

4º Lugar

Evidenciação de Riscos Sobre Pandemias no Formulário de Referência: uma Abordagem no Contexto da Covid-19

Evidence of Pandemic Risks in the Reference Form: an Approach in the COVID-19 Context

Artigo recebido em: 10/09/2021 e aceito em: 27/10/2021

Clarissa Gonçalves de Almeida

Rio de Janeiro – RJ

Graduanda em Ciências Contábeis pela UFRJ1

clarissa_gov@hotmail.com

Thiago de Abreu Costa

Rio de Janeiro – RJ

Doutor em Ciências Contábeis pela UFRJ2

Professor Adjunto do Curso de Ciências Contábeis da UFRJ

thiago@facc.ufrj.br

RESUMO

O objetivo deste estudo foi identificar o que motivou as empresas de capital aberto listadas na B3 a divulgarem informações sobre os Fatores de Risco relacionados a pandemias em seu Formulário de Referência. Para isso, foi realizada análise, por meio do site da CVM, das empresas que haviam evidenciado, ou não, pandemias ou epidemias como um risco a seu negócio para os anos de 2019, 2020 e 2021. As demais informações necessárias para o estudo foram obtidas através da base de dados Econométrica. Sendo assim, foram utilizadas variáveis baseadas em estudos anteriores com intuito de explicar a evidenciação de risco pandêmico por parte das empresas analisadas, que foram testadas a partir de análises estatísticas univariadas e multivariadas utilizando o método de regressão logística. Essas variáveis englobaram características endógenas da firma, sendo elas: auditoria, acionista controlador, setor, tamanho, internacionalização, governança corporativa, endividamento e rentabilidade. Os resultados obtidos por meio da análise multivariada mostram que as variáveis tamanho, auditoria e governança corporativa foram significantes para explicar a evidenciação de riscos no Formulário de Referência, corroborando com a análise univariada. Além disso, o estudo constatou que somente 6,99% das firmas evidenciavam riscos relacionados a pandemias para o ano de 2019, o que mudou consideravelmente para os anos de 2020 e 2021, chegando a um percentual de 75,34%. A principal contribuição deste artigo corresponde à verificação das variáveis que explicam a divulgação de Fatores de Risco a respeito de pandemias em um contexto atípico gerado pela COVID-19.

Palavras-chave: Fatores de Risco, Divulgação, COVID-19, Pandemia.

ABSTRACT

This study sought to identify what motivated the publicly traded companies listed in B3 to disclose information about pandemic-related risk factors in their reference form. To this end, the companies that had or not addressed pandemics or epidemics as a risk to their business for 2019, 2020, and 2021 were analyzed through the Securities and Exchange Commission (SEC) website. Other relevant

data were obtained through the Econometrica database. Evidence of pandemic risk according to the analyzed companies was explained using variables related to their endogenous characteristics, determined based on previous studies and tested using univariate and multivariate statistical analysis by logistic regression; namely: audit, controlling shareholder, sector, size, internationalization, corporate governance, debt, and profitability. Multivariate analysis showed that size, audit, and corporate governance were significant to explain the evidence of risks in the reference form, corroborating univariate analysis. Only 6.99% of the companies showed pandemic-related risks for 2019, increasing to 75.34% for 2020 and 2021. This study verifies variables that explain the disclosure of risk factors regarding pandemics in an atypical context generated by COVID-19.

Keywords: Risk Factors, Disclosure, COVID-19, Pandemic.

1 INTRODUÇÃO

Durante a última década, pandemias foram classificadas como um risco global significativo (LOUGHRAN; MCDONALD, 2020). Alguns países, incluindo o Brasil, passaram por crises sanitárias nos últimos anos, como as de H1N1, SARS, MERS, Ebola e Zika. Nesse contexto, é necessário que as empresas estejam bem-informadas sobre os riscos aos quais estão, ou possam estar expostas (ALVES; GRAÇA, 2013). Entretanto, apesar de pandemias acarretarem eventos adversos a nível mundial, nem todas as empresas possuíam o hábito de divulgá-las em seus fatores de risco antes da disseminação da COVID-19.

A COVID-19 foi detectada pela primeira vez na China, em dezembro de 2019, e por se tratar de uma doença de alta transmissibilidade se espalhou por inúmeros países do mundo, incluindo o Brasil. Em 2020, a Organização Mundial da Saúde (OMS) declarou que o surto da COVID-19 representava uma Emergência de Saúde Pública Internacional (ESPI), que constitui o maior nível de alerta da Organização nos parâmetros previstos no Regulamento Sanitário Internacional (OPAS, 2020). Em contexto mundial, uma das principais medidas de prevenção foi o distanciamento social, o que, por consequência, ocasionou o fechamento de diversos setores da economia. Acontecimentos como esse geralmente impactam as firmas e são classificados como risco para as companhias.

Risco pode ser definido como uma situação possível de impactar adversamente a empresa, modificando suas projeções econômicas, financeiras, ambientais e sociais (LUCENA; SIQUEIRA, 2020). No Brasil, os riscos são divulgados por meio do Formulário de Referência, norteado pela Instrução nº 480/2009 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). No ano de 2020, devido à pandemia, a CVM emitiu o Ofício Circular CVM/CNV/SEP/nº02/2020, orientando que as Companhias e seus Auditores Independentes considerassem cuidadosamente os impactos da COVID-19 em seus riscos e incertezas. Além disso, outros comunicados foram emitidos a fim de estimar os possíveis impactos da COVID-19 nos resultados das firmas e reduzir a assimetria informacional entre os diversos usuários da informação.

Stakeholders são indivíduos ou grupos interessados nos alcances dos objetivos de uma organização (FREEMAN, 1984), sendo eles os investidores, os clientes, as entidades reguladoras e o público em geral (ALVES; GRAÇA, 2013). Sob a ótica do investidor, a informação sobre os riscos que a empresa está submetida permite realizar estimativas e análises sobre os fluxos de caixa futuros e outras decisões (LUCENA;

¹ UFRJ - Universidade Federal do Rio de Janeiro – Rio de Janeiro – RJ – CEP 21941-901.

² UFRJ - Universidade Federal do Rio de Janeiro – Rio de Janeiro – RJ – CEP 21941-901.

SIQUEIRA, 2020). Dessa maneira, possibilita que os *stakeholders* analisem os riscos que estarão submetidos ao realizarem investimentos em uma companhia. Portanto, o ato de divulgar informações sobre riscos tende a reduzir a assimetria informacional entre a entidade e seus *stakeholders* (PASSOS et al., 2017).

