



FACULDADE IBMEC SÃO PAULO
Programa de Mestrado Profissional em Economia

Lincoln Steagall Junior

**A Utilização de Derivativos Aliada às Melhores Práticas de
Governança Corporativa Adiciona Valor para os Acionistas?**

São Paulo
2009

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

Lincoln Steagall Junior

A Utilização de Derivativos Aliada às Melhores Práticas de Governança Corporativa Adiciona Valor para os Acionistas?

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Economia do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Área de concentração: Finanças e Macroeconomia Aplicadas

Orientador: Profa. Dra. Andréa Maria Accioly Fonseca Minardi – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

**São Paulo
2009**

Steagall Junior, Lincoln

A Utilização de Derivativos Aliada às Melhores Práticas de Governança Corporativa Adiciona valor para os Acionistas? / Lincoln Steagall Junior; orientador Andréa Maria Accioly Fonseca Minardi – São Paulo: Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, 2009. 37 f.

Dissertação (Mestrado – Programa de Mestrado Profissional em Economia. Área de concentração: Finanças e Macroeconomia Aplicadas) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

1. Finanças 2. Derivativos 3. Governança Corporativa.

FOLHA DE APROVAÇÃO

Lincoln Steagall Junior

A Utilização de Derivativos Aliada às Melhores Práticas de Governança Corporativa
Adiciona valor para os Acionistas?

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Economia do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia.

Área de concentração: Finanças e Macroeconomia Aplicadas

Aprovado em: 27/07/2009

Banca Examinadora

Prof^a. Dr^a. Andréa Maria Accioly Fonseca Minardi
Orientadora

Instituição: Insper Inst. de Ensino e Pesquisa Assinatura: _____

Prof. Dr. José Rossi Jr.

Instituição: Insper Inst. de Ensino e Pesquisa Assinatura: _____

Prof.Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira

Instituição: FEA-USP Assinatura: _____

DEDICATÓRIA

Ao meu pai, Lincoln, pelo exemplo como pai, amigo, profissional e professor.

À minha mãe, Ilza, pela amizade e pelo suporte na minha vida como um todo, e principalmente por ter sido pai e mãe desde os meus 16 anos.

Ao casal por me ensinarem importantes valores morais como honestidade, caráter e ética. Por terem me criado e não terem deixado nada essencial me faltar.

À minha esposa Patrícia, pela compreensão, carinho, amor e apoio.

Ao Ivan e ao Yuri, que inconscientemente abriram mão de momentos com o pai na mais tenra idade para que eu pudesse atingir este objetivo.

Ao Carlos, Iracema, Jaqueline, Frederico e Paulo, pela colaboração que cada um deu a seu modo.

À Miriam, Andréa e Daniela, família de coração, pelo apoio que deram à minha esposa durante os dois anos e meio de curso.

Ao meu cunhado Aderso e sobrinhos Danilo e Denise.

AGRADECIMENTOS

À Professora Andréa Minardi, por ter aceitado me orientar, pelos seus importantes comentários no direcionamento e elaboração deste trabalho.

Ao Professor José Luiz Rossi, que gentilmente cedeu a sua base de dados, poupando-me tempo precioso no levantamento destes dados.

Aos professores Márcio Laurini, Rinaldo Artes e Fábio Gomes pelas importantes dicas ao rodar as regressões.

Agradeço aos colegas de turma pela companhia nos estudos, dentro e fora da faculdade, que certamente contribuíram na conclusão deste curso.

RESUMO

STEAGALL JR, Lincoln. **A Utilização de Derivativos Aliada às Melhores Práticas de Governança Corporativa Adiciona Valor para os Acionistas?** 2009. 37 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia e Administração – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2009.

