

# **EVIDENCIAÇÃO DE RISCOS E A RELAÇÃO COM A GOVERNANÇA CORPORATIVA EM CONCESSIONÁRIAS DE RODOVIAS BRASILEIRAS**

**Márcia Zanievicz da Silva, Dr.**

Universidade Regional de Blumenau (FURB)

marciaza@gmail.com

**Claudiane Michaltchuk Granemann**

Universidade Regional de Blumenau (FURB)

ccc.unc@gmail.com

**Dalana Fischer**

Universidade Regional de Blumenau (FURB)

dalana.fischer16@gmail.com

**Área Temática:** Desenvolvimento social, economia solidária e políticas públicas.

## **RESUMO**

As privatizações de modo geral e aqui se destacam as privatizações de rodovias, tem papel importante no desenvolvimento do país, pois viabilizam a execução de serviços que prioritariamente seriam do estado, vislumbrando o aumento da qualidade de execução destes. Por outro lado, essas concessões potencializam a importância de aspectos relativos à mitigação de riscos. Neste contexto, o estudo analisa a relação entre a evidenciação de riscos contidos nos relatórios da administração e nas notas explicativas das concessionárias de rodovias em relação às características da Governança Corporativa. A pesquisa delineou-se através de um estudo descritivo, documental e com uma abordagem quantitativa, utilizando como parâmetro os sete componentes da gestão de riscos sugeridos através do modelo COSO (2004). A amostra compreendeu as dezenove empresas do segmento de Exploração de Rodovias, listadas na BM/BOVESPA, no ano de 2015. Os principais resultados apontaram uma relação inversa entre a variável de governança corporativa presença de comitê de auditoria e o grau de evidenciação de riscos.

**Palavras-Chave:** Gerenciamento de Riscos. COSO. Relatório da Administração. Notas Explicativas. Governança Corporativa.

## **1 INTRODUÇÃO**

Os riscos permeiam as atividades empresariais e relacionam-se com a probabilidade de ocorrência de determinados resultados em relação ao que dela se espera (ASSAF NETO, 2003). A mesma probabilidade pode ser combinada com a magnitude dos ganhos ou das perdas envolvidos na organização (MINETO, 2005).

Desse modo, percebe-se a importância de gerir os riscos, no sentido que estes podem contribuir para propiciar maior confiança em relação à organização (KLOMAN, 1992). A gestão de risco colabora para o alcance da estrutura ótima de capital, e o seu principal objetivo está em eliminar a probabilidade de grandes prejuízos, que possam acarretar a falência da empresa (STULZ, 1996).

Para o setor privado, gerir os riscos é evidentemente importante, logo que seu empreendimento precisa ser rentável o suficiente para cobrir os altos investimentos relativos à operação (ZONATTO; BEUREN, 2010). Na esfera pública, um dos setores que necessita de maior volume de investimentos, é o de infraestrutura, e este disputa recursos com setores prioritários à sociedade, tais como saúde e educação (DAL MAGRO; FELIPIN; FERNANDES, 2015). Logo, a participação privada, como nas concessões e privatizações, pode auxiliar a qualidade dos serviços públicos nos países em desenvolvimento (AMORELI, 2009). O aumento da participação privada na execução de investimentos de infraestrutura aumenta a relevância dos aspectos relativos à diminuição do grau de incerteza e da mitigação de riscos, inclusive na implementação de mecanismos e instrumentos como a própria gestão de riscos (PENA, 2008).

Não obstante, percebe-se também a importância da governança corporativa, a qual se define como um conjunto de mecanismos através dos quais os investidores garantem que obterão para si o retorno sobre seus investimentos (SHLEIFER; VISHNY, 1997; SILVERIA, 2002). Para os acionistas e outras partes interessadas, é imprescindível compreender o perfil de risco da empresa, receber informações sobre os tipos de riscos ao qual a organização está exposta e a forma como são gerenciados (LINSLEY; SHRIVES; PHILIP, 2005).

Portanto, com relação à divulgação, a transparência corporativa pode ser identificada na ampla disponibilidade de informações relevantes e confiáveis acerca do desempenho da empresa, de sua posição financeira, sobre as oportunidades de investimento, sua governança, valor e o risco (BUSHMAN; SMITH, 2003). Porém a mera divulgação não proporciona transparência, a menos que as informações divulgadas sejam realmente úteis (LINSLEY; SHRIVES; PHILIP, 2005).

Frente ao exposto, destaca-se a seguinte questão que norteia a realização desta pesquisa: Qual a relação entre o nível de evidenciação de riscos e as principais características da governança corporativa em concessionárias de rodovias? Esse estudo tem o intuito de responder a questão apresentada com o objetivo de analisar a relação existente entre o nível de evidenciação de riscos e as principais características da governança corporativa nas concessionárias de rodovias.

Uma das justificativas para o estudo pauta-se na importância da governança corporativa, a qual está relacionada com a promoção de segurança aos acionistas e interessados, com a intenção de mantê-los agregados ao negócio, dela vem à necessidade de propiciar uma gestão capaz de proteger os interesses dos seus acionistas

(IBGC, 2010). E em relação às privatizações, Shleifer e Vishny (1997) comentaram que nos países menos desenvolvidos há poucos mecanismos de governança corporativa. O que corrobora com o estudo de Araújo Almeida (2008), o qual enfatiza que os processos de privatizações, fusões e aquisições, e o aumento efetivo dos fundos de pensão contribuem para ampliar a preocupação com os estudos sobre governança corporativa.