A divulgação de informações sobre riscos permite preencher as lacunas deixadas pelas informações de caráter financeiro (ALVES; GRAÇA, 2013). Nesse contexto, a divulgação de informações sobre o risco COVID-19 poderia ser favorável ou desfavorável para empresas. Segundo Loughran & McDonald (2020), firmas como Amazon, Zoom, Clorox e Netflix foram positivamente impactadas pela pandemia, por estarem situadas no setor de tecnologia, comunicação e sanitização. Por outro lado, no contexto brasileiro, empresas com atividades econômicas relacionadas ao turismo, alimentação, alojamento e afins foram impactadas de modo desfavorável pela pandemia, segundo Ministério da Economia (2020). Essas constatações corroboram com o pensamento de Linsley, Shrivies e Crumpton (2006), que consideram os riscos eventos adversos que podem gerar impactos positivos ou negativos para as instituições.

Nesse sentido, para empresas que foram impactadas pela COVID-19, divulgar informações sobre os riscos, em um primeiro momento, poderia ser um desafio devido à dificuldade de estimar os eventos adversos. Dye (2001) afirma que uma entidade só divulgará voluntariamente informações benéficas sobre si, para que os benefícios possam ser superiores aos custos. De forma análoga, o estudo de Gasparetto e et al. (2018), situado em um momento de crise hídrica no Brasil, concluiu que as empresas praticamente não alteram suas políticas de evidenciamento de riscos de um período para o outro, mesmo que estivessem enfrentando um evento adverso. Desse modo, diante das questões expostas, o presente artigo busca evidenciar quais são os motivos que levaram as empresas de capital aberto listadas na B3 a englobarem riscos pandêmicos ou epidêmicos em seus Fatores de Risco, especialmente no contexto da COVID-19.

Sendo assim, o estudo mostra-se relevante por abordar um novo tópico de fatores de riscos, situado em uma pandemia, que até pouco tempo foi negligenciado por grande parte das empresas e dos usuários da informação a nível global. Além disso, o trabalho tentará compreender os incentivos por trás desse tipo de divulgação, observando, principalmente, a estrutura organizacional das firmas e características que a incentivam a realizar um maior nível de *disclosure* informacional de seus riscos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Divulgação Voluntária

Divulgar é um ato informativo. Nesse sentido, no contexto empresarial, o investidor necessita da divulgação de informações positivas ou negativas sobre a firma para que possa estabelecer fatores de segurança, proteção ao risco e credibilidade (HEALY; PALEPU, 2001). Dessa forma, o usuário será capaz de tomar decisões de acordo as informações disponíveis. Entretanto, a ausência de informações gera margem para interpretações negativas sobre as firmas por parte do investidor, esse fenômeno é denominado seleção adversa (MURCIA; SANTOS, 2009).

O *disclosure* atua como uma importante conexão entre a empresa e seus *stakeholders*, podendo ser realizado de maneira obrigatória ou voluntária. A divulgação voluntária excede o que é previsto na legislação, e representa uma escolha da empresa e de seus gestores em divulgar informações adicionais para redução de assimetria informacional entre a firma e seus investidores (ALVES; GRAÇA, 2013). Segundo Murcia e Santos (2009), é necessário estabelecer uma relação entre o *disclosure* contábil e suas consequências, pois sem uma motivação econômica o estudo sobre divulgação fica sujeito apenas a opiniões.

Para Goulart (2003), *disclosure* é a divulgação feita por uma empresa de informações positivas e negativas que sejam relevantes para o usuário da informação. Nesse sentido, na perspectiva das firmas, o objetivo é que os benefícios da divulgação sejam superiores a seus custos (ROVER et al., 2012).

O estudo de Verrechia (2001) é tido como referência quando se trata da teoria de divulgação voluntária, e foi escrito devido à ausência de uma literatura que englobasse todos os tipos de divulgação e pudesse nortear trabalhos sobre o *disclosure* realizado pelas firmas. O autor categorizou o *disclosure* de informações em três tipos, sendo: divulgação baseada em associação, divulgação baseada em eficiência e a divulgação baseada em discricionariedade, conforme descrito na Tabela 1.

Tabela 1: Categorias da divulgação voluntária

Divulgação baseada em associação	Busca-se examinar a relação e os efeitos dos <i>disclosure</i> nos agentes durante o evento do <i>disclosure</i> .
Divulgação baseada em eficiência	Objetiva-se analisar se existem arranjos eficientes no <i>disclosure</i> que seriam preferidos incondicionalmente.
Divulgação baseada em julgamento	Analisa-se a discricionariedade que os gestores exercem com relação às decisões de <i>disclosure</i> .

Fonte: Elaborada pelos autores, baseada em Murcia e Santos (2009, p.76).

No presente artigo, será utilizada a divulgação baseada em julgamento, pois busca-se entender os incentivos endógenos que levam as empresas e seus gestores a divulgarem os fatores de risco associados a pandemia. Os órgãos reguladores em momentos de crise e turbulência incentivam o uso de políticas de *disclosure* corporativo (SHIN, 2003). A COVID-19 é um evento adverso para empresas e países no geral, incluindo o Brasil. Desse modo, pressupõe-se que a evidenciamento de informações seja útil para tomada de decisões econômicas (GOULART, 2003).

2.2 Fatores de Risco

Existem divergências teóricas sobre o conceito do que seria risco. Goulart (2003, p.74) afirma que os riscos existem quando “há probabilidade de experimentar retornos diferentes do que se espera”. Sendo assim, para o autor, o risco ocorre quando existem resultados inferiores ou superiores ao esperado, porém, existe a tendência de se enfatizar apenas os resultados negativos (GOULART, 2003). Nesse sentido, o risco envolve a possibilidade de ocorrência de prejuízos econômicos, financeiros, ambientais, sociais, entre outros (GASPARETTO et al., 2018).

De forma análoga, Linsley, Shrivies e Crumpton (2006) descrevem que o risco deve ser considerado em um sentido amplo, envolvendo, entre outros, oportunidades, perspectivas, danos e ameaças para firma. Dessa forma, os autores abordam que o risco pode atuar de forma favorável e desfavorável na instituição.

Por outro lado, para Ameer e Othman (2009), os riscos são perdas provenientes do mercado, resultados de mudanças que envolvem taxa de juros, preços, câmbio, entre outros. Essa afirmação corrobora com o argumento de Marshall (2002), em que o risco é citado como um redutor do valor das empresas e do bem-estar individual, posto que reduz a capacidade da gerência de atingir seus objetivos. Logo, esses autores abordam uma perspectiva negativa sobre riscos.