Se por um lado derivativos podem trazer vantagens para as empresas, como suavização dos fluxos de caixa, maior acesso às linhas de financiamento e diminuição de taxas de empréstimo, por outro podem trazer sérios riscos se forem usados indevidamente. Pode-se citar, por exemplo, as exposições excessivas a derivativos em 2008, que tinham como motivador a diminuição do custo financeiro para as tesourarias das empresas e tornaram-se desastrosas com o advento da crise financeira global iniciada em Setembro de 2008. Boas práticas de Governança Corporativa trazem maior transparência e aumentam a proteção dos acionistas minoritários contra atitudes prejudiciais por parte dos controladores. Dessa maneira, seria esperado que a adoção dessas práticas diminuísse a possibilidade da utilização prejudicial dos contratos de derivativos. Este trabalho visa investigar se a utilização de derivativos aliada às melhores práticas de governança corporativa cria valor para as empresas. Para isso foi analisada uma amostra de empresas brasileiras não-financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, entre os anos de 2004 e 2007 e rodadas regressões em painel. A criação de valor foi medida através do Q de Tobin. Os resultados confirmam a princípio que apenas a Governança Corporativa agrega valor à firma, mas não a utilização de derivativos de uma maneira geral. Foram encontradas evidências muito fracas de que a utilização de derivativos aliadas às práticas de Governança Corporativa especificamente no quesito Estrutura Acionária adiciona valor para o acionista.

Palavras-chave: Derivativos; Governança Corporativa; Índice de Governança Corporativa; Q de Tobin; valor da firma.

ABSTRACT

STEAGALL JUNIOR, Lincoln. **Does the use of derivatives and Corporate Governance add value to companies?** 2009. 37 f. Dissertation (Mastership) – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2009.

If on one hand the use of derivatives may bring advantages to firms, like smoothing cash flows, tax shields, access to more favorable lines of credit and decreasing the possibility of underinvestment, on the other hand, the improper use of these contracts may bring serious risks to them. As an example, in 2008, in order to lower the costs of capital, many firms used derivatives in excess, the misuse turned out to be disastrous to them with the beginning of the global economic crisis. The observation of good practices related to corporate governance brings more transparency to the minority shareholders, decreasing the possibility of harmful moves against them by the controlling shareholders, giving more protection to its property rights. It is expected, in this context, that good governance practices should decrease the possibility of misuse of derivatives. The main purpose of this article is to investigate if the use of derivatives allied to better Corporate Governance practices adds value to firms. A sample of non-financial Brazilian companies listed in the São Paulo Stock Exchange between 2004 and 2007 was used in order to test our hypothesis, using panel regressions. The dependent proxy variable used to measure firm value was Tobin's Q. Results confirm that only Corporate Governance adds value to firms, but not the use of derivatives in general. It was also found very weak evidence of the use of derivatives allied to shareholders structure in Corporate Governance adds value to the shareholders.

Keywords: Derivatives; Corporate Governance; Corporate Governance Index; Tobin's Q; firm value.

SUMÁRIO

1 Introdução.	9
2 Revisão de Literatura	11
2.1 Fatores que explicam o uso de derivativos e questionamento sobre criação de valor	11
2.2 Governança Corporativa.	13
3 Base de Dados e Metodologia	17
3.1 Variáveis Analisadas	17
3.1.1 Variável Dependente	17
3.1.2 Variáveis Independentes	18
3.1.2.1 Índice de Governança Corporativa.	18
3.1.2.2 Uso de Derivativos.	22
3.1.2.3 Demais Variáveis de Controle.	22
3.1.2.3.1 Tamanho.	22
3.1.2.3.2 Liquidez.	23
3.1.2.3.3 Alavancagem.	23
3.1.2.3.4 Lucratividade.	23
3.1.2.3.5 Oportunidade de Investimento.	23
3.1.2.3.6 Diversificação Geográfica.	23
3.1.2.3.7 Efeito da Indústria.	24
3.1.2.3.8 Efeito do Tempo.	24
3.1.2.4 Variáveis de Interação Governança Corporativa e Derivativos.	24
4 Resultados.	28
4.1 Regressões.	28
5 Conclusão.	34
Referências Bibliográficas.	37

1. Introdução

O objetivo central deste trabalho é verificar se as melhores práticas de Governança Corporativa impedem práticas nocivas aos acionistas, especificamente relacionada com a utilização de derivativos, verificando a criação de valor, nestas condições, para as empresas.