Em pesquisas internacionais a relação de assunção de riscos e efetividade na captação de recursos privados também é abordada como no estudo de Gremsey e Lewis (2002), também a pesquisa de Thomson (2005) que apontou nos resultados um dos fatores chave para o sucesso destas parcerias a transparência, ainda Torrijós (2006), que abordou sobre projetos de financiamentos em parcerias público privadas, destacando que estas já mitigam parte dos riscos nos próprios contratos, e Pérez (2011) que destacou como vantagem a redução da incerteza sobre o tratamento das contas públicas.

Sobre os modelos para gestão de riscos, o COSO destaca-se, entre outros, como um dos mais aceitos e conhecidos a nível mundial (MAIA et. al., 2005). O comitê do COSO (The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission Comitê) trata-se de uma entidade sem fins lucrativos, que atua em prol da melhoria das demonstrações financeiras das organizações. Criado em 1992 nos Estados Unidos, com enfoque principal nos controles internos, em revisão no ano de 2004 passou a ter um enfoque maior na gestão de riscos (MAIA et. al., 2005).

## **2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

Neste capítulo, apresentam-se inicialmente os aspectos relacionados à gestão de riscos corporativos, na sequência, aborda-se sobre a governança corporativa. Posteriormente apresentam-se estudos anteriores, assuntos estes que sustentam o desenvolvimento e resultados desta pesquisa.

### **2.1 Gestão De Riscos Corporativos**

Os riscos são inerentes as atividades empresariais, e gerenciá-los possibilita proporcionar uma melhor *performance* a organização, inclusive financeira. Logo, esse gerenciamento tem relação com os ganhos e perdas, e descreve-se como um evento, esperado ou não, que é capaz de impactar no capital como também nos ganhos de uma organização (TRAPP; CORRAR, 2005).

A gestão de riscos tem sua relevância no que se refere a minimizar prejuízos e reduzir a sua ocorrência o que impactaria nos resultados das operações (HOPE, 2002).

Porém, é necessário considerar que as empresas atuam em ambientes de incertezas, onde o mercado sofre impactos por ofertas e procura de clientes e concorrentes que possuem forças para alterar o cenário econômico (HOPE, 2002). Ainda, enfatizando a importância de gerir os riscos, Malleta e Coelho (2005) comentam que o risco pode ser visto, ao longo dos últimos anos, como grande preocupação para os investidores, que juntamente com as organizações estão cada vez mais direcionando atenção ao nível de risco aos quais seus investimentos estão submetidos.

O gerenciamento de riscos, de acordo com o COSO (2004), é um processo conduzido, tanto pelo conselho de administração, quanto pelos diretores e demais empregados, e é utilizado para estabelecer estratégias, com intuito de identificar eventos que possam afetar a organização. No modelo proposto pelo COSO pode-se destacar que o risco é algo que foge do planejado e relaciona-se com as opções tomadas conforme a aptidão a risco da empresa. Porém o modelo não traz uma tipificação de quais seriam esses tipos de riscos, mas propõe um ambiente de controle compatível com seus objetivos, tendo uma estrutura abrangente, incluindo os controles e procedimentos para divulgação e os utilizados para emissão dos relatórios financeiros (MAIA et al., 2005).

Para identificar esses eventos relacionados aos riscos é necessário realizar uma busca nos ambientes internos e externos, a fim de verificar quais fatos podem influenciar nas estratégias adotadas pela organização (COSO 2004). Desse modo, a literatura tem discutido sobre quais são essas categorias e há uma classificação que está sendo mais utilizada, a qual divide os riscos em sete categorias: Risco Operacional, Risco de Mercado, Risco Legal, Risco Estratégico, Risco de Crédito, Risco de Liquidez e Risco de Imagem. (FERNANDES; SOUZA; FARIA, 2010; GONÇALVES; BRAGA, 2008; GOULART, 2003; JORION, 2006; LAUDELINO, 2008; MARTIN; SANTOS; DIAS FILHO, 2004; MARSHALL, 2002; ZONATTO; BEUREN, 2010). No quadro 1, são apresentados esses riscos e os principais conceitos utilizados com seus respectivos autores.

**Quadro 1- Categorias de Riscos**

TIPO DE RISCO	AUTOR E ANO	CONCEITO
Risco Operacional	Crouhy, Galai e Mark (2005). Fernandes, Souza e Faria (2010).	São as perdas resultantes de falhas gerenciais, de sistemas de controles, fraudes ou erros, incluindo as possíveis falhas que podem ocorrer nos controles internos.

Risco de Mercado	Marshall (2002) Fernandes, Souza e Faria (2010).	Refere-se aos riscos das perdas nas oscilações em variáveis econômicas e financeiras. Podem ser decorrentes da movimentação de qualquer ativo que possa afetar a atividade da empresa o seu preço de mercado.
Risco Legal	Moraes (2003) Zonatto e Beuren (2010)	Relaciona-se com perdas provenientes da inobservância de dispositivos legais ou regulamentos, são relativos a possíveis questionamentos jurídicos, e também com a legitimidade da organização.
Risco Estratégico	Marshall (2002) Moraes (2003)	Os riscos de se implementar uma estratégia mal sucedida e a possibilidade de perdas pelo insucesso da estratégia.
Risco de Crédito	Marshall(2002) Jorion (2006)	Estão relacionados com o grau de incerteza de uma operação de crédito. São as flutuações de lucro (...) inadimplência. Incapacidade de cumprir suas obrigações contratuais.
Risco de Liquidez	Martin, Santos e Dias Filho (2008) Gonçalves e Braga(2008).	O descasamento do ativo e do passivo afetando sua capacidade de pagamento. A impossibilidade de a empresa liquidar ativos ou obter financiamentos e pode ser caracterizado pela insuficiência de recursos.
Risco de Imagem	Stuchi (2003) Zonatto e Beuren(2010)	Decorre da veiculação de informações que denigram a imagem da empresa. A possibilidade de perdas pela reputação desgastada, relaciona-se com a imagem da empresa frente a sociedade.