A divulgação de risco pode ser tratada como um evento complexo, devido às estimativas que devem ser feitas por parte da empresa para identificar um risco provável de impactá-la (GASPARETTO et al., 2018). Entretanto, no que tange à divulgação de riscos, existem normas pré-estabelecidas para sua divulgação, mesmo que de forma voluntária. No Brasil, os riscos devem ser divulgados no Formulário de Referência.

O Formulário de Referência foi criado “com o intuito de aproximar as regras brasileiras aos padrões recomendados pelas instituições internacionais especializadas no mercado de valores” (Klann; Kreuzberg;

Beck, 2014, p. 82). A Instrução nº 480/2009, que trata sobre a divulgação do Formulário de Referência, define que as empresas devem informar “políticas e práticas em relação às matérias mais sensíveis da condução de seus negócios” (CVM, 2009, p. 141).

Dentro do Formulário de Referência, é destinada uma categoria para os Fatores de Risco com intuito de minimizar a assimetria informacional entre a firma e seus *stakeholders*, pois se refere aos riscos que podem impactar a instituição e, por consequência, influenciar as decisões de investimento. Os fatores de risco podem ser apresentados de forma quantitativa ou qualitativa (PASSOS et al., 2017). No entanto, é necessário reconhecer que, quando essas linguagens são utilizadas de formas complementares, enriquecem o conteúdo apresentado. Assim, os números/dados necessitam ser interpretados, e isso vêm sendo cada vez mais requisitado no ambiente organizacional (KNAFLIC, 2019).

Nesse contexto, existem estudos com intuito de evidenciar os tipos de risco existentes. Segundo Duarte Júnior (1996), uma empresa pode estar submetida a risco de crédito, risco operacional, risco de mercado e risco legal. Essa é uma conceituação clássica dos tipos de risco, entretanto, outras abordagens incluem também o risco estratégico, risco de liquidez e o risco ambiental (KLANN; KREUZBERG; BECK, 2014). Os tipos de riscos mencionados estão descritos na Tabela 2.

Sobre a evidenciação de riscos, atualmente as instituições estão expostas a rápidas mudanças econômicas e seus impactos. Por consequência, as empresas estão suscetíveis a riscos cada vez maiores (ALVES; GRAÇA, 2013). Por isso, é necessário que as empresas sigam normas ou encontrem formas de divulgar seus riscos para os *stakeholders*.

Tabela 2: Tipos de risco

Risco de Mercado	Risco de perdas em decorrência de oscilações em variáveis econômicas e financeiras, como taxa de juros, taxas de câmbio, preços de ações e de <i>commodities</i> (GOULART, 2003).
Risco Operacional	Possíveis perdas como resultado de sistemas e/ou controles inadequados, falhas de gerenciamento e erros humanos (DUARTE JÚNIOR, 1996).
Risco de Crédito	Possíveis perdas quando um dos contratantes não honra seus compromissos (DUARTE JÚNIOR, 1996).
Risco Legal	Inobservância dos corretos registros das operações da empresa, abrangendo documentação incorreta referente às transações, à legalidade de suas obrigações, ao descumprimento da legislação vigente e a decisões judiciais decorrentes de ações reclamatórias (KLANN; KREUZBERG; BECK, 2014).
Risco Estratégico	Riscos estratégicos são aquelas mudanças ambientais de longo prazo que podem afetar como uma empresa adiciona valor para seus interessados (MARSHALL, 2002).
Risco de Liquidez	É o risco de que uma instituição não seja capaz de executar uma transação ao preço prevalente de mercado, porque não há, temporariamente, qualquer apetite pelo negócio do outro lado do mercado (CHOUHY; GALAI; MARK, 2004, p. 34).
Risco Ambiental	A análise sistemática dos riscos de acidentes industriais e das suas consequências, através do estudo das probabilidades de ocorrência de eventos como ruptura de tubulações, vazamentos e outros, efetuado para o conjunto das instalações (SÁNCHEZ, 1994).

Fonte: Elaborada pelos autores (2021).

A CVM, apesar de não adotar práticas padronizadas de divulgação dos fatores de risco, estabelece itens que devem ser divulgados caso a firma esteja exposta a riscos que impactem a decisão de investimento dos acionistas, fornecedores, clientes, da própria empresa e de outros. Além disso, são enfatizados, principalmente, a divulgação sobre os riscos de mercado e o risco legal. Nesse contexto, cabe ressaltar a discricionariedade para divulgar os riscos aos quais uma empresa está submetida, sendo a empresa a responsável por avaliá-los internamente.

2.3 Estudos anteriores

Alguns estudos foram formulados visando analisar a divulgação de riscos por parte das empresas de capital aberto brasileiras. Entre eles encontra-se o trabalho de Lucena e Siqueira (2020). O artigo investigou a influência do *disclosure* de informações dos fatores de risco no preço das ações das empresas brasileiras, com objetivo de verificar se esse tipo de informação é *value relevant*. Foi realizada uma análise de conteúdo nos fatores de risco das empresas que faziam parte do segmento de Novo Mercado da B3, totalizando 128 companhias. Os resultados encontrados sugerem que, para o período analisado, o *disclosure* dos fatores possui *value relevant*. Nesse contexto, o artigo constatou também que as exigências dos órgãos reguladores corroboraram para o aumento da informação que é disponibilizada ao mercado, ocasionando ganho informacional para os investidores. Entretanto, as informações de risco ainda carecem de aprimoramento em relação a sua especificidade, sendo consideradas, muitas vezes, superficiais.

Nessa mesma perspectiva, o trabalho de Passos e et al. (2017) analisou a relação entre o nível de evidenciação dos fatores de risco de mercado e o custo de capital das empresas participantes do Novo Mercado (NM) e dos segmentos 1 (N1) e 2 (N2) de governança corporativa da BM&F Bovespa. Para isso, avaliou-se os dados de 151 empresas, referentes ao exercício de 2014. No estudo, constatou-se que as empresas optam por fazer suas divulgações de maneira mais detalhada. Dessarte, as empresas optaram majoritariamente pela divulgação qualitativa de informações. Por fim, outros resultados foram encontrados no que tange à relação de divulgação de riscos e capital de terceiros e próprio, correspondendo a uma correlação positiva para o primeiro e negativa para o segundo.

Outro estudo que analisou o *disclosure* de riscos foi de Umbelino e Ponte (2018). O artigo investigou o nível de *compliance* dos requisitos de divulgação de fatores de risco das empresas brasileiras listadas na B3 no segmento Novo Mercado quanto aos itens de divulgação requeridos pela Instrução CVM nº 552/2014 através de uma pesquisa documental. Desse modo, foi coletada uma amostra de 122 empresas classificadas em 10 setores de atuação. Realizou-se uma análise de conteúdo dos formulários de referência e uma *checklist* para analisar o nível de *disclosure* de informações de risco. Constatou-se que as 122 empresas participantes evidenciaram em seus formulários de referência informações necessárias para a mitigação de riscos aos *stakeholders*. Além disso, o estudo adotou paralelamente uma análise setorial, observando uma variação de *disclosure* nos setores de Tecnologia da Informação (62,8%) e de Petróleo, Gás e Biocombustíveis (94,5%).

