

Transparência das Informações Contábeis: Uma Análise dos Fatores de Riscos Citados por Empresas Brasileiras

Edson Luiz Riccio, Octavio Ribeiro
de Mendonça Neto e Ricardo Lopes Cardoso*

1 - INTRODUÇÃO

As profundas transformações ocorridas na economia na década de 1970, principalmente após o rompimento do acordo de Bretton Woods, provocaram um aumento na volatilidade do preço dos ativos e, como consequência, as recorrentes crises observadas no mercado financeiro internacional a partir de então. Isto despertou um interesse crescente dos investidores e pesquisadores pela análise do risco, particularmente pelas pesquisas desenvolvidas por Markowitz na década de 1950. Diversas técnicas mais recentes foram desenvolvidas merecendo destaque a do VAR (*Value At Risk*), amplamente utilizada atualmente pelos participantes do mercado financeiro e pelos bancos centrais de diversos países, inclusive do Brasil.

Na década de 1970, em um artigo intitulado *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Fama (1970) analisa a *Efficient Markets Hypothesis* – EHM (Hipótese de Eficiência dos Mercados – HEM), hipótese esta posteriormente confirmada por diversos estudos empíricos nas formas de eficiência fraca e semi- forte.

O sentido com que o termo risco é empregado neste artigo é definido com clareza pelo *Blackwell Encyclopedic Dictionary of Finance*. De acordo com o mesmo,

* Edson Luiz Riccio é professor livre-docente do Departamento de Contabilidade – FEA/USP, Presidente da Comissão de Cooperação Internacional – CCInt / FEA – USP, e-mail: elriccio@usp.br; Octavio Ribeiro de Mendonça Neto é doutorando em Contabilidade e Controladoria pela FEA-USP, professor de graduação e pós-graduação da Universidade Metodista de São Paulo – UMESP, e-mail: ormneto@usp.br; Ricardo Lopes Cardoso é doutorando em Contabilidade e Controladoria pela FEA-USP, professor de graduação e pós-graduação da PUC-Campinas, e-mail: ricardo@puc-campinas.edu.br.

Risco pode simplesmente ser definido como exposição à mudança. É a probabilidade de que algum evento futuro ou conjunto de eventos ocorra. Portanto a análise do risco envolve a identificação de mudanças potenciais adversas e do impacto esperado como resultado na organização (PAXSON; WOOD, 1998, p.159).

Embora a maioria das pesquisas sobre riscos tenha se restringido aos mercados financeiros, alguns autores, como Jorion (2000); Caouette, Altman e Narayanan (2000) e Gollier (2001) entre outros, já evidenciaram a necessidade de se ampliar o conceito de gerenciamento de risco em empresas não-financeiras.

De acordo com Holton (2003), o termo “gerenciamento de risco” não é uma novidade e já vinha sendo utilizado desde a década de 60 quando as organizações estavam avaliando alternativas para o seguro clássico, tais como a minimização do risco através do controle de qualidade e o auto seguro entre outras. Mais recentemente, o termo foi incorporado pelos operadores do mercado de derivativos para se referir ao uso destes instrumentos financeiros na montagem de operações de *hedge*. Todavia, ainda segundo Holton, o significado atual do termo “gerenciamento de risco” é bem diferente das duas formas anteriormente mencionadas e está relacionado com a supervisão, transmissão da informação e segregação das responsabilidades no interior das organizações.

De fato, a preocupação crescente por parte dos administradores com o gerenciamento integrado do risco global das suas corporações, na forma como tem sido observada mais recentemente, se enquadra dentro desta abordagem descrita por Holton. Essa preocupação também é manifestada pelas agências reguladoras do mercado de capitais por meio da instituição de normas específicas para divulgação de informações sobre riscos financeiros e não-financeiros, de forma a melhorar a transparência do mercado e, em consequência, sua eficiência.

Este artigo tem por objetivo avaliar o grau de transparência com que os fatores de risco são evidenciados nos relatórios contábeis anuais das empresas de capital aberto que têm seus títulos negociados no mercado brasileiro. Adota-se neste trabalho a definição de Holton para fatores de risco transcrita a seguir: “Um fator de risco é qualquer variável aleatória Q_i cujo valor será realizado

durante o intervalo (0,1] e irá afetar o valor de mercado de uma carteira (de investimentos), no tempo 1”. (HOLTON, 2003, p. 41). Esta preocupação está relacionada à importância da contribuição da Contabilidade para a eficiência dos mercados financeiros, cabendo observar que, conforme Iudícibus (2000, p. 28), o objetivo principal da Contabilidade é “[...] fornecer informação econômica relevante para que cada usuário possa tomar suas decisões e realizar seus julgamentos com segurança.” Esta definição, no que se refere à relevância da informação, pode ser complementada com a afirmação de Hendriksen e Breda (1999, p. 97) que salientam que “para que os dados contábeis sejam relevantes, devem proporcionar ou permitir predições de objetos ou eventos futuros.”