Fonte: Elaborado pelos Autores

Essa classificação confirma que a gestão de risco está diretamente relacionada com a confiança para com a organização, destacando a sua importância (KLOMAN, 1992). Outro fator está relacionado com o fato de o empreendimento precisa ser rentável o suficiente para cobrir os altos investimentos relativos à operação (ZONATTO; BEUREN, 2010).

Alguns pesquisadores têm dedicado atenção ao tema, como Laudelino (2008) que investigou a qualidade da evidenciação de riscos nas empresas do setor de energia elétrica, e conclui que embora algumas empresas tenham atingido melhores graus de satisfação na evidenciação de seus riscos, o nível de evidenciação geral admite melhorias no que se refere à satisfação das necessidades de informação dos investidores. Também Zonatto e Beuren (2010) em sua pesquisa identificaram as categorias de riscos evidenciadas nos Relatórios de Administração das empresas brasileiras com emissão de *American Depositary Receipt* - ADRs, seus principais resultados mostram que não há padronização nos tipos de riscos evidenciados, a predominantemente evidenciada foi risco operacional e a não encontrada foi riscos de imagem.

Em sua pesquisa, Ching e Colombo (2012) buscaram avaliar o nível de evolução da gestão de risco nas empresas brasileiras e suas ações no sentido de gerenciar os

riscos dos seus negócios, nos resultados concluíram que a maioria das empresas da amostra encontra-se ainda no nível básico de evolução.

## **2.2 Governança Corporativa**

A governança corporativa pode ser definida como um mecanismo de proteção a investidores externos, que a utilizam contra expropriações dos internos (LA PORTA, 2000). Assim ela se classifica como um conjunto de mecanismos ou conceitos que comandam o processo decisório interno dentro da empresa, fazendo com que o controle atue em prol das partes com direitos legais sobre a companhia, aumentando a garantia de que irão obter o retorno sobre o seu investimento (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

Os estudos de governança corporativa se iniciaram através da separação entre controle e propriedade, passando, com o decorrer dos anos, para o olhar contratual e a ótica dos conflitos de agência, abrangendo questões como o comportamento oportunista dos gerentes, racionalidade limitada, e assim chegando aos estudos mais recentes sobre a divisão de poder, desempenho e responsabilidade (APREDA, 2001).

Diante disso, a relação entre as estruturas de governança corporativa e o desempenho das organizações vem sendo o foco da grande parte das pesquisas no Brasil e no mundo (SILVEIRA, 2003; OKIMURA ET AL., 2007; LEE E LIN, 2010). A sua análise, juntamente com a transparência da administração é um elemento chave para compreender as organizações, além de ser apontada como um indicador de confiança para os investidores considerarem em seu processo de decisão de investimento (MENDES DA SILVA; GRZYBOVSKI, 2008).

Conforme Carvalho (2012) a governança corporativa surge como forma de criar um conjunto eficiente de mecanismos objetivando assegurar que os gestores comportem-se de acordo com os interesses da empresa. Logo que, esse é um problema de gestão que pode ser visualizados através do desvio do objetivo de priorizar a preferência dos proprietários em detrimento de preservação dos interesses dos gestores (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003).

Neste contexto, o exercício das atribuições de governança nas organizações depende da inserção de um sistema de identificação, avaliação e controle de riscos que envolvem a gestão dos recursos nela aplicados. Portanto a eficiência na governança corporativa proporciona a organização além de maior controle a redução dos riscos (MARTINS; SANTOS; DIAS FILHO, 2004). Pode-se verificar assim a existência de uma relação inversa entre governança corporativa e riscos, sugerindo que a empresa que

possui boas práticas de governança corporativa possui menor o risco (KALLAMU E MOHDSAAT, 2014).

Para Bhimani (2009) é inepto reputar o controle de gestão como sendo separado e independente da gestão dos riscos ou de preocupações que cercam a governança corporativa. Dessa forma, para Fernandes et. al, (2009) existe um esforço em melhorar as práticas de governança de modo a minimizar os riscos operacionais e financeiros, pois os conceitos de risco e governança são construções sociais moldados pelos contextos em que habitam. Assim, conhecer os riscos assumidos e informá-los aos seus investidores é um dos elementos da governança corporativa.

Porém, ao analisar a transparência em relação ao controle interno, não há um consenso se a implementação destes controles seria complementar ou substituiria a transparência. Tendencialmente quanto maior for à adoção de controles internos, maior será o nível de transparência (JENSEN e MECKLING, 1976).

Importante destacar também o papel da governança da informação contábil, logo que, ela serve como um dos instrumentos de monitoramento dos gestores da empresa pelos investidores (BUSHMAN; SMITH, 2003).

### **2.3 Estudos Anteriores**

O tamanho do conselho de administração é definido com o número de conselheiros efetivos (LINCK, NETTER E YANG, 2008). No entanto um número inferior de conselheiros pode não ter capacidade de monitorar adequadamente as atividades da gestão da empresa em contrapartida que um número superior poderia apresentar assimetria de informação, conflitos internos, falta de consenso e até mesmo de responsabilização (LIPTON E LORSCH, 1992; JENSEN, 1993; VAFEAS, 2000). Em seu estudo Liang e Li (1999) analisaram a relação entre estrutura do conselho de administração com desempenho de uma empresa na China. Os resultados apontaram uma correlação negativa entre o tamanho do conselho de administração com desempenho financeiro da empresa.

As boas práticas de governança indicam que os cargos de presidente executivo e presidente do conselho de administração devem ser ocupados por pessoas distintas (GREGORY, 2003). O próprio IBGC (2010) aponta essa necessidade para não haver a concentração de poder que seria prejudicial à supervisão adequada da gestão. Do mesmo modo, pesquisas relacionadas ao tema vêm utilizando esta variável em seus estudos, logo que essa separação significa diluição do poder do presidente e redução do

poder de dominação dos membros do conselho (JENSEN, 1993; LIANG E LI, 1999; HO E WONG, 2001; ROBERTS ET. AL, 2005; KALLAMU E MOHDSAAT, 2014).

Em relação à independência, o conselheiro sem vínculos com a empresa, independente, possui melhores condições de manifestar-se livremente (VAN DEN BERGUE; LEVRAU, 2004). Estudos que buscam evidências entre a relação da governança corporativa e os riscos têm atribuído importância e incluído esta variável nas suas pesquisas como Hutchinson (2002); Chung et al. (2003), Van Der Berghe e Levrau (2004); Kallamu e MohdSaat (2014) que analisaram a relação entre boa governança, riscos e valor de mercado.

Sobre a escolha da variável de comitê de auditoria, conforme Branson (2008), a criação deste se destaca como boa prática na gestão de risco. Tão logo, as estruturas internas do conselho também podem afetar sua efetividade (JOHN, SENBENT, 1998). E estudos anteriores tem se apoiado na inclusão desta variável, dada a importância de mecanismos que fortaleçam a governança (LIANG E LI, 1999; DEMSETZ E ASHFORD, 2001; HUTCHINSON, 2002; KALLAMU E MOHDSAAT, 2014).

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa foi realizada por meio da metodologia descritiva, com análise de documentos e apresentado uma abordagem quantitativa dos dados. A população da pesquisa compreende as 19 empresas listadas na BM&FBovespa no ano de 2015, do segmento de exploração de rodovias, como segue no Quadro 2.

**Quadro 2 – Empresas que compõe a amostra da pesquisa, em ordem alfabética.**

ARTERIS	RT BANDEIRAS
CCR SA	AUTOBAN
CONC RAPOSO	ECON
ECOVIAS	ECORODOVIAS
CONC RIO TER	ECONORTE
ECOPISTAS	INVEPAR
CONCEPA	ROD COLINAS
VIAOESTE	TRIUNFO PART
NOVADUTRA	TRIANGULOSOL
ROD TIETE	

Fonte: Elaborado a partir de 2015.



Quanto aos dados, após a coleta dos relatórios da administração e das notas explicativas, no site da BM&FBOVESPA, a sequência foi à análise de conteúdo destes documentos, com a busca da palavra “risco”, e na sequência as expressões encontradas foram tabuladas para a construção da tabela com o grau de evidenciação. O uso das notas explicativas, justifica-se no sentido que estas além das informações qualitativas que evidenciam, possibilitam as empresas a utilizar este espaço para divulgar dados quantitativos, os que não foram abrangidos em outros demonstrativos, por meio de quadros complementares (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

Neste estudo consideraram-se os itens de informações relativos à gestão de riscos e ao controle interno extraídos dos relatórios da administração e das notas explicativas publicadas pelas empresas que compõem a amostra de pesquisa. Para análise das expressões foram consideradas as sete categorias: risco operacional, risco de mercado, risco legal, risco estratégico, risco de crédito, risco de liquidez, risco de imagem.

A próxima etapa da pesquisa consistiu na identificação nos formulários de referência disponibilizados no site BM&FBovespa, sobre as características da governança corporativa das concessionárias, relativos à: i- Tamanho do Conselho, ii- Presidente do conselho e o presidente da empresa são a mesma pessoa. iii- Independência do Conselho de administração iv- existência de comitê de riscos. No quadro 3 estão apresentadas as variáveis dependentes e independentes que integram a pesquisa.

**Quadro 3 – Variáveis Dependentes e Independentes usadas na pesquisa**

<b>Dimensão</b>	<b>Variável Dependente</b>	<b>Mensuração</b>	<b>Autores</b>
<b>Evidenciação de Riscos</b>	Riscos: Operacional, Mercado, Legal, Estratégico, Crédito, Liquidez e Imagem.	Divulgação do risco.	Fernandes; Souza; Faria (2010) Gonçalves; Braga (2008) Goulart (2003) Jorion (2006) Martin; Santos; Dias Filho (2004) Marshall (2002) Zonatto; Beuren, (2010).
<b>Dimensão</b>	<b>Variáveis Independente</b>	<b>Mensuração</b>	<b>Autores</b>
<b>Governança Corp</b>	Tamanho do Conselho	Número de membros que compõe o conselho de administração	Liang e Li (1999); Lipton e Lorsch (1992) Jensen (1993) Vafeas (2000) Boone et al., (2007) Linck, Netter E Yang (2008); Guest (2008)