Em um contexto internacional, o trabalho de Alves e Graça (2013) aborda a divulgação de riscos de mercado para empresas portuguesas que integram o *Portuguese Stock Index* (PSI) 20. Assim, o objetivo do estudo foi verificar as práticas de divulgação de informação por parte das empresas listadas no PSI, por meio da análise de conteúdo de relatórios e contas referentes ao ano de 2010. Nesse estudo, as informações sobre risco divulgadas estão de acordo com a norma, porém, não são específicas quanto à realidade das empresas. Além disso, os autores afirmam que as empresas utilizam instrumentos derivativos para minimizar os riscos de mercado.

Partindo para evidenciação de riscos em contexto de crise, destaca-se o trabalho de Gasparetto e et al. (2018), que buscou analisar o conteúdo de evidenciação nos formulários de referência relacionado aos fatores de risco de 44 empresas do setor elétrico no

período de 2013 a 2015, em um momento de crise hídrica no Brasil. Os autores concluíram que as empresas praticamente não alteram suas políticas de evidênciação de um período para o outro. Além disso, notou-se uma padronização das informações divulgadas nos períodos analisados. Nesse sentido, os resultados também questionam se os fatores de risco realmente servem para dar suporte à tomada de decisão dos *stakeholders*.

No que se refere ao estudo da divulgação de riscos durante a pandemia da COVID-19, em um contexto internacional, o trabalho formulado por Loughran e McDonald (2020) examinou o Formulário 10-K da Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos (SEC), com intuito de verificar se antes da pandemia da COVID-19 as empresas públicas norte-americanas divulgavam informações a respeito de riscos pandêmicos para seus acionistas. O artigo constatou que menos de 21% dos registros contêm referências a riscos relacionados à pandemia. Ademais, os autores abordam a perspectiva de algumas empresas terem seus negócios impactados positivamente pela COVID-19, entretanto, a maioria das firmas apresentaram quedas no valor de suas ações, além do fato da pandemia ter afetado indiretamente setores específicos, causando interrupções no funcionamento do negócio. Isto é, as firmas deveriam ter considerado pandemias como eventos de risco a seus negócios.

O presente estudo relaciona-se com os demais por abordar a divulgação de riscos. No entanto, a partir de uma nova perspectiva, contextualizada pela COVID-19, enfatiza-se a questão da atualização dos Fatores de Risco relacionados a pandemias durante o período analisado. O estudo de Gasparetto e et al. (2018) observou que as empresas, mesmo em momentos de crise, praticamente não alteram suas políticas de evidênciação em relação aos períodos anteriores. Nesse contexto, Loughran e McDonald (2020) afirmam que menos de 21% das empresas públicas norte-americanas divulgavam riscos relacionados a uma pandemia antes da COVID-19. Portanto, busca-se entender, no contexto brasileiro, o que motivou as empresas a modificarem suas projeções de risco, passando a incluir pandemias e epidemias como possíveis eventos adversos ao negócio.

3 METODOLOGIA

3.1 Seleção da Amostra

Com o propósito de atingir o objetivo do artigo, foram selecionadas empresas de capital aberto brasileiras listadas na Bolsa de Valores do Brasil (B3) no ano de 2021. Essas firmas receberam orientações, por meio do Ofício Circular CVM/CNV/SEP/nº02/2020, a considerarem cuidadosamente os impactos da COVID-19 em seus riscos e incertezas. Desse modo, os dados para constituir a amostra do estudo foram obtidos através do site da CVM, a partir da observação das empresas que haviam evidenciado, ou não, pandemias ou epidemias como um risco a seu negócio em 2019, 2020 e 2021. No entanto, para o último ano, a coleta foi realizada até o mês de julho de 2021. Sendo assim, foram analisados os últimos Fatores de Risco divulgados para os respectivos anos, buscando a evidênciação de riscos pandêmicos por parte das empresas.

A coleta dos Fatores de Risco foi realizada de forma manual, devido à ausência de uma base de dados que contivesse todos as informações necessárias para o estudo. Assim, foi realizada uma análise de conteúdo que relacionasse as seguintes palavras como possíveis causadoras de eventos adversos à firma: “COVID-19”, “SARS”, “pandemia”, “doenças transmissíveis” e “epidemias”. Os demais dados necessários para o estudo foram coletados através da base de dados Economatica, exceto os Auditores Independentes, que foram coletados manualmente por meio do Formulário de Referência das empresas, e o *American Depositary Receipt* (ADR), coletado por meio do site *Top foreign sotcks* (2021).

A amostra inicial continha 394 empresas de capital aberto brasileiras, entretanto, foram excluídas 27 pois não possuíam informações contábeis necessárias para realização do estudo. Após isso, realizou-se mais um corte referente às empresas que não haviam divulgado Formulário de

Referência para o ano de 2020 (12 empresas), resultando em uma amostra final de 355 empresas, as quais poderiam ter evidenciado, ou não, pandemias em seus Fatores de Risco, conforme descrito na Tabela 3.

Optou-se por realizar análise univariada e multivariada para o ano de 2020, pois foi o ano em que as empresas sofreram os primeiros impactos da COVID-19.

Tabela 3: Composição da Amostra do Estudo – Ano de 2020

Quantidade de empresas de capital aberto	394	100%
(-) Empresas que não continham informações desejáveis	27	6,85%
(-) Empresas que não divulgaram Formulário de Referência (2020)	12	3,05%
(=) Amostra Final do Estudo	355	90,1%

Fonte: Elaborada pelos autores (2021).

3.2 Análise Univariada

Para a análise univariada, foi realizado o teste de diferença de média para variáveis métricas e o teste de proporções para variáveis *dummy*. Nesse sentido, devido à ausência de normalidade das variáveis métricas atestada por meio do teste *Shapiro Wilk*, surge o condicionamento para o teste de diferença de média não paramétricos (*Mann-Whitney U*), a fim de detectar se existem diferenças estatísticas significantes entre as variáveis representativas dos incentivos que levaram as empresas a divulgarem em seus Fatores de Risco pandemias como eventos adversos que podem impactar a empresa.