Passadas as crises internacionais do México e da Rússia em 1995 e 1998 e a crise de confiança com relação ao possível governo Lula em 2002, o ambiente econômico se estabilizou a partir de 2004 e as empresas brasileiras de capital aberto se depararam com duas questões importantes: **(i)** Agregar valor para o seu acionista em um ambiente de negócio mais competitivo e mais estável, e **(ii)** a utilização de derivativos, tendo como principal intuito a suavização de fluxos de caixa decorrentes de picos de cotação de moeda, como as ocorridas entre os anos de 2002 e 2003.

De acordo com Barton (2001), existe uma pressão para que os gestores das empresas apresentem fluxos de caixa mais constantes ao longo do tempo, de modo que o valor das suas ações, calculadas como o valor presente do seu fluxo de caixa futuro, tenha uma menor variação e, portanto, gerando uma menor volatilidade nos ganhos da empresa ao longo do tempo.

As empresas que tem algum tipo de exposição, como por exemplo, risco de taxa de câmbio, de taxa de juros ou de preço de “*commodities*”, seja por conta da necessidade de compra ou venda de moeda, seja por conta de uma subsidiária no exterior ou mesmo pelo descasamento de índices entre ativo e passivo, utilizam derivativos para garantir que terão condições de honrar determinados compromissos, deixando os investidores mais tranquilos com relação à perenidade do negócio. Deste modo é esperado que práticas como esta estejam positivamente relacionada ao valor criado pela empresa.

Segundo Allayannis e Ofek (2001), caso as empresas não tenham nenhum tipo de exposição descrita acima, não se pode esperar que a utilização de derivativos agregue valor para a empresa.

Com a constante queda da cotação do dólar norte-americano em relação à moeda brasileira desde 2003, a partir de 2007 e com maior intensidade em 2008, as empresas brasileiras, em muitos casos encorajadas pelas instituições financeiras, aumentaram sua exposição em contratos derivativos de moeda, apostando na queda do dólar para obter ganhos financeiros. Algumas empresas chegaram a obter resultado financeiro maior que o resultado

operacional. Com o início da crise financeira global em Setembro de 2008, a cotação da moeda americana subiu rapidamente, fazendo com que empresas como Aracruz, Sadia e Votorantim tivessem perdas na casa de bilhões de dólares colocando em risco a própria sobrevivência, revertendo todo o resultado positivo obtido nos anos anteriores.

As boas práticas de Governança Corporativa deveriam desestimular práticas danosas ao oferecerem maior proteção ao acionista. Dessa maneira, a utilização de derivativos aliada às boas práticas de Governança deveria aumentar a criação de valor para as empresas.

O objetivo deste trabalho é verificar o impacto de melhores práticas de Governança Corporativa e da utilização de derivativos separada e conjuntamente sobre o valor das empresas, analisando se dessa maneira melhores práticas de Governança Corporativa estão prevenindo os acionistas de práticas que colocam em risco a saúde financeira da empresa em decorrência de má utilização de derivativos. Para atingir este objetivo, foram investigadas 267 empresas não-financeiras listadas na BOVESPA, entre 2004 e 2007. Esse período foi selecionado por coincidir com o forte aquecimento do mercado de capitais e com o aumento da utilização de derivativos.