<b>orativ a</b>	Diretor Executivo é Presidente Conselho	<i>Dummy</i> : 1 se o DE for o PC e 0 se O DE não for o PC.	Jensen (1993); Liang e Li (1999); Ho e Wong (2001), Hutchinson (2002); Robert et. Al (2005) Van Der Berghe (2007) Kallamu e MohdSaat (2014)
	Independência do conselho	<u>Nº. Membros independentes</u> Total de membros conselho	Hutchinson (2002); Chung et al. (2003), Van Der Berghe e Levrau (2007) Reddy et al. (2010); Kallamu e MohdSaat (2014).
	Comitê de Auditoria	<i>Dummy</i> : 1 se possui e 0 se não possui.	Bathala e Rao (1995), John, Senbet (1998) Liang e Li (1999); Demsetz (2001), Hutchinson (2002); Kallamu e MohdSaat (2014)

Fonte: Dados da Pesquisa (2016)

Para auxiliar a análise dos resultados os dados coletados serão inicialmente tabulados em software Microsoft Office Excel para verificação das porcentagens do grau de evidenciação de riscos da amostra, e por meio da escala comparativa *Best-Worst* serão atribuídos valores as empresas conforme a combinação de riscos que evidenciaram. A escala *Best-Worst*, também denominada de *maximum difference scaling*, consiste na atribuição de importância a determinado atributo, sendo esta importância medida “pela diferença entre as frequências “*best*” e “*worst*” (SAMARTINI, 2006, p. 15).

Como o problema de pesquisa apresenta uma única variável dependente (que está sendo explicada) e uma ou mais variáveis independentes (explicativas), o método de análise adequado é a regressão múltipla (HAIR et al., 2005). Desse modo será utilizado o seguinte modelo:

$$\hat{y} = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_4X_4$$

Onde:

X<sub>1</sub>= Número de membros do Conselho

X<sub>2</sub>=CEO e Presidente do Conselho

X<sub>3</sub>= Independência do Conselho

X<sub>4</sub>= Comite de Auditoria

A regressão múltipla é uma ferramenta econométrica que utilizada com objetivo de testar a relação de dados coletados. E assim, foi utilizada nesta pesquisa, pois conforme nos ensina Hair (2005), trata-se de um modelo mais realista, pois inclui a análise de mais de um fator nas previsões.

#### 4 ANALISE DOS RESULTADOS

O primeiro critério de avaliação consistiu na análise dos riscos divulgados pelas concessionárias de rodovias listadas na BM&FBOVESPA no ano de 2015. Dessa análise foi construída uma escala numérica indicando inicialmente o grau de evidenciação de riscos apresentados pelas empresas. Logo após através da metodologia *Best-worst* foram atribuídos valores as empresa, conforme se apresenta na Tabela 1, onde é possível observar os resultados encontrados.

**Tabela 1 – Evidenciação dos Riscos pelas Concessionárias**

<b>Empresas</b>	<b>Operacional</b>	<b>Mercado</b>	<b>Legal</b>	<b>Estratégico</b>	<b>Crédito</b>	<b>Liquidez</b>	<b>Imagem</b>	<b>% AT</b>	<b>Valor Empresa</b>
ARTERIS	1	1	1	1	1	1	0	100	204
CCR SA	-	1	1	-	-	-	-	28,5	77
CONC RAPOSO	1	1	1	-	1	1	-	71,4	184
ECOVIAS	1	1	-	-	1	1	-	57,1	157
CONC RIO TER	1	1	1	-	1	1	-	71,4	184
ECOISTAS	1	1	-	-	1	1	-	57,1	157
CONCEPA	-	1	1	-	1	1	-	57,1	157
VIAOESTE	-	1	1	-	1	1	-	57,1	157
NOVADUTRA	-	1	1	-	1	1	-	57,1	157
ROD TIETE	1	1	-	-	1	1	-	57,1	157
RT BANDEIRAS	1	1	-	-	1	1	-	57,1	157
AUTOBAN	-	1	1	-	1	1	-	57,1	157
ECON	1	1	-	-	1	1	-	57,1	157
ECORODOVIAS	1	1	-	-	1	1	-	57,1	157
ECONORTE	1	1	1	-	1	1	-	71,4	184
INVEPAR	1	1	1	-	1	1	-	71,4	184
ROD COLINAS	-	1	1	-	1	1	-	57,1	157
TRIUNFO PART	1	1	1	-	1	1	-	71,4	184
TRIANGULOSOL	1	1	1	-	1	1	-	71,4	187
<b>TOTAL</b>	<b>13</b>	<b>19</b>	<b>13</b>	<b>1</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>1</b>	<b>83</b>	<b>-</b>
Frequência%	<b>68,4</b>	<b>10,0</b>	<b>68,4</b>	<b>5,2</b>	<b>94,7</b>	<b>94,7</b>	<b>5,2</b>	<b>62,4</b>	<b>-</b>
Pontuação Best X Worst	<b>27</b>	<b>50</b>	<b>27</b>	<b>10</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>10</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Fonte: Dados da Pesquisa (2016).

Na Tabela 1 está disposto que a categoria de risco de mercado foi evidenciada por todas as empresas analisadas. Na sequência, os dois tipos de riscos mais observados com 94,7% foram os de Crédito de Liquidez. E com 68,42% apareceram os riscos Operacionais e os Legais. Também é possível perceber que a maioria das empresas não relataram riscos estratégicos e de imagem. A única empresa que informou que evidenciou estar exposta a esses riscos foi a Arteris S.A, que é a empresa que evidenciou, nos relatórios, estar exposta a uma quantidade maior de categorias de risco, comparativamente as demais empresas analisadas, a CCR é a empresa que possui o menor número de evidenciação de tipos de risco, com apenas dois evidenciados: os riscos de Mercado e o risco Legal.

Na Tabela 2, são apresentadas as características relativas à governança corporativa das empresas analisadas:

**Tabela 2 – Características governança**

<b>Empresas</b>	<b>Tamanho do Conselho</b>	<b>CEO e PRESIDENTE CONSELHO</b>	<b>Independência Conselho</b>	<b>Comité de Auditoria</b>
Arteris S.A.	11	0	0,82	0
Ccr S.A.	11	0	1	1
Conc Auto Raposo Tavares S.A.	3	0	1	0
Conc Ecovias Imigrantes S.A	4	0	1	0
Conc Rio-Teresopolis S.A.	7	0	1	0
Conc Rod Ayrton Sena E Carv Pinto S.A. Ecopistas	5	0	0,60	0
Conc Rod Osorio-Porto Alegre S.A. Concepa	2	0	1	0
Conc Rod.Oeste Sp Viaoeste S.A	6	0	1	0
Conc Rodovia Pres. Dutra S.A.	6	0	1	0
Conc Rodovias Do Tietê S.A.	6	0	1	0
Conc Rota Das Bandeiras S.A.	4	0	1	0
Conc Sist Anhag-Bandeirant S.A. Autoban	8	0	1	0
Ecorodovias Concessões E Serviços S.A.	6	0	0,33	0
Ecorodovias Infraestrutura E Logística S.A.	8	0	1	1
Empresa Conc Rodov Do Norte S.A.Econorte	4	0	1	0
Investimentos E Particip. Em Infra S.A. Invepar	8	0	1	0

Rodovias Das Colinas S.A.	8	0	1	0
Tpi - Triunfo Particip. E Invest. S.A.	8	0	1	0
Triângulo Do Sol Auto-Estradas S.A.	8	0	1	0

Fonte: Dados da Pesquisa (2016).

Em seguida, com os dados das Tabelas 1 e 2, foram investigadas as relações entre as principais variáveis utilizadas no constructo da pesquisa. A variável referente ao diretor executivo e presidente do conselho foi excluída do modelo estatístico, pois não apresentou variação em nenhuma das empresas. Dessa forma, após o cálculo da regressão múltipla realizada, o R-quadrado encontrado foi de 65,8%, e as variáveis independência do conselho e número de membros não tem relação com o nível de evidenciação da amostra.

Ainda a variável comitê de auditoria foi o único indicador governança corporativa que apresentou os resultados mais importantes, apresentando coeficiente negativo e significância ao nível de 5%. Esse dado vem ao encontro das afirmações de Martins, Santos e Dias Filho (2004) e Kallamu e Mohdsaat (2014) que comentam que a eficiência na governança corporativa proporciona a organização além de maior controle a redução dos riscos, verificando a existência de uma relação inversa entre governança corporativa e riscos.

Um achado considerado positivo é que, em nenhuma das concessionárias analisadas, o Presidente Executivo acumula a função de presidente do conselho, vindo ao encontro com as afirmações de Gregory (2007) e do IBGC (2010), as quais mencionam que tais cargos devem ser ocupados por pessoas distintas. Na mesma direção, segue à observância da independência do conselho, que segundo Levrau, Van Den Bergue (2007) está relacionado diretamente com a capacidade de manifestar-se livremente. Essa característica é atendida pela maioria das empresas, ficando com índices abaixo de um apenas a Ecorodovias, Ecopistas e a Arteris.

Apenas duas empresas possuem comitê de auditoria, porém apresentaram grau de evidenciação no total de 57,4% percentagem igual de outras empresas que ficaram equivalentes em outros aspectos da governança, discordando com os estudos como de John e Senbent (1998), Liang e Li (1999), e Kallamu e Mohdsaat (2014), que afirmam que as estruturas internas do conselho podem afetar sua efetividade.

## 5 CONCLUSÕES

Este estudo objetivou avaliar a relação entre o grau de evidenciação de riscos em concessionárias de rodovias e a sua relação com a governança corporativa com base na metodologia COSO. Apesar de ser a metodologia mais utilizada, torna-se uma das limitações deste estudo sua utilização para avaliação de riscos, pois existem vários modelos propostos por outros órgãos de análise de riscos.

Nos resultados os sete tipos de riscos orientados pela metodologia COSO II foram encontrados nas empresas observadas, sendo que o risco de mercado foi divulgado por todas as empresas. Na sequência os riscos de crédito e liquidez que foram apresentados por 18 empresas, riscos operacionais e legais observados em 13 empresas e os riscos de estratégia e imagem que foram evidenciados por apenas uma empresa.

O principal resultado obtido pela pesquisa refere-se a variável de governança corporativa, presença de comitê de auditoria que, corroborando com outros estudos, apresentou relação inversa com o nível de evidenciação de riscos pelas empresas da amostra.

A pesquisa contribui para ajudar a compreender e direcionar as pesquisas dedicadas a Governança Corporativa e evidenciação de riscos. Para estudos futuros, a indicação é de incluir variáveis referentes a valor de mercado nas análises, também existem outros aspectos relacionados à governança que podem ser incluídos, e ou também replicá-lo em outras amostras do mercado, já que pela especificidade desta amostra, por tratar-se de concessão pública, o estudo não pode ser generalizado.

## REFERÊNCIAS

AMORELLI, Lara. Brazilian Federal Road Concessions: New challenges to the regulatory framework. **Institute of Brazilian Business and Management Issues, Minerva Program, George Washington University, Washington, DC, USA, 2009.**

APREDA, Rodolfo. Corporate governance in Argentina: The outcome of economic freedom (1991–2000). **Corporate governance: an international review**, v. 9, n. 4, p. 298-310, 2001.

ARAÚJO ALMEIDA, Moisés. Evolução das práticas de governança corporativa e desempenho das empresas brasileira de capital aberto não listadas em bolsa. 2008.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BATHALA, Chenchuramaiah T.; RAO, Ramesh P. The determinants of board composition: An agency theory perspective. **Managerial and decision economics**, v. 16, n. 1, p. 59-69, 1995.

BHIMANI, Alnoor. Risk management, corporate governance and management accounting: Emerging interdependencies. **Management Accounting Research**, v. 20, n. 1, p. 2-5, 2009.

BOONE, A.L.; FIELD, L.C.; KARPOFF, J.M.; RAHEJA, C.G. The determinants of corporate board size and composition: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, 85, p. 66-101, 2007.

BRANSON, B. Enterprise risk management: current initiatives and issues. **Journal of Applied Finance**, Apr. 2008.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **Financial Accounting Information, and Corporate Governance. Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, 2003.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. **Metodologia científica**. 5ª. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

CHING, Hong Yuh; COLOMBO, Thalita Maricone. Gestão de risco nas empresas do segmento Novo Mercado: um estudo exploratório. **Revista de Economia e Administração**, v. 11, n. 2, 2012.

CHUNG, Yong-seung et al. On heavy dustfall observed with explosive sandstorms in Chongwon-Chongju, Korea in 2002. **Atmospheric Environment**, v. 37, n. 24, p. 3425-3433, 2003.

COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION. **Enterprise risk management, integrated framework**. Jersey City: AICPA, Sept. 2004. (Executive summary).

COSO and the rise of enterprise risk management. *Accounting, Organizations and Society*, 39(5), 309-330.

CROUHY, M; GALAI, D; MARK, D. **Essentials of risk Management**. McGraw-Hill Professional, 2005.

DAL MAGRO, Cristian Baú; FILIPIN, Roselaine; FERNANDES, Francisco Carlos. Gestão de riscos: análise da evidenciação de riscos nas concessionárias de rodovias listadas na Bovespa com base na metodologia COSO. **ConTexto**, v. 15, n. 30.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Owner ship structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, Issue 3, September 2001, p. 209–233. 2001.

FAMÁ, Rubens. Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras. RAE – **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, jul./set. 2003.

FERNANDES, F. C.; SILVA, M.; DOS SANTOS, F. T. Informações sobre gestão de riscos nas IANs das empresas listadas no novo mercado da Bovespa. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 2, n. 3, p. 36-55, 2009.

FERNANDES, F. C.; SOUZA, J. A. L.; FARIA, A. C. Evidenciação de riscos e captação de recursos no mercado de capitais: um estudo do setor de energia elétrica. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 13, n. 1, p. 59–73, 2010.

GONÇALVES, R. M. L.; BRAGA, M. J. Determinantes de risco de liquidez em cooperativas de crédito: uma abordagem a partir do modelo logit multinomial. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 4, p. 1019-1041, 2008.

GOULART, André Moura Cintra. **Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil**. 2003. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

GREGORY, Holly J. International comparison of selected corporate governance guidelines and codes of best practice. **New York, Weil, Gotshal et Manges LLP**, 2003.

GRIMSEY, Darrin; LEWIS, Mervyn K. Evaluating the risks of public private partnerships for infrastructure projects. **International Journal of Project Management**, v. 20, n. 2, p. 107-118, 2002.

GUEST, P.M. The determinants of board size and composition: evidence from the UK. **Journal of Corporate Finance**, v.14, p 51–72, 2008.

HAIR, J. F. et al. **Análise multivariada de dados**. 5 ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HENDRIKSEN E. S.; VAN BREDÁ, M. F. **Teoria da contabilidade**. 5ª. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

HO, Simon SM; WONG, Kar Shun. A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 10, n. 2, p. 139-156, 2001.

HOPE, Warren T. **Introdução ao Gerenciamento de Riscos**, Rio de Janeiro, FUNENSEG, 2002.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2010.

JENSEN, Michael C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JOHN, Kose; SENBET, Lemma W. Corporate governance and board effectiveness. **Journal of Banking & Finance**, v. 22, n. 4, p. 371-403, 1998.

JORION, P. *Value at risk: the new benchmark for managing financial risk*. 3. ed. New York: **McGraw- Hill Professional**, 2006.



KALLAMU, BasiruSalisu; SAAT, NurAshikinMohd. Corporate Strategy, Corporate Governance And Performance Of Financial Institutions In Malaysia. **Corporate Ownership & Control**, p. 386. 2014.

KLOMAN, F. (1992). Rethinking risk management. **The Geneva Papers on Risk and Insurance**, 17(64), 299-313.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPES-DE-SILANES, F., VISHNY, R.. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v.58, p.3-27, out.2000.

LANZANA, Ana Paula. Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras. 2004. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

LAUDELINO, J. A. S. **Evidenciação de riscos de empresas que captam recursos no mercado de capitais brasileiro: um estudo do setor de energia elétrica**. 2008. 206 f. Dissertação (Mestrado Contabilidade) - Fundação Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2008.

LEE, S. C.; LIN, C. T. An accounting-based valuation approach to valuing corporate governance in Taiwan. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 6, p. 47-60, 2010.

LEVRAU, Abigail et al. Corporate governance and Board Effectiveness: beyond formalism. **ICFAI Journal of Corporate Governance**, v. 6, n. 4, p. 58-85, 2007.

LIANG, Neng; LI, Joanne. **Board structure and firm performance: New evidence from China's private firms**. In: **Academy of Management Annual Conference**. 1999. p. 7-10. Disponível em:

[https://www.researchgate.net/publication/228381731\\_Board\\_Structure\\_and\\_Firm\\_Performance\\_New\\_Evidence\\_from\\_China](https://www.researchgate.net/publication/228381731_Board_Structure_and_Firm_Performance_New_Evidence_from_China)

LINCK, James S.; NETTER, Jeffrey M.; YANG, Tina. The determinants of board structure. **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 2, p. 308-328, 2008.

LINSLEY, P. M., SHRIVES & PHILIP J. (2005). Transparency and the disclosure of risk information in the banking sector. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, 13(3), 205-213.

LIPTON, Martin; LORSCH, Jay W. A modest proposal for improved corporate governance. **The business lawyer**, p. 59-77, 1992.

MAIA, M. S. *et al.* Contribuição do sistema de controle interno para a excelência corporativa. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 1, n. 1, p. 54-70, jan./abr. 2005.

MALETTA, Bruno Vasques; COELHO, Fábio Henrique de Sousa. Modelos baseados em Simulação de Monte Carlo: Soluções para o cálculo do Value-at-Risk. 2005. *Tese de Doutorado. Dissertação* (Mestrado em Administração).

MARSHALL, Christopher. **Medindo e gerenciando riscos operacionais em instituições financeiras**. Qualitymark Editora Ltda, 2002.

MARTIN, N. C.; SANTOS, L. R.; DIAS FILHO, J. M. Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria. **Revista contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 15, n. 34, p. 7-16, jan./abr. 2004.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MENDES-DA-SILVA, Wesley; GRZYBOVSKI, Denize. Efeitos da governança corporativa e da performance empresarial sobre o turnover de executivos no Brasil: comparando empresas familiares e não-familiares. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 7, n. 1, 2008.

MINETO, Carlos Augusto Laffitte et al. Percepção ao risco e efeito disposição: uma análise experimental da teoria dos prospectos. 2005.

MORAES, J. C. F. "Análise da eficácia da disseminação de conhecimentos sobre controle internos após sua implementação no Banco do Brasil."2003.

OKIMURA, Rodrigo Takashi; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; ROCHA, Keyler Carvalho. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.

PENA, Fernando E. Das privatizações às parcerias público-privadas: o Brasil numa perspectiva comparada. Dissertação (mestrado em administração pública) — Escola de Governo Professor Paulo Neves de Carvalho, Fundação João Pinheiro, Belo Horizonte, 2008.

PÉREZ, Jaime Díaz. Retos de la colaboración público-privada para el desarrollo de infraestructuras públicas (PPP). **Boletín Económico do ICE**, n. 3012, p. 15-21, 2011.

PORTELLA, LEMA. *Risco de liquidez? uma aplicacao ao mercado financeiro brasileiro*. 2007. 60f. Diss. Dissertacao (Mestrado em Economia)-Faculdade de Economia e Financas, IBMEC, Sao Paulo, 2007.

REDDY, Krishna; LOCKE, Stuart; SCRIMGEOUR, Frank. The efficacy of principle-based corporate governance practices and firm financial performance: An empirical investigation. **International Journal of Managerial Finance**, v. 6, n. 3, p. 190-219, 2010.

ROBERTS, John; MCNULTY, Terry; STILES, Philip. Beyond agency conceptions of the work of the non-executive director: Creating accountability in the boardroom. **British Journal of Management**, v. 16, n. s1, p. S5-S26, 2005.

SAMARTINI, A. L. S. Modelos com variáveis aplicadas à mensuração de importância de atributos. 2006. 154f. Tese (Doutorado em Administração) Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2006.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The journal of finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil. 2002. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos; STUCHI, Luciano Gabas. **Quantificação de risco de crédito: uma aplicação do modelo Creditrisk+ para financiamento de atividades rurais e agroindustriais**. 2003. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

STULZ, René M. Rethinking risk management. **Journal of applied corporate finance**, v. 9, n. 3, p. 8-25, 1996.

THOMSON, Campbell. Public-private partnerships: prerequisites for prime performance. **EIB Papers**, v. 10, n. 2, p. 113-129, 2005.

TORRIJÓS, Jesús G. La financiación de la colaboración público-privada: El Project Finance. **Presupuesto y Gasto Público**, n. 45, p. 175-185, 2006.

TRAPP, A. C. G.; CORRAR, L. J. Avaliação e gerenciamento do risco operacional no Brasil: análise de caso de uma instituição financeira de grande porte. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 16, n. 37, p. 24-36, 2005.  
v9, n3, p8-24, 1996.

VAFEAS, Nikos. Board structure and the informativeness of earnings. **Journal of Accounting and Public policy**, v. 19, n. 2, p. 139-160, 2000.

VAN DEN BERGHE, Lutgart AA; LEVRAU, Abigail. Evaluating Boards of Directors: what constitutes a good corporate board?. **Corporate Governance: an international review**, v. 12, n. 4, p. 461-478, 2004.

ZONATTO, V. C. S.; BEUREN, I. M. Categorias de riscos evidenciadas nos relatórios da administração das empresas brasileiras com ADRs. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 12, n. 35, p. 141-155, 2010.