As hipóteses utilizadas para os testes de diferença de média foram:

H0 – Não existem diferenças significativas entre a métrica contábil (*proxies*) das empresas que divulgaram pandemias em seus Fatores de Risco localizados no Formulário de Referência para as empresas que não divulgaram pandemias em seus Fatores de Risco localizados no Formulário de Referência.

H1 – Existem diferenças significativas entre a métrica contábil (*proxies*) das empresas que divulgaram pandemias em seus Fatores de Risco localizados no Formulário de Referência para as empresas que não divulgaram pandemias em seus Fatores de Risco localizados no Formulário de Referência.

Além disso, foi realizado o teste qui-quadrado a fim de verificar se existem diferenças nas proporções entre as empresas que divulgaram, ou não divulgaram, pandemias em seus Fatores de Risco em relação às variáveis *dummies* utilizadas no estudo. As hipóteses a seguir foram testadas e utilizaram o teste de qui-quadrado.

H0 – Não existem diferenças na proporção de empresas que divulgaram ou não divulgaram riscos relacionados a pandemias em seus Fatores de Risco localizados no Formulário de Referência de acordo com o grupo analisado

H1 – Existem diferenças na proporção de empresas que divulgaram ou não divulgaram riscos relacionados a pandemias em seus Fatores de Risco localizados no Formulário de Referência de acordo com o grupo analisado.

3.3 Análise Multivariada

A análise multivariada (regressão logística) foi utilizada para verificar quais são os incentivos, em um cenário com diversas variáveis, que levaram as empresas a atualizarem seus Fatores de Risco e passarem a incluir riscos relacionados a pandemias. O modelo utilizado nesse estudo, foi:

$$RISCO = \beta_0 + \beta_1 AUDIT + \beta_2 CONTROL + \beta_3 TAMANHO + \beta_4 SETOR + \beta_5 RENT + \beta_6 INTERN + \beta_7 GOVERNANCA + \beta_8 ENDIV + \varepsilon$$

A variável dependente, RISCO, é uma variável dicotômica (*dummy*) a qual foi atribuído 0 (zero) para firmas que não continham riscos relacionados a pandemias em seus Fatores de Risco e 1 (um) para empresas que continham riscos relacionados a pandemias em seus Fatores de Risco. Em relação as variáveis explanatórias (independentes) presentes no modelo, as definições operacionais (*proxies*) escolhidas estão descritas na Tabela 4.

Tabela 4: Operacionalização das variáveis independentes

Variável	Sigla	Definição
Controlador	Control	Participação percentual do maior acionista no capital da empresa
Auditoria	Audit	1 se a empresa for auditada por uma 'Big Four' e 0 nos demais casos
Setor	Setor	1 se a empresa pertencer a um setor impactado pela pandemia de acordo com o Ministério da Economia e 0 nos demais casos
	Reg	1 se a empresa pertencer a um setor regulado (elétrico, bancário e seguros) e 0 nos demais casos
Tamanho	Tam_At	Logaritmo natural do ativo total do ano de 2020
	Tam_Rec	Logaritmo Natural da receita total do ano de 2020
Internacionalização	Inter	1 se a empresa comercializa ADR e 0 nos demais casos
Governança	Gov	1 se a empresa pertence ao novo mercado e 0 nos demais casos
Endividamento	Endiv	Passivo exigível dividido pelo Ativo total no ano de 2020
Rentabilidade	ROE	Lucro líquido dividido pelo Patrimônio Líquido do ano de 2020
	ROA	Lucro líquido dividido pelo ativo total do ano de 2020

Fonte: Elaborada pelos autores (2021).

Neste estudo, optou-se por utilizar duas formas de mensuração distintas para as variáveis "tamanho", "rentabilidade" e "setor", sendo que elas são alternadas no modelo utilizado. Sobre os setores mais impactados, foram considerados os setores mais afetados pela pandemia, segundo o Ministério da Economia (2020), os de atividades artísticas, transporte, serviços de alojamento, serviços de alimentação, fabricação de veículos, fabricação de calçados e comércio de veículos e peças.

As variáveis utilizadas no trabalho foram baseadas em estudos anteriores sobre divulgação. Nesse sentido, os estudos de Rufino e Monte (2014) e de Murcia e Santos (2009) afirmam que a divulgação de informações ocorre em maior nível nas empresas de capital diluído, pois visam reduzir a assimetria informacional dos usuários, ao contrário de empresas com capital concentrado, em que o poder de decisão está concentrado em um único indivíduo. O mesmo ocorre para empresas auditadas por *Big Four*, segundo Murcia e Santos (2009), grandes firmas de auditoria influenciam positivamente a divulgação de informações.

Em uma mesma perspectiva, as empresas pertencentes a setores regulados, em momentos de crise, são incentivadas por parte dos órgãos regulares a realizarem divulgações (SHIN, 2003). Situado em um momento atípico, o estudo de Avelar e Ferreira (2020) aponta que os setores foram afetados de forma distinta pela pandemia. Nesse caso, espera-se que esses setores incluam mais riscos relacionados a pandemias em seus Formulários de Referência.

A variável tamanho da empresa faz com que ela tenha menores problemas em relação ao custo de produção de informações, já que muitas delas são produzidas para facilitar a gestão e reduzir a assimetria informacional entre os usuários (VERRECCHIA, 2001). Nesse sentido, empresas maiores tendem a divulgar mais informações de modo discricionário (RUFINO; MONTE, 2014). O mesmo acontece para empresas que comercializam suas ações em outras bolsas de valores, pois têm maiores incentivos para divulgar informações de forma voluntária devido à assimetria informacional gerada pelas exigências de divulgação presentes em cada país.

O nível de governança Novo Mercado apresenta exigências de determinados mecanismos que garantem aos acionistas um maior nível de confiabilidade nos investimentos, devido à transparência das informações prestadas (MURCIA; SANTOS, 2009). No entanto, Verrecchia (2001) e Dye (2001) afirmam que as empresas só irão divulgar informações de forma voluntária se elas trouxerem benefícios para a empresa, por isso, empresas com maiores endividamentos tendem a publicar menor quantidade de informações do que empresas com menores endividamentos, justamente pela capacidade de benefícios a serem gerados. De forma análoga, pelo mesmo motivo, empresas com maiores rentabilidades tendem a divulgar mais do que empresas com menores rentabilidades.

Para as análises estatísticas, foi utilizado o *software Stata 15*. Além disso, o nível de significância adotado no estudo foi o de 5%.

4 RESULTADOS

4.1 Divulgação dos Fatores de Risco

A Tabela 5 apresenta o total de empresas que divulgaram fatores de risco nos anos de 2019, 2020 e 2021. De um total de 329 empresas, apenas 23 evidenciaram riscos relacionados a pandemias para o ano de 2019, ou seja, um percentual de 6,99%. Assim, percebe-se que as empresas de capital aberto brasileiras não possuíam o hábito de evidenciar em seus Fatores de Risco possíveis efeitos adversos gerados por pandemias em seus negócios. Esse resultado corrobora com o estudo de Loughran e McDonald (2020), em que menos de 21% das empresas públicas norte-americanas divulgavam riscos relacionados a uma pandemia antes da COVID-19. Assim, no contexto brasileiro, essa evidenciação se mostrou ainda menor.

No entanto, para o ano de 2020, após a chegada da COVID-19, o nível de divulgação de riscos pandêmicos aumentou entre as empresas brasileiras. Nesse sentido, de um total de 355 empresas, 232 divulgaram pandemias como um possível evento adverso ao seu negócio em seus Fatores de Risco, isto é, o percentual aumentou para 65,35%. Esse cenário se repetiu para o ano de 2021, de um total de 365 empresas, 275 (75,34%) evidenciaram riscos pandêmicos, o que mostra um novo aumento.

Sendo assim, observa-se que mais de 90% das empresas não divulgaram riscos relacionados a pandemias em 2019. Entretanto, grande parte delas passaram a evidenciar esse tipo de risco após a chegada da COVID-19. Nesse caso, este estudo apresenta resultados distintos daqueles encontrados por Gasparetto e et al. (2018), pois em um momento de crise sanitária gerada pela COVID-19, as firmas alteraram suas políticas de evidenciação de risco em relação a períodos anteriores.

É válido ressaltar que a diferença da amostra final entre os anos abordados está relacionada às empresas que não divulgaram Formulário de Referência para os respectivos anos.

Tabela 5: Divulgação dos Fatores de Risco

	2019	%	2020	%	2021	%
Amostra Final	329		355		365	
Empresas que divulgaram Fatores de Risco relacionados à pandemia	23	6,99%	232	65,35%	275	75,34%
Empresas que não divulgaram Fatores de risco relacionados à pandemia	306	93,01%	123	34,65%	90	24,66%

Fonte: Elaborada pelos autores (2021).

4.2 Análise Preliminar dos Incentivos para a divulgação (Estatística Univariada)

Na Tabela 6 são apresentados os resultados do teste de diferença de médias entre as variáveis explanatórias utilizadas no estudo de acordo com a divulgação, ou não, de Fatores de Risco associados a pandemias. Sendo assim, de acordo com os dados encontrados, a variável tamanho da empresa (porte) se mostrou significativa, ou seja, existem evidências que essa variável é diferente para empresas que divulgaram pandemias em seus fatores de risco e para empresas que não divulgaram. Nesse sentido, as empresas que divulgaram esse tipo de risco possuíam maior porte em comparação às empresas

que não divulgaram. Por fim, ressalta-se que o tamanho apresentou médias estatisticamente distintas nas duas abordagens utilizadas, ativo e receita, a um nível de significância de 1%.

Esse resultado mostra-se compatível com as abordagens trazidas pelos trabalhos de Rufino e Monte (2014) e de Verrecchia (2001), já que empresas de grande porte possuem maior exposição pública e, conseqüentemente, maiores incentivos para divulgar de maneira discricionária. Além disso, esse tipo de firma não costuma ter problemas relacionados ao custo de produção de informações para divulgação, já que elas são eventualmente produzidas para auxiliar a gestão do negócio. Devido a isso, firmas que já previam pandemias como possíveis riscos poderiam estar mais preparadas para enfrentar a COVID-19.

Tabela 6: Teste de Diferença de Média para variáveis quantitativas

Variável	n	Valor médio			Estatística	Significância
		Total	Divulgaram	Não Divulgaram		
CONTROL	355	39,8	37,5	44,2	2,133	0.032**
TAM_ATIVO	355	14,9	15,5	13,7	-7,518	0.000***
TAM_RECEITA	355	13,7	14,4	12,3	-7,684	0,000***
ENDIVIDAMENTO	355	0,98	0,7	1,4	1,261	0.207
ROA	355	-0,04	0,01	-0,13	0,446	0.655
ROE	355	0,17	0,22	0,14	1,741	0.081

Nota: ***1% **5. Fonte: Elaborada pelos autores (2021).

A variável acionista controlador também se mostrou significativa na análise univariada. Isto é, empresas que possuíam acionistas com grandes percentuais relativos ao capital social evidenciaram menos riscos relacionados a pandemias em seus Fatores de Riscos em comparação com firmas que possuíam o controle acionário diluído. No entanto, esse tipo de ação dificilmente ocorreria em empresas com controle acionário disperso, pois a divulgação de informações tem o intuito de reduzir a assimetria informacional entre os usuários (MURCIA; SANTOS, 2009).

Em relação à Tabela 7, os dados apresentados demonstram que a variável governança corporativa é relevante quando tratamos da evidenciação de riscos referentes a pandemias. Dentre o grupo de empresas que divulgaram esse tipo de risco, houve um maior número de firmas do Novo Mercado em comparação às que não evidenciaram pandemias como possível evento adverso ao negócio. Assim, destaca-se, adicionalmente, que empresas classificadas no Novo Mercado possuem maior transparência, ou seja, boas práticas na administração do negócio.

Tabela 7: Teste de Diferença de Proporções (qui-quadrado) para variáveis *dummy*

	Valor	Não divulgou	Divulgou	Total	X2	Sig.
Governança	0	95	84	179	54,12	0,000***
	1	25	148	176		
	Total	123	232	355		
	Valor	Não divulgou	Divulgou	Total	X2	Sig
Setor	0	105	206	311	0,869	0,351
	1	18	26	44		
	Total	123	232	355		
	X2	Significância				
Valor	Não divulgou	Divulgou	Total	X2	Sig	
Internacionalização	0	115	189	304	9,456	0,002***
	1	8	43	51		
	Total	123	232	355		
	Valor	Não divulgou	Divulgou	Total	X2	Sig

Tabela 7: continuação...

	Valor	Não divulgou	Divulgou	Total	X2	Sig.
Auditoria	0	70	43	113	54,55	0,000***
	1	53	189	242		
	Total	123	232	355		
Setor Regulado	Valor	Não divulgou	Divulgou	Total	X2	Sig
	0	97	188	285	0,23	0,640
	1	26	44	70		
	Total	123	232	355		

Fonte: Elaborada pelos autores (2021).