Foram rodadas regressões em painel através do método OLS (*Ordinary Least Squares*) utilizando o efeito fixo empresa e tempo pelo seu maior poder de explicação, comparado com outros métodos do OLS (*pooled*, efeito fixo empresas e efeito aleatório). Os resultados apontaram que apenas a Governança Corporativa agrega valor para as empresas, e não a utilização de derivativos. Foram encontradas apenas evidências muito fracas de que a utilização de derivativos aliadas às práticas de Governança Corporativa, especificamente no quesito Estrutura Acionária adiciona valor para o acionista.

Como a base de dados não contém os dados referentes ao ano de 2008, dado que a publicação do Relatório Anual (IAN) ocorre a partir do final do 1º trimestre de 2009, não foi possível capturar o efeito da utilização de derivativos “tóxicos” no valor da empresa, ainda que a mesma tivesse perfil para a utilização.

O trabalho está estruturado da seguinte maneira: na revisão de Literatura abordamos as questões referentes à utilização de derivativos e a Governança Corporativa, o efeito separado e conjunto destas variáveis sobre o valor da empresa; no item seguinte, fazemos a apresentação e a discussão dos dados utilizados para análise; a metodologia e os resultados são apresentados em seguida, com a conclusão encerrando as discussões sobre o assunto.

2. Revisão da Literatura

2.1. Fatores que explicam o uso de derivativos e questionamento sobre criação de valor

Segundo o trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958), numa situação de ausência de impostos, custos de falência, assimetria de informações e mercado eficiente (sem “fricções”), o valor de uma firma não é afetado pela estrutura de capital da mesma. Variáveis como estrutura de dívida da empresa, pagamento de dividendos, utilização de derivativos e governança corporativa não teriam, de acordo com os autores, qualquer tipo de influência no valor da empresa, já que qualquer alteração nas políticas da empresa poderia ser anulada com uma nova distribuição de ativos por parte dos investidores, mantendo sua expectativa de distribuição de renda futura inalterada.

Entretanto, as empresas estão inseridas em um cenário onde há incidência de impostos, os custos de falência são consideráveis e mesmo com mais informação em tempo real, ainda há assimetrias de mercado, sendo necessária para a sobrevivência das empresas num mundo globalizado, uma gestão mais ativa de estrutura de capital e administração de seus recursos.

Entre inúmeros aspectos que podem afetar o valor da empresa neste caso, vamos destacar a utilização de derivativos e Governança Corporativa, por abrangerem de maneira mais ampla questões como controle acionário, estrutura de capital, dívida, vendas externas, direitos de acionistas, entre outros.

Stulz (1984) defende que a aversão ao risco é um motivador para a utilização de derivativos, baseado em um modelo em que os gestores da empresa maximizam sua função de utilidade e que os seus proveitos são uma função crescente com o valor da firma. Smith e Stulz (1985) abordam questões específicas de tributação, custos de falência e decisões de investimento, examinando o impacto da utilização de derivativos nas variáveis acima através

de um modelo empírico, concluindo que a utilização de derivativos suaviza o fluxo de caixa das empresas, diminuindo o valor a ser pago a título de impostos. Esta suavização diminui as incertezas quanto aos seus projetos de investimentos, diminuindo, assim, a possibilidade de falência.

Froot et al. (1993) argumentam que, ao diminuir a incerteza do fluxo de caixa futuro com a utilização de derivativos, as empresas evitam interrupções no fluxo de investimentos da empresa, principalmente em situações de acesso mais caro às linhas de financiamento externo.

Segundo DeMarzo e Duffe (1995), quando os gerentes são motivados por retornos pessoais, o impacto que a utilização de derivativos pode ter depende do grau de abertura do balanço exigido pelos acionistas. Neste caso, é esperado que esta prática não crie valor para as empresas pela motivação principal e pelo eventual controle mais rígido por conta dos acionistas.

Nance et al. (1993), utilizando métodos paramétricos, para uma amostra de 169 empresas listadas na *Fortune 500* e na *S&P 400*, obtidas através do envio de questionário às empresas cobrindo questões relativas a Impostos, Dívida Total, