. *No surprises: Working for better risk reporting*. London: The Institute of Chartered Accountants in England & Wales.
- ICAEW. 2011. *Reporting business risks: Meeting expectations*. London: The Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- Inchausti, A. G. 1997. The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms. *European Accounting Review* 6 (1):45-68.

- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4):305-360.
- Jorgensen, B. N., and Kirschenheiter, M. T. 2003. Discretionary risk disclosures. *Accounting Review* 78 (2):449.
- Jorion, P. 1997. *Value at risk: The new benchmark for controlling market risk*. Chicago: Irwin.
- Jorion, P. 2002. How Informative Are Value-at-Risk Disclosures? *Accounting Review* 77 (4):911-931.
- Kaplan, R., S. 2011. Accounting scholarship that advances professional knowledge and practice. *The Accounting Review* 86 (2):367-383.
- Knight, F. H. 1921. *Risk, Uncertainty and Profit*. Chicago: University of Chicago Press.
- Kravet, T., and Muslu, V. 2011. Informativeness of risk disclosures in corporate annual reports Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1736228>
- Krippendorff, K. 1980. *Content analysis: An introduction to its methodology*. Beverly Hills, CA: Sage Publications.
- Lajili, K., and Zéghal, D. 2005. A content analysis of risk management disclosures in Canadian annual reports. *Canadian Journal of Administrative Sciences* 22 (2):125-142.
- Lambert, R., Leuz, C., and Verrecchia, R. E. 2007. Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research* 45 (2):385-420.
- Laureano, R. M. S. 2011. *Teste de hipóteses com o Spss: O meu manual de consulta rápida*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Leuz, C., and Wysocki, P. D. 2008. Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation: A Review and Suggestions for Future Research. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1105398>.
- Linsley, P., M., and Shrives, P., J. 2005. Transparency and the disclosure of risk information in the banking sector. *Journal of Financial Regulation and Compliance* 13 (3):205-214.
- Linsley, P. M., and Shrives, P. J. 2000. Risk management and reporting risk in the UK. *The Journal of Risk* 3(1):115-129.
- Linsley, P. M., and Shrives, P. J. 2006. Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review* 38 (4):387-404.
- Linsley, P. M., and Shrives, P. J. 2009. Mary Douglas, risk and accounting failures. *Critical Perspectives on Accounting* 20 (4):492-508.
- Linsley, P. M., Shrives, P. J., and Crumpton, M. 2006. Risk disclosure: An exploratory study of UK and Canadian banks. *Journal of Banking Regulation* 7 (3/4):268-282.

Linsmeier, J. T., Thornton, B. D., Venkatachalam, M., and Welker, M. 2002. The effect of mandated market risk disclosures on trading volume sensitivity to interest rate, exchange rate, and commodity price movements. *The Accounting Review* 77 (2):343-377.

Lopes, P. T., and Rodrigues, L. L. 2007. Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange*. *The International Journal of Accounting* 42 (1):25.

Mahoney, P. G. 1995. Mandatory disclosure as a solution to agency problems. *The University of Chicago Law Review* 62 (3):1047-1047.

Markowitz, H. 1952. Portfolio selection. *The Journal of Finance* 7 (1):77-91.

Mohobbot, A. 2005. Corporate risk reporting practices in annual reports of Japanese companies. *Japanese Journal of Accounting* 16 (1):113-133.

Mohobbot, A. M., and Noriyuki, K. 2006. The UK guidelines for company risk reporting—An evaluation. *Okayama Economic Review* (1):1-18.

Oliveira, J., Rodrigues, L. L., and Craig, R. 2011. Risk-related disclosures by nonfinance companies: Portuguese practices and discloser characteristics. *Managerial Auditing Journal* 26 (9):817-839.

Parlamento, E., and Conselho, E. 2002. Regulamento nº1606/2002: Aplicação das normas internacionais de contabilidade. Jornal Oficial das Comunidades Europeias: Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia.

Parlamento, E., and Conselho, E. 2003. Modernization Directive 2003/51/CE. Jornal Oficial das Comunidades Europeias: Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia.

Parlamento, E., and Conselho, E. 2004. Transparency Directive 2004/109/CE. Jornal Oficial da União Europeia: Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia.

Ross, S. 1979. *Disclosure regulation in financial markets: Implications of modern finance theory and signaling theory*. New York: McGraw-Hill.

Ross, S. A. 1977. The determination of financial structure - The incentive signalling approach. *Bell Journal of Economics* 8 (1):23-23.

Schrand, C. M., and Elliott, J. A. 1998. Risk and financial reporting: A summary of the discussion at the 1997 AAA/FASB conference. *Accounting Horizons* Vol. 12 No. 3:pp.271-282.

SEC. 1987. *Concept Release on Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*. Washington, D.C.: Securities and Exchange Commission.

SEC. 1989. *Financial Reporting Release No. 36. Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations: Certain Investment Company Disclosures*. Washington, D.C.: Securities and Exchange Commission

- SEC. 2003. *Financial Reporting Release No. 72. Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis for Financial Condition and Results of Operations*. Washington, D.C.: Securities and Exchange Commission
- Skinner, D. J. 1994. Why Firms Voluntarily Disclose Bad News. *Journal of Accounting Research* 32 (1):38-60.
- Solomon, J. F., Solomon, A., Norton, S. D., and 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. *Quarterly Journal of Economics* 87 (3):355-374.
- Thiéart, R. A., Angot, J., Baumard, P., Charreire, S., Donada, C., Durieux, F., Ehlinger, S., Forgues, B., Séville, M. G., Godard, C. D., Grenier, C., Ibert, J., Josserand, E., Maréchal, C., Mbengue, A., Milano, P., Perret, V., Royer, I., Derumez, I. V., Xuereb, J. M., and Zarlowski, P. 2001. *Doing management research: A comprehensive guide*. London: SAGE Publications.
- Unerman, J. 2000. Methodological issues - Reflections on quantification in corporate social reporting content analysis. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 13 (5):667-680.
- Verrecchia, R. E. 2001. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 32 (1-3):97-180.
- Wallace, R. S. O., Naser, K., and Mora, A. 1994. The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firms characteristics in Spain. *Accounting and Business Research* 25 (97):41-41.
- Watson, A., Shrivies, P., and Marston, C. 2002. Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK. *The British Accounting Review* 34 (4):289-313.
- Watts, R., and Zimmerman, J. 1986. *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice Hall.
- Watts, R. L., and Zimmerman, J. L. 1990. Positive accounting theory: A ten year perspective. *The Accounting Review* 65 (1):131-131.
- Weber, R. P. 1990. *Basic content analysis*. 2 ed. Vol. 49. London: SAGE.
- Wilson, C. R., Voorhis, V., and Morgan, B. L. 2007. Understanding Power and Rules of Thumb for Determining Sample. *Tutorials in Quantitative Methods for Psychology* 3 (2):43-50.
- Woods, M., Dowd, K., and Humphrey, C. 2008. Market risk reporting by the world's top banks: Evidence on the diversity of reporting practice and the implications for international accounting harmonisation. *Revista de Contabilidad - Spanish Accounting Review*. 11 (2):9-42.

ANEXOS

Anexo 1: Regras de decisão para divulgações do risco

Para identificar divulgações de informações sobre risco deve-se adotar uma definição de risco como se explica de seguida.

- São consideradas divulgações de risco e categorizadas como tal, se a frase permite ao detetar alguma oportunidade ou perspectiva, ou algum qualquer perigo, dano, ameaça ou exposição, que já tiveram impacto ou poderão vir a ter no futuro da empresa ou da gestão;
- Embora a definição de risco seja ampla, as divulgações devem especificamente ser as indicadas e não podem ser implícitas;
- As divulgações de risco devem ser classificadas de acordo com a Tabela 8, e por referência ao Anexo 2 - categorias de risco.
- Frases de política geral em matéria de controlo interno e de gestão de risco como mandatado pelo *Comité Turnbull* serão classificadas como N_Quant/neutral/não tempo declarações específicas de políticas de gestão de risco no risco de integridade.
- Frases de política geral sobre gestão de riscos financeiros devem ser classificados N_Quant/neutral/não tempo declarações específicas de políticas de gestão de risco no risco financeiro.
- Divulgações de risco quantificadas são aquelas que divulgam diretamente o impacto financeiro de um risco ou divulgam informações suficientes para que o leitor possa calcular o impacto financeiro desse risco.
- Se uma frase tem mais de uma classificação possível, as informações serão classificados na categoria que é mais enfatizada dentro da frase.
- Tabelas (quantitativa e qualitativa) que fornecem informações sobre risco devem ser interpretadas como uma linha é igual a uma frase e classificada em conformidade.
- Qualquer divulgação que se repita deve ser contabilizada como uma frase de divulgação de risco cada vez que é discutida.
- Se a divulgação for muito vaga na sua referência ao risco, então não devem ser contabilizados como uma divulgação de risco.

Anexo 2: Categorias dos riscos

Risco Financeiro	Taxa de juros
	Taxa de câmbio
	Mercadoria
	Liquidez
	Crédito
Risco operacional	A satisfação do cliente
	Desenvolvimento do produto
	Eficiência e desempenho
	Terceirização
	Obsolescência e diminuição do stock
	Falha do produto e serviço
	Ambiental
Risco capacitação	Saúde e segurança
	Erosão marca
	Liderança e gestão
	Outsourcing
	Incentivos de desempenho
Processamento de informação e risco tecnológico	Facilidade de alterar
	Comunicações
	Integridade
	Acesso
Risco de integridade	Disponibilidade
	Infra-estrutura
	Gestão e fraude de funcionários
Risco Estratégico	Atos ilegais
	Reputação
	Análise envolvente
	Indústria
	Carteira de negócios
	Concorrentes
	Preços
	Avaliação
	Planeamento
	Vida útil
Medição de desempenho	
Regulamentar	
Soberano e política	

Anexo 3: Exemplos de codificação de divulgações de riscos

Empresa	Exemplo	Classificação
Galp	Alterações significativas nos regimes fiscais de países em que a Empresa exerce a sua atividade poderão ter um efeito negativo no desempenho operacional e na situação financeira da Galp Energia. (pág.54, prag.9)	Estratégico: N_QUANT/NG/FUT/RG
PT	A estratégia de crescimento a nível nacional e internacional está assente num conjunto de alianças e parcerias que afetam de modo positivo a capacidade de competir da Sociedade (pág.97,parag.1).	Estratégico: N_QUANT/POS/FUT/RG
Altri	Tendo em consideração o endividamento a que se encontra exposto o Grupo, eventuais variações sobre a taxa de juro poderão ter um impacto indesejado sobre os resultados (pág.36, parag.2).	Financeiro: N_QUANT/NG/PAS/GC
EDP Energias	A EDP Renováveis tem sido o vetor Principal de crescimento do Grupo, como também de diversidade geográfica dos investimentos, e confirma claramente a alteração do perfil de produção do Grupo para um portefólio menos dependente de emissões de CO2 e, portanto, de baixa exposição aos riscos relativos à emissão de gases com efeito de estufa (pág.176,parag.8).	Operacional: N_QUANT/POS/PAS/GC
Telefónica	A nível europeu, destaca-se a redução das tarifas das redes móveis. Portanto, foram impostas grandes reduções nas taxas em muitos dos países em que o Grupo opera, incluindo o Reino Unido (com uma redução final de 2015 e para os preços correntes no final de 2010 para mais de 83%) e Alemanha (com reduções de mais de 50% desde dezembro de 2010). Na Espanha, em dezembro de 2011, o regulador (CMT) lançou uma consulta pública sobre tarifas das redes móveis, com uma proposta de redução entre 75% e 80% (pág.124, parag.3).	Estratégico : QUANT/NG/FUT/RG
Telefónica	Apesar deste clima de incerteza, em 2011, a Telefónica, por meio de sua filial Telefónica de Emissões, SAU, levantou fundos nos mercados de capitais por um valor total de EUR 4,495 milhões e em fevereiro de 2012 será lançado no mercado europeu de um empréstimo obrigacionista de 1.500 milhões de euros, com vencimento em 21 de fevereiro de 2018, com um cupão anual de 4,79% (pág.203, parag.1).	Financeiro: QUANT/POS/FUT/GC
Repsol	Em 2011, a Líbia encontrasse numa situação de guerra. Consequentemente, a partir do 05 de março de 2011 a produção do grupo na Líbia foi suspenso e retomado gradualmente no final deste ano. Em 31 de dezembro de 2011, 0,9% do total de ativos consolidados da Repsol YPF está localizado na Líbia e diz respeito, principalmente, à exploração e produção de hidrocarbonetos. Além disso, 1,2% do total da produção anual de hidrocarbonetos do grupo em 2011 foi gerada na Líbia (4,5% em 2010) (pág.176, parag.3).	Operacional: QUANT/NG/PAS/GC
Acerinox	O mercado de aço inoxidável é caracterizado por uma forte procura, que a está crescer a uma taxa de cerca de 6% ao ano á mais de 50 anos (pág.126, parag.6).	Financeiro: QUANT/POS/PAS/RG