Outra variável relevante no teste de diferença de proporções foi a de internacionalização, isto é, empresas que comercializam ADR. Nesse caso, existem diferenças significativas entre as empresas que possuem ações negociadas em bolsas internacionais relativas à divulgação, ou não, de riscos relacionados a pandemias. Sendo assim, a maioria das empresas listadas em bolsas internacionais, neste estudo, evidenciaram em seus Fatores de Risco esse tipo de evento. Esse resultado corrobora com o encontrado por Murcia e Santos (2009), ao evidenciar que empresas possuidoras de títulos e valores mobiliários negociados em outras bolsas possuem maior nível de divulgação voluntária de informação.

A variável auditoria também se mostrou significativa para análise da divulgação de riscos pandêmicos. Desse modo, no grupo de empresas que evidenciaram pandemias em seus Fatores de Risco, observou-se um maior número de empresas auditadas por *Big Four*. Por outro lado, as demais variáveis não se mostraram relevantes para o estudo, ou seja, não influenciaram a divulgação de riscos.

4.3 Análise Multivariada Utilizando o Modelo de Regressão Logística

A Tabela 8 apresenta os resultados da estatística multivariada, baseada no modelo *logit* proposto. Por meio da análise multivariada, constatou-se que as variáveis auditoria, tamanho, medida pelo ativo e pela receita, e governança foram variáveis significantes. Sendo assim, elas foram determinantes para explicar a divulgação de Fatores de Risco associados a pandemias nas empresas de capital aberto brasileiras. Esse resultado corrobora com a Análise Univariada, feita anteriormente, em que essas variáveis também se mostraram significantes.

Nesse sentido, a variável auditoria indica que quando as demais variáveis foram constantes, grande parte das empresas auditadas por *Big Four* evidenciou pandemias em seus Fatores de Risco. Na análise multivariada, a auditoria mostrou-se relevante em todos os modelos.

Tabela 8: Resultado dos testes do modelo de regressão logística

Variáveis	(1) Modelo	(2) Modelo	(3) Modelo	(4) Modelo	(5) Modelo	(6) Modelo	(7) Modelo	(8) Modelo
CONTROL	-0.003 (0.005)	-0.001 (0.006)	-0.003 (0.005)	-0.003 (0.005)	-0.003 (0.005)	-0.003 (0.005)	-0.001 (0.006)	-0.003 (0.005)
AUDIT	0.888*** (0.306)	0.942*** (0.311)	1.076*** (0.296)	1.086*** (0.304)	0.895*** (0.302)	1.059*** (0.295)	0.953*** (0.307)	1.072*** (0.302)
SETOR	-0.197 (0.407)		-0.351 (0.399)		-0.198 (0.411)	-0.360 (0.401)		
TAM_AT	0.364*** (0.081)	0.408*** (0.087)			0.356*** (0.080)		0.399*** (0.086)	
INTERN	-0.315 (0.466)	-0.252 (0.470)	0.00597 (0.467)	0.0489 (0.472)	-0.275 (0.468)	0.0436 (0.470)	-0.219 (0.472)	0.0821 (0.474)
GOV	1.523*** (0.300)	1.430*** (0.308)	1.418*** (0.299)	1.410*** (0.306)	1.495*** (0.299)	1.386*** (0.299)	1.406*** (0.307)	1.382*** (0.306)
ENDIV	-0.109 (0.161)	-0.101 (0.161)	-0.068 (0.143)	-0.068 (0.144)	-0.219 (0.211)	-0.216 (0.217)	-0.188 (0.209)	-0.204 (0.215)
ROE	0.0306 (0.0414)	0.0281 (0.042)	0.0206 (0.040)	0.017 (0.041)				
REG		-0.629 (0.380)		-0.044 (0.359)			-0.614 (0.380)	-0.0401 (0.358)
TAM_REC			0.264*** (0.0655)	0.261*** (0.0653)		0.260*** (0.065)		0.258*** (0.064)
ROA					-0.622 (0.748)	-0.646 (0.731)	-0.515 (0.759)	-0.600 (0.728)
Constante	-5.65*** (1.211)	-6.31*** (1.301)	-3.96*** (0.938)	-3.97*** (0.937)	-5.45*** (1.198)	-3.79*** (0.930)	-6.121*** (1.290)	-3.814*** (0.930)
R ² ajustado	23,96	26,31	25,19	25,05	25,78	25,30	26,30	25,13

Fonte: Elaborada pelos autores (2021). Nota: *** p<0.01, ** p<0.05,

O tamanho, mensurado pelo ativo e pela receita, também se mostrou uma variável significativa. Dessa maneira, quando as demais variáveis foram mantidas constantes, o tamanho da empresa influenciou a divulgação de riscos pandêmicos, isto é, quanto maior o tamanho da empresa, maior a probabilidade de ter havido evidenciamento de informações relacionadas à pandemia em seus Fatores de Risco. Sendo assim, tanto a análise univariada quanto a multivariada indicam que, independente da métrica utilizada para avaliar, o tamanho apresentou significância nesse estudo.

Destarte, a variável governança apresentou significância na análise multivariada. Ou seja, quando as demais variáveis foram mantidas constantes, a empresa pertencer ao nível de governança denominado Novo Mercado influenciou a sua divulgação de riscos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do artigo foi identificar o que motivou as empresas de capital aberto listadas na B3 a englobarem riscos pandêmicos ou epidêmicos em seus Fatores de Risco, referente ao ano de 2020, ou seja, após a chegada da COVID-19. Para a formulação do estudo, foram coletados os últimos Fatores de Risco que as empresas divulgaram referentes aos anos de 2019, 2020 e 2021. Assim, para atingir o objetivo principal do artigo, foram realizadas análises dos dados utilizados através de testes estatísticos univariados e multivariados.

Destaca-se que no ano de 2020 as empresas de capital aberto brasileiras receberam orientações da CVM solicitando que as Companhias e seus Auditores Independentes considerassem cuidadosamente os impactos da COVID-19 em seus riscos e incertezas. Nesse sentido, a pesquisa constatou que apenas 6,99% das empresas analisadas divulgavam pan-

demias em seus Fatores de Risco referentes ao ano de 2019. Entretanto, em relação a 2020, esse percentual aumentou para 65,35%, e, em 2021, essa variação também foi positiva, chegando a 75,34%. Assim, o resultado difere daqueles encontrados por Gasparetto e et al. (2018), pois em um momento de crise sanitária gerada pela COVID-19, as firmas alteraram suas políticas de evidenciamento de risco em relação a períodos anteriores.

Na análise dos incentivos para a evidenciamento de pandemias nos Fatores de Risco da empresa, o teste multivariado demonstrou que as variáveis auditoria, tamanho (medido pelo ativo e pela receita) e governança corporativa foram significantes para determinar a divulgação de informações de risco. Dessa maneira, as empresas auditadas por *Big Four* evidenciaram mais riscos relacionados a pandemias, assim como as empresas participantes do Novo Mercado e as empresas consideradas maiores. A variável tamanho também foi significativa no trabalho de Murcia e Santos (2009).

Desse modo, como contribuição do estudo, destaca-se: a análise da evidenciamento de riscos relacionados a pandemias em um momento anterior e após a disseminação da COVID-19 pelas empresas listadas na B3. Além disso, o estudo traz uma abordagem das variáveis que influenciaram a divulgação sobre riscos no Formulário de Referência.

As limitações do trabalho envolvem o período analisado, limitado somente a um, além de não analisar a qualidade da informação prestada pelas empresas. Nesse contexto, sugere-se que outros trabalhos pesquisem a evidenciamento de riscos pandêmicos para anos anteriores a 2019, já que o Brasil também passou por crises sanitárias envolvendo doenças como H1N1, Zika, entre outras. Destarte, também é relevante estudar se após o fim da pandemia da COVID-19 as empresas continuarão a evidenciar pandemias como um risco aos seus negócios.

REFERÊNCIAS

- ALVES, M. T. V. D.; GRAÇA, M. L. Divulgação de informação sobre o risco de mercado: um caso de empresas do PSI20. *Revista Universo Contábil*, [S. l.], v. 9, p. 164-183, 2013.
- AMEER, R.; OTHMAN, R. Masked risk disclosure: Evidence from Malaysian listed firms. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, p. 57-69, 2009.
- AVELAR, E. A.; FERREIRA, P. O.; FERREIRA, C. D. O. Covid-19: Análise dos Efeitos e das Medidas Adotadas pelas Companhias Abertas Brasileiras Frente à Pandemia. In: *XX USP International Conference In Accounting*, 29 a 31 de julho de 2020. Anais... São Paulo: Fipecafi, 2020.
- BEUREN, I. M.; DALLABONA, L. F.; DANI, A. C. Disclosure de informações sobre gestão de riscos e controle interno pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Economia e Administração*, v. 10, n. 1, p. 45-65, jan./mar. 2011.
- CHOUHY, M.; GALAI, D.; MARK, R. *Gerenciamento de risco: abordagem conceitual e prática: uma visão integrada dos riscos de crédito, operacional e de mercado*. São Paulo: Qualitymark, 2004.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 480, 07 dez. 2009.
- COMITÉ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. *CPC 48 - Instrumentos Financeiros*. [S. l.], p. 132. 2016.
- DUARTE JÚNIOR, A. M. Risco: definições, tipos, medição e recomendações para seu gerenciamento, *Revista Resenha BM&F*, v. 114, p. 25-33, São Paulo, 1996.
- DYE, R. An Evaluation of 'Essays on Disclosure' and the Disclosure Literature in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p. 181-235, dec. 2001.
- GASPARETTO, et al. Evidenciamento dos Fatores de Riscos de Companhias Elétricas Diante de uma Crise. In: *XX USP International Conference In Accounting*, julho 2018. Anais... São Paulo: Fipecafi, 2018.
- GOULART, A. M. C. *Evidenciamento Contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.
- HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Assimetria de informação, divulgação corporativa e os mercados de capitais: uma revisão da literatura de divulgação empírica. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.
- KLANN, R. C.; KREUZBERG, F.; BECK, F. Fatores de risco evidenciados pelas maiores empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Gestão Ambiental e Sustentabilidade - GeAS*, v. 3, n. 3, p. 78-89, set./dez. 2014.
- KNAFLIC, C. N. *Storytelling com dados: Um guia sobre visualização de dados para profissionais de negócios*. [S. l.]: ALTA BOOKS, 2019.
- LINSLEY, P. M.; SHRIVES, P. J.; CRUMPTON. Risk disclosure: An exploratory study of UK and Canadian banks. *Journal of Banking Regulation*, v. 7, p. 268-282, 2006.
- LOUGHRAN, T.; MCDONALD, B. Management Disclosure of Risk Factors and COVID-19. *SSRN*, 13 abr. 2020.
- LUCENA, W. G. L.; SIQUEIRA, D. A Divulgação das Informações dos Fatores de Risco e o Value Relevance no Novo. In: *XX USP International Conference In Accounting*, 29 a 31 de julho de 2020. Anais... São Paulo: Fipecafi, 2020
- MARSHALL, C. *Medindo E Gerenciando Riscos Operacionais Em Instituições Financeira*. [S. l.]: Qualitymark, 2002.
- MINISTÉRIO DA ECONOMIA. Governo Federal. *Ministério da Economia divulga lista dos setores mais afetados pela pandemia da Covid-19 no Brasil*, 15 set. 2020. Disponível em: <https://bit.ly/3xpsusi>. Acesso em: 01 ago. 2021.
- MURCIA, F. D. R.; SANTOS, A. D. Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, Brasília, v. 3, n. 2, p. 72-95, mai./ago. 2009.
- OPAS - ORGANIZAÇÃO Pan-Americana de Saúde. Histórico da pandemia de COVID-19, 2020. Disponível em: <https://bit.ly/3p6U9ue>. Acesso em: 26 nov. 2021.
- PASSOS, L. C. et al. Disclosure dos Riscos de Mercado e o Custo de Capital das Empresas. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, v.14, n.3, p.169-184, 2017.
- ROVER, S. et al. Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando a análise de regressão em painel. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 47, n. 2, p. 217-230, 2012.
- RUFINO, M. A.; MONTE, P. A. D. Fatores que Explicam a Divulgação Voluntária das 100 Empresas com Ações Mais Negociadas na BM&FBOVESPA. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 3, set./dez. 2014.
- SÁNCHEZ, L. E. Gerenciamento ambiental e a indústria de Mineração. *RAUSP Management Journal*, v. 29, n. 1, p. 67-75, 1994. Disponível em: <https://bit.ly/3rcvYgB>. Acesso em: 26 nov. 2021.
- SHIN, H. S. Disclosures and Asset Returns. *The Econometric Society*, v. 71, p. 105-133, jan. 2003. Disponível em: <https://bit.ly/3DSzaSa>. Acesso em: 26 nov. 2021.
- TOP FOREIGN STOCKS. The complete list of Brazilian ADRs. Disponível em: <https://bit.ly/3FPSrEn>. Acesso em: 26 nov. 2021.
- UMBELINO, W. L.; PONTE, V. M. R. *Disclosure de fatores de risco: uma análise nas empresas brasileiras listadas no novo mercado*. 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Fortaleza, 2018. Disponível em: <https://bit.ly/3xsSenD>. Acesso em: 26 nov. 2021.
- VERRECCHIA, R. E. Essays on Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, dez. 2001.