O artigo pretende ainda verificar, por meio de uma análise comparativa dos relatórios contábeis de 2002, se existe uma diferença com significância estatística, do grau de transparência dos fatores de risco entre empresas de capital aberto que possuem títulos negociados exclusivamente no mercado brasileiro e aquelas que têm títulos negociados tanto no mercado brasileiro como no mercado norte-americano. A idéia é verificar se estas últimas, que de acordo com a legislação americana são obrigadas a divulgar estas informações, também o fazem voluntariamente ao mercado brasileiro em seus relatórios contábeis.

Para mensurar o grau de transparência este trabalho se baseia no *dscore* desenvolvido por Botosan (1997), conforme detalhado no item 2.4.

2 – FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 – Considerações Iniciais

A preocupação com o risco no passado limitava-se aos eventos indesejáveis que pudessem provocar danos aos ativos físicos, tais como fogo, roubo, intempéries e outros sinistros acidentais; o que é hoje conhecido como risco de desastre e que normalmente pode ser transferido para terceiros por meio de seguros. Mais recentemente, em virtude do aumento da volatilidade dos mercados, a preocupação dos administradores ampliou-se e passou a incluir

também - entre outros aspectos - a exposição das posições de tesouraria ao risco de mercado, a exposição da carteira de recebíveis ao risco de crédito, o risco no suprimento de insumos, o impacto das inovações tecnológicas, a perda de capital intelectual, o controle ambiental etc.

Com esta ampliação, as grandes corporações passaram a estruturar uma administração integrada, utilizando ferramentas capazes não só de mensurar este risco mas também de gerenciá-lo. Sob este aspecto a metodologia do VAR vem apresentando alguns avanços.

Por outro lado, as agências reguladoras passaram também a exigir uma maior transparência na divulgação e quantificação dos fatores de risco com o intuito de tornar os mercados mais eficientes.

2.2 – A Gestão Integrada do Risco

Jorion (2000, p. 467) discute a necessidade de uma gestão integrada de risco. Segundo o autor, “[...] um sistema ideal de gerenciamento de risco deveria ser capaz de propiciar uma visão completa dos riscos gerais da firma”. Entre as vantagens de um sistema desta natureza o autor cita a possibilidade da estabilidade dos lucros, cuja grande volatilidade vem aumentando muito nos últimos anos, e a exploração da redução potencial dos custos de *hedge*. Com relação a este último aspecto, se os diversos tipos de riscos enfrentados pela empresa não forem correlacionados, uma abordagem integrada possibilitaria que o *hedge* fosse realizado apenas em relação ao risco líquido, evitando-se, desta forma, coberturas desnecessárias que ocorrem quando os riscos são tratados individualmente.

Jorion (2000, p. 469) classifica os riscos enfrentados pela empresa em dois grandes grupos:

- Riscos Vinculados ao Negócio – (*Business Risk*): risco de produto, risco macroeconômico e risco tecnológico.
- Riscos Não-Vinculados ao Negócio – (*Nonbusiness Risk*): riscos de evento (legal, reputação, desastre, regulamentação e político) e riscos financeiros (mercado, crédito, liquidez e operacional).

Os riscos vinculados ao negócio constituem a competência requerida para qualquer empreendimento e são específicos a cada

tipo de empresa. Uma análise detalhada deste tipo de risco pode ser encontrada na obra de Porter (1986).

Ainda seguindo a abordagem de Jorion (2000), cabem alguns comentários sobre os riscos de eventos negativos, que estão fora do controle da organização. Alguns são transferíveis e, portanto, podem ser segurados.

- Risco Legal: reflete a possibilidade de perdas decorrentes do fato que os contratos podem não ser legalmente executáveis ou estarem documentados incorretamente.
- Risco de Reputação: pode ser visualizado como as perdas monetárias que se seguem à perda de reputação de uma organização. Este risco é particularmente importante no caso das instituições financeiras, onde a confiança do mercado financeiro é fundamental.
- Risco de Desastre: decorre de desastres naturais e podem ser segurados. Seu efeito pode ser minimizado por meio de planos de contingência ou sistemas de *backup*.
- Risco Político e de Regulamentação: o risco político decorre de mudanças promovidas pelas autoridades políticas que podem afetar a maneira como a organização conduz seus negócios. Já o risco de regulamentação está relacionado a mudanças nos regulamentos vigentes ou mesmo da interpretação dos mesmos.

A literatura sobre os riscos financeiros é abundante, merecendo destaque a obra do próprio Jorion (2000). Todavia, algum esclarecimento faz-se necessário em relação ao risco operacional. Segundo a abordagem do autor, o risco operacional é o risco de perdas diretas ou indiretas, resultantes da falha ou da inadequação de processos, sistemas ou pessoas. Estes riscos podem ainda ser subdivididos em:

- Risco de Transação: é aquele que resulta de erros no processamento das transações do negócio.
- Risco de Controle Operacional: é aquele relacionado à quebra de controles das atividades, notadamente no que se refere à realização de transações não-autorizadas.
- Risco de Sistema: é aquele relacionado a erros ou falhas nos sistemas de suporte.

2.3 – A Divulgação das Informações e sua Contribuição para a Eficiência dos Mercados

O presente artigo aborda a importância da divulgação das informações relativas à gestão integrada do risco nas corporações não-financeiras para o mercado de capitais. Embora alguns autores contestem a importância atual da hipótese de eficiência dos mercados e sugiram uma abordagem alternativa por meio do estudo do que denominam finanças comportamentais (SHLEIFER, 2000), estudos empíricos recentes enfatizam a importância da divulgação de informações para a eficiência do mercado no sentido do conceito de Eugene Fama (1970, p. 383) ou seja:

[...] um mercado no qual as firmas podem tomar decisões de produção e investimento, e investidores podem escolher entre ações que representam propriedade de firmas sob a assunção de que o preço das ações refletem integralmente, a qualquer tempo, todas as informações disponíveis. Um mercado no qual os preços sempre refletem informações disponíveis é chamado de eficiente.

Sengupta (1998) evidencia que firmas consideradas por analistas financeiros como de maior qualidade em termos de transparência têm um custo menor na captação de recursos de terceiros. Em relação ao custo do capital próprio, Botosan (1997) encontrou evidências de que em firmas não acompanhadas de perto por analistas financeiros, quanto maior o grau de transparência, menor é o custo do capital próprio. Por outro lado, para firmas com elevado grau de acompanhamento esta hipótese não se sustenta. O autor sugere que:

[...] talvez porque a minha medida de transparência esteja limitada aos demonstrativos financeiros anuais e portanto pode não se constituir em um bom indicador do nível global de transparência quando analistas desempenham um papel significativo no processo de comunicação. (BOTOSAN, 1997, p. 323)

Com relação ao mercado brasileiro de capitais cabe destacar Lopes (2002), cujo trabalho apresenta evidências empíricas sobre a relevância das informações contábeis na explicação da formação de preços de ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

A abordagem teórica do efeito da transparência dos mercados tem sido um dos objetos do que se denomina teoria da micro-

estrutura do mercado. O'Hara (1995), em relação à influência da informação no processo de formação de preços afirma que:

[...] novas informações são incorporadas aos preços como resultado do comportamento das transações de traders informados e traders não informados. Uma característica de ambas as abordagens é que este ajuste de preços não é imediato. Devido ao fato de que os preços são valores esperados condicionais, o preço a cada ponto reflete toda a informação pública disponível, mas não necessariamente toda a informação privada. Conseqüentemente, até que os preços se ajustem ao valor que reflete as novas informações, traders informados obtém um retorno por suas informações e os preços atingem somente a eficiência semi-forte (O'HARA, 1999, p. 153).

Na obra supra-citada, a autora trata do desenho que um mercado deveria apresentar para atender ao interesse público e atingir a eficiência e salienta: “quão bem e quão rapidamente um mercado agrega e incorpora informações aos preços deve ser seguramente um objetivo fundamental do desenho de um mercado” (O'HARA, 1999, p. 270).

2.4 – A Regulamentação sobre a Divulgação dos Riscos e Controles Internos

As mudanças na apresentação dos relatórios 20-F implementadas pela *Securities and Exchange Commission (SEC)* têm origem em um conjunto de regras de transparência definidas pela *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* em resolução tomada em setembro de 1998. De fato, a referida resolução recomendou aos seus membros tomarem as providências necessárias e apropriadas para a criação de normas de divulgação de informações que devem ser seguidas por empresas que desejem emitir ou listar títulos em outras bolsas de valores fora do seu país de origem.

Visando a facilitar a comparabilidade da informação de forma a assegurar a proteção do investidor, a entidade recomendou aos seus membros a adoção de normas de divulgação de informações não-financeiras, sugerindo a adoção de um único documento para registro dessas informações.

Alinhada com a prática sugerida, a SEC revisou em setembro de 2000 o registro das demonstrações utilizadas pelos emissores de

títulos estrangeiros mediante a adoção de um formulário denominado de 20-F. Dessa forma, as empresas estrangeiras interessadas em operar títulos nas Bolsas de Valores Norte-americanas ficam obrigadas, entre outras providências, a apresentar o relatório 20 F. Uma das inovações apresentadas nesse relatório, dentro do grupo de informações relevantes, é a introdução do item *fatores de risco*. Sendo este o objeto do presente estudo, iremos discorrer sobre ele com mais detalhes a seguir.

A SEC, por meio do seu enunciado 17 do *Code of Federal Regulations (CFR)* partes 210, 228, 229, 239, 240, 249 e 260, introduziu novas normas de divulgação das informações financeiras e não-financeiras das empresas. Nas instruções relativas ao Item 3 das Informações Relevantes, em especial na seção D tratou-se especificamente dos fatores de risco. Nesse item, as empresas devem divulgar os fatores de risco associados aos negócios da companhia ou do segmento de indústria em que estejam participando. Esses fatores devem ser reportados por ordem de prioridade para a empresa e, entre outros, poderão estar relacionados: à natureza do negócio no qual está inserida ou àquele em que pretende atuar; aos fatores relativos ao país em que opera; à diminuição ou ausência de lucratividade nas operações em períodos recentes; à posição financeira da empresa; à credibilidade dos gestores; à potencialidade de dissolução; à condição incomum da competitividade; à expiração ou disputas em patentes, marcas e contratos e à dependência de um número limitado de clientes ou fornecedores.

Com a ocorrência dos escândalos financeiros relacionados com a utilização de práticas contábeis não convencionais (Enron; Worldcom; Tyco; Xerox; Merck etc.) que resultaram na aprovação da Lei Sarbanes-Oxley em 2002, estes procedimentos foram reforçados. Por meio da Seção 302 (a) da referida Lei, a SEC adotou o seguinte conjunto de regras: a) requerimento da certificação das demonstrações financeiras e outras incluídas nos relatórios trimestrais a anuais submetidos a SEC. A referida certificação deverá ser assinada pelo principal executivo em conjunto com o executivo financeiro; b) certificação dos executivos na responsabilidade pelo estabelecimento, manutenção e a avaliação regular da eficácia dos

controles internos; c) obrigatoriedade de divulgação aos auditores e ao comitê de auditoria do conselho de administração de informações relativas aos controles internos da empresa; d) obrigatoriedade de incluir, nos relatórios trimestrais e anuais, uma avaliação sobre estes controles, assim como de informar a ocorrência de mudanças significativas nos mesmos, ou outro fator ocorrido após a data da avaliação que poderá vir a afetá-los substancialmente.

Além disso, exige que as empresas emissoras de títulos mantenham e avaliem regularmente a efetividade da divulgação dos controles e procedimentos adotados, visando a assegurar que as informações requeridas nos relatórios arquivados sobre o *Securities of Exchange Act of 1934* foram registradas, processadas, sumarizadas e reportadas em base tempestiva.

Os fatores de risco que devem ser reportados no relatório 20F devem ser apresentados obedecendo as seguintes orientações:

Fatores de risco internos ou aqueles associados à natureza do negócio

Especificação da atividade: Descrição sumária da atividade e os riscos potenciais associados. Destaque para a eventual exposição ao bem-estar do consumidor e a influência a variáveis externas não-controláveis, como condições climáticas adversas etc.

Preços Cíclicos: caracterizar a maneira como os preços são definidos e a lucratividade das operações. Os projetos futuros de aumento da capacidade, os efeitos da competição, a abertura de novos mercados e sua influência no preço e lucro.

Volatilidade dos Custos das Matérias-Primas: Informar os motivos da sujeição à grande volatilidade dos custos, tais como: estoque, transporte, clima, taxas cambiais etc. Ressaltar o fato da opção ou não por *hedge* para proteger os custos das matérias primas.

Competição: Descrever o mercado em que a empresa está inserida, os concorrentes e a área geográfica. Esclarecer qual produto, ou linha de produtos, poderão ter seu desempenho afetado pela entrada de novos concorrentes.

Regulamento Ambiental: Nesse item são caracterizadas as exposições aos efeitos das leis ambientais locais, estaduais e federais

que abrangem, entre outras coisas, a saúde humana e o destino dos resíduos e das descargas de poluentes no ar e na água. Com as leis ambientais se tornando cada vez mais rigorosas no Brasil e no mundo, o montante que será necessário no futuro para a observância a estas leis poderá afetar adversamente a viabilidade dos recursos para outras despesas de capital.

Fatores de risco externos ou não-relacionados a atividade

Neste item devem ser reportados os riscos relacionados ao ambiente no qual a empresa atua e sobre os quais tem pouco ou nenhum controle. No caso das empresas brasileiras aqui devem ser mencionados os riscos relacionados ao Brasil. Historicamente, o governo brasileiro freqüentemente intervém na economia. As políticas para controlar a inflação geralmente envolvem controle de preços, desvalorização da moeda, controle do capital e limites nas importações. Os negócios da empresa, suas condições financeiras bem como o resultado de suas operações podem ser afetados adversamente por esses controles e também por alterações tributárias e outras questões políticas, diplomáticas, sociais e econômicas no Brasil ou que o afetem.

As flutuações do valor do Real em relação ao Dólar norte-americano podem afetar o valor de mercado dos títulos. A desvalorização pode reduzir o montante em dólar na distribuição dos dividendos, com reflexos sobre seus preços de mercado. O governo brasileiro pode impor restrições temporárias à conversão da moeda brasileira em moeda estrangeira e às remessas para os investidores estrangeiros. A lei brasileira permite a imposição dessas restrições em caso de sério desequilíbrio no saldo do balanço de pagamentos.

Em relação aos aspectos penais, não há tratamento de reciprocidade entre Estados Unidos e Brasil na decisão de julgamentos de diretores e executivos de empresas. Como resultado, processos contra executivos atuando no Brasil podem não ser possíveis em tribunais americanos ou em outra jurisdição fora do Brasil.

A Regulamentação Brasileira sobre o Tema

No Brasil, não há ainda, por parte dos órgãos reguladores, a

obrigatoriedade da divulgação dos fatores de risco. A única norma relacionada ao assunto, a Instrução CVM nº 235/95, refere-se a obrigatoriedade pelas companhias abertas de evidenciar em notas explicativas o valor de mercado de seus derivativos financeiros, estejam eles reconhecidos ou não em seus demonstrativos financeiros.

3 – ASPECTOS METODOLÓGICOS, APRESENTAÇÃO DOS DADOS E A ANÁLISE DA PESQUISA

3.1 – Características do Estudo

Este estudo é predominantemente exploratório e objetiva obter um melhor entendimento sobre o assunto em questão. As análises realizadas estão baseadas em documentos e dados divulgados publicamente pelas empresas consideradas pela pesquisa.

3.2 – Hipóteses

O presente estudo avalia como algumas empresas nacionais de capital aberto divulgaram os fatores de riscos relacionados aos seus negócios, previstos pela CVM, nos relatórios contábeis de 2002. Adicionalmente testa-se a seguinte hipótese: Existe diferença, com significância estatística, no grau de transparência dos fatores de risco entre empresas de capital aberto que possuem títulos negociados somente no mercado brasileiro e aquelas que possuem títulos negociados tanto no mercado brasileiro como no mercado americano.

A idéia é verificar se essas últimas, que de acordo com a legislação americana são obrigadas a divulgar estas informações no relatório 20 F, também o fariam voluntariamente ao mercado brasileiro em seus relatórios contábeis. Cabe observar que não é expressa a exigência dessa necessidade pelos órgãos reguladores nacionais.

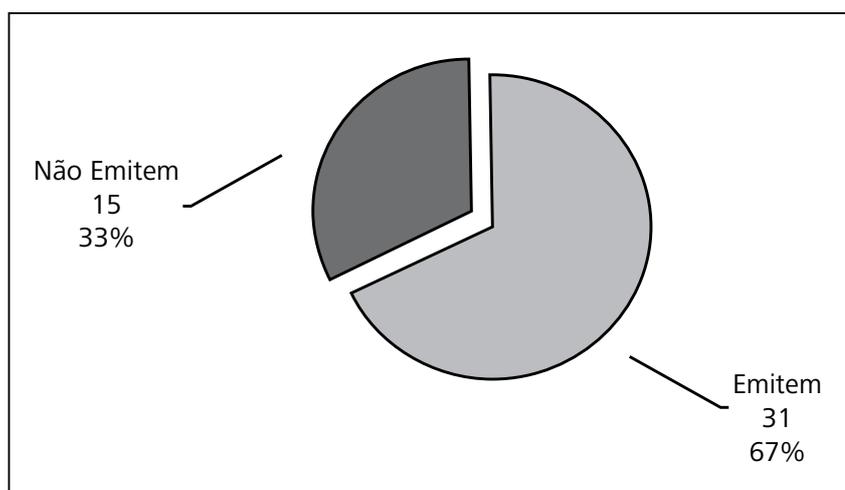
3.3 – As Empresas Pesquisadas

A base para seleção das empresas a serem estudadas foi a carteira teórica do IBOVESPA em 30 de maio de 2003. O IBOVESPA foi escolhido pela sua representatividade quantitativa no mercado de capitais nacional.

Na data em questão, essa carteira era constituída por 54 (cinquenta e quatro) títulos emitidos por 46 (quarenta e seis) empresas (algumas empresas têm mais de um tipo de título emitido).

Essas 46 (quarenta e seis) empresas foram divididas em dois grupos: O primeiro deles é constituído por empresas que emitiram *American Depositary Receipts (ADRs)*, passíveis de negociação no final de maio de 2003 no mercado americano. Este grupo é constituído por 31 empresas. O segundo grupo, constituído por 15 empresas, refere-se àquelas que não emitiram esse tipo de títulos.

Figura 1 - Composição da Carteira



IBOVESPA em Relação à Emissão de ADRs

Fonte: elaboração própria.

A partir deste universo seleccionou-se aleatoriamente 08 (oito) empresas não financeiras, sendo quatro de cada grupo, totalizando 17,4% do total de empresas listadas no IBOVESPA. Estas empresas representavam 38,94% do volume total de negócios da carteira teórica do IBOVESPA. As empresas seleccionadas foram Petrobrás, Telemar, Embraer e Vale do Rio Doce no primeiro grupo, isto é, que emitiram ADRs; e Souza Cruz, Usiminas, Siderúrgica Tubarão e Companhia Ipiranga de Petróleo no segundo, ou seja aquelas que não emitiram ADRs.

3.4 – A Mensuração do Grau de Transparência dos Fatores de Risco

Para mensurar o grau de transparência este estudo se fundamenta no *dscore* desenvolvido por Botosan (1997) em seu artigo

intitulado *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital*. Neste trabalho o autor não se preocupa com os fatores de risco em particular, mas procura mensurar a transparência de uma forma mais abrangente, selecionando uma série de aspectos que considera importantes.

Esses aspectos são avaliados individualmente, para cada empresa da amostra, e é atribuída a cada um deles uma nota que é diretamente proporcional à profundidade com que a informação é apresentada. A partir de então é calculado o *dscore* da empresa, que é uma somatória ajustada das notas por ela obtida em cada um dos aspectos avaliados.

No presente trabalho o mesmo princípio é adotado, embora só sejam considerados fatores relacionados ao risco. Estes fatores e a sistemática de pontuação para o indicador que denominaremos de Grau de Transparência dos Fatores de Risco (GTFR) são apresentados a seguir:

a) Fatores de Riscos e Qualidade da Informação Disponibilizada

Para efetuar a análise comparativa dos dados e selecionar os fatores de riscos, utilizou-se uma relação de fatores de risco baseada nos aspectos descritos por Jorion (2000) e nas normas específicas da SEC sobre o assunto. Procurou-se trabalhar com fatores de riscos abrangentes e que pudessem cobrir vários aspectos relacionados entre si.

Os tipos de riscos selecionados foram: mercado, tecnologia, meio ambiente, pessoal e conflitos acionários, câmbio, juros, macroeconomia, liquidez e *funding*, crédito, cenário político, legal e operacional. Estes tipos de riscos foram divididos em riscos vinculados e não-vinculados ao negócio, segundo a classificação de Jorion (2000).

A avaliação destes fatores de riscos foi feita por meio da leitura de todo o relatório contábil, o que incluiu desde o relatório da administração até o parecer dos auditores. A identificação dos fatores de riscos não se restringiu a citações explícitas. Foram analisados também detalhes do texto que pudessem gerar o entendimento sobre um fator de risco.

Para qualidade da informação disponibilizada adotou-se como princípio conceitual o de Hendriksen e Breda (1999) sobre características qualitativas da informação contábil, onde os autores colocam como pontos fundamentais a relevância e confiabilidade - ambas associadas à comparabilidade - e todos os três subordinados à inteligibilidade e ao critério básico de que os benefícios devem ser superiores aos custos.

Para operacionalizar essa avaliação cada fator de risco para cada empresa recebeu uma nota de acordo com o critério abaixo, estabelecido de forma arbitrária.

Nota 0: Nem ao menos menciona a existência do risco.

Nota 1: Informação insatisfatória: Apenas mencionam a existência do risco sem qualquer avaliação subjetiva ou objetiva;

Nota 2: Informação Regular: Mencionam e avaliam o seu impacto de forma subjetiva sem qualquer avaliação quantitativa;

Nota 3: Informação Satisfatória: Além de mencionar a existência do risco, avaliam o impacto quantitativo nos resultados da companhia.

Com base nesse critério foram feitas a leitura dos relatórios e a tabulação dos resultados para a obtenção do Grau de Transparência dos Fatores de Risco - GRTF - que estão listados na Tabela Classificatória de Riscos, no apêndice A.

b) Teste-t bicaudal

Sobre os GTRF obtidos foi aplicado um Teste-t bicaudal que resultou um nível descritivo de 0,007344. Este resultado permite concluir, com um nível de confiança superior a 99%, pela diferença estatística entre as médias das duas amostras, ou seja, a média do Grau de Transparência dos Fatores de Risco - GRTF - das empresas que emitiram ADRs (Amostra 1) é superior ao das que não emitiram (Amostra 2).

Tabela 1 - Teste t bicaudal

Teste-t: duas amostras presumindo variâncias equivalentes		
	Amostra 1	Amostra 2
Média	12.00	6.5
Variância	4.667	3
Observações	4	4
Variância agrupada	3.833	

Tabela 1 - Teste t bicaudal (continuação)

Teste-t: duas amostras presumindo variâncias equivalentes		
	Amostra 1	Amostra 2
Hipótese da diferença de média	0	
gl	6	
Stat t	3.97273	
P(T<=t) bi-caudal (Nível descritivo)	0.00734	
t crítico bi-caudal	2.44691	

Fonte: elaboração própria.

Algumas considerações sobre os resultados obtidos são apresentadas a seguir:

c) Análise Quantitativa e Qualitativa da Amostra

A partir da análise dos resultados obtidos que estão sumarizados na Tabela Classificatória de Riscos, demonstrada no Apêndice A, observa-se que foram obtidos um total de 74 pontos – de um total possível de 312 - o que representa um total de 23,7%. O total de 312 pontos possíveis seria obtido caso as 8 empresas obtivessem a nota máxima que é 3 em todos os 13 fatores de risco considerados ($8 \times 3 \times 3 \times 13 = 312$).

Deste total de 74 pontos obtidos temos 31% dentro do grupo de fatores de riscos vinculados ao negócio e 69% não-vinculados ao negócio, o que pode significar uma maior facilidade das empresas em evidenciar os riscos financeiros, tais como: crédito, taxa de juros, câmbio e liquidez.

Também deve ser considerado que nos procedimentos de notas explicativas previstos pela CVM é expressa a necessidade de se incorporarem informações sobre o gerenciamento dos riscos associados a instrumentos financeiros, o que não ocorre com os demais tipos de risco.

O grupo que emitiu ADRs recebeu um total de 48 pontos, isto é, 65% do total de 74, ficando o segundo grupo - aquele que não emitiu ADRs - com apenas 35%, o que indica claramente - e é comprovado pelo teste estatístico - que os grupos são distintos.

Sobre os riscos vinculados ao negócio, o fator que é citado com uma melhor pontuação nos relatórios é o risco de mercado, onde a maioria das empresas abordou as principais variáveis do mercado consumidor e riscos de concorrência, mas somente a Embraer conseguiu obter nota máxima neste fator.

Outro ponto importante da análise é o fato de que os fatores de riscos que estão melhor evidenciados são aqueles associados aos riscos não-vinculados ao negócio. Neste caso, o nível médio da pontuação obtida foi bem superior ao do outro grupo. Na tabela 2 foram agrupados todos os fatores de riscos citados segundo a classificação de Jorion (2000) e obtida a média aritmética da pontuação em todos os fatores de riscos citados naquele grupo. Como a pontuação foi de 0 a 3 para cada fator, a média apresentada deve ser analisada levando em conta esse intervalo de pontos.

Tabela 2 - Pontuação média das empresas analisadas

Tipos de Riscos e Pontuação	Empresas com ADRs	Empresas sem ADRs	Geral
Riscos Vinculados ao Negócio	0,70	0,45	0,57
Riscos Não Vinculados ao Negócio	1,06	0,50	0,79
Geral	0,92	0,50	0,71

Fonte: elaboração própria.

Ao analisar os dados da tabela 2 percebe-se que os riscos vinculados ao negócio receberam, em média, uma pontuação no geral de apenas 0,57 de um intervalo de 0 a 3, o que demonstra o baixo nível de *disclosure* destes tópicos se comparados aos riscos não-vinculados ao negócio, que obtiveram 0,79 no geral e 1,06 para empresas com ADRs contra 0,50 para sem ADR's.

O destaque individual ficou por conta da Petrobrás, que atingiu 38,4% do total dos pontos possíveis, bem acima da média geral, o que representou 20,3% do total de pontos da amostra.

4 – CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES PARA PESQUISAS FUTURAS

Embora parcial e limitado, o resultado do estudo pode contribuir para a reflexão sobre a razão para as grandes diferenças observadas entre o nível de transparência dos fatores de riscos citados pelas empresas que tinham ADRs emitidos em 2002 e aquelas que não tinham.

O teste estatístico aplicado - Teste-t bicaudal - resultou um nível descritivo de 0,007344 que permitiu, com um nível de confiança superior a 99%, verificar a diferença estatística entre as

médias das duas amostras, ou seja, reforçou o conceito obtido na análise qualitativa dos dados.

Apesar de não existir ainda uma legislação explícita sobre a necessidade de divulgar fatores de riscos no Brasil, os administradores, ao divulgarem os seus resultados, devem fazê-lo em melhor grau de qualidade para facilitar as projeções dos analistas. Pode-se, deste modo, questionar: além da legislação específica sobre o assunto, quais seriam os fatores que podem explicar tais fatos?

Com base na observação e na análise dos dados pesquisados, pode-se destacar alguns aspectos que explicariam a adoção desta política, a saber:

Em primeiro lugar, cabe salientar a própria cultura de obediência à letra da lei e não ao seu espírito. Sob esta ótica, só haverá infração se houver lei anterior que o defina, ou seja, se não constar na lei, não há punição. Esta conduta resulta do cumprimento estrito da lei ou norma, deixando-se de observar sua verdadeira essência.

Outro aspecto a ser considerado é a não divulgação, possivelmente deliberada, de informações ligadas à política estratégica das empresas. Para reforçar esta hipótese, cabe salientar que as operações de aquisições e fusões de empresas ocorridas no setor de telecomunicações após as privatizações - operações cujo planejamento e implementação requerem um período de tempo bastante longo - não foram divulgadas com antecedência, apesar dos riscos envolvidos.

Por último, cabe salientar a questão do mercado eficiente. Aqui, uma vez mais, se identifica uma assimetria no tocante às informações disponibilizadas ao mercado.

É fundamental ressaltar que os comentários e conclusões deste estudo são parciais e limitam-se, obviamente, ao universo pesquisado, à metodologia empregada e aos dados analisados. Portanto, para um entendimento mais amplo do fenômeno é necessário que estudos e pesquisas mais detalhados sejam realizados.

Uma das questões a serem discutidas em outros estudos é a relevância deste tipo de informação para o analista de mercado e quais as questões envolvidas na divulgação de informações estratégicas pelos administradores.

Entender melhor como o usuário desta informação utiliza estes dados e como este assunto pode contribuir para melhorar a eficiência dos mercados é uma tarefa intrigante e que deve ser objeto de novos estudos empíricos.

REFERÊNCIAS

- BOTOSAN, C. A. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. Sarasota: *The Accounting Review*, v. 72, nº 3, 1997, p. 323 – 349.
- CAOUILTE, J. B.; ALTMAN, E. I.; NARAYANAN, P. *Gestão do Risco de Crédito – O Próximo Grande Desafio Financeiro*. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2000.
- FAMA, E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. New York: *The Journal of Finance*, v.25, 1970. p. 383-417.
- HENDRIKSEN, E. S.; BRENDA, M.F. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.
- IUDÍCIBUS, S. *Teoria da Contabilidade*. 6a ed. São Paulo:Atlas, 2000.
- GOLLIER, C. *The Economics of Risk and Time*. Cambridge: The MIT Press, 2001.
- HOLTON, G. A. *Value at Risk: Theory and Practice*. San Diego: Academic Press, 2003
- JORION, P. *Value at Risk – The New Benchmark for Managing Financial Risk*. 2º ed. New York: McGraw – Hill, 2000.
- LOPES, A B. *A Informação Contábil e o Mercado de Capitais*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning Ltda., 2002.
- O’HARA, M. *Market Microstructure Theory*. Oxford: Blackwell Publishers Ltd., 1999.
- PAXSON, D.; WOOD, D. *The Blackwell Encyclopedic Dictionary of Finance*. Oxford: Blackwell Publishers Ltd., 1998.

PORTER, M. E. *A Estratégia Competitiva – Técnicas para Análise de Industrias e da Concorrência*. 18º ed. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

SENGUPTA, P. Corporate Disclosure Quality and The Cost of Debt. Sarasota: *The Accounting Review*, v.73, nº4, 1998, p.459 – 474.

SHLEIFER, A. *Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford: Oxford University Press, 2000.

Transparência
das Informações
Contábeis:
Uma Análise
dos Fatores de
Riscos Citados
por Empresas
Brasileiras

Apêndice A

Transparência
das Informações
Contábeis:
Uma Análise
dos Fatores de
Riscos Citados
por Empresas
Brasileiras

Tabela Classificatória de Riscos

Descrição dos Riscos e das Empresas	Vale	Telemar	Petrobras	Embraer	Subtotal	Usiminas	Souza Cruz	Tubarão	Ipiranga	Subtotal	Total Geral
Riscos vinculados ao negócio											
Mercado	1	2	2	3	8	1	1	2	2	6	14
Tecnologia	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1
Meio Ambiente	2	0	2	0	4	1	0	1	1	3	7
Pessoal	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	1
Conflito acionário	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	3	2	5	4	14	2	1	3	3	9	23
Riscos não vinculados ao negócio											
Câmbio	1	2	3	2	8	1	1	1	1	4	12
Juros	1	1	3	1	6	1	1	1	1	4	10
Macro Economia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Liquidez e <i>Funding</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Crédito	1	2	0	1	4	1	0	1	1	3	7
Político	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Legal	2	3	3	2	10	1	1	1	2	5	15
Operacional	2	1	1	2	6	1	0	0	0	1	7
Total	7	9	10	8	34	5	3	4	5	17	51
Total Geral	10	11	15	12	48	7	4	7	8	26	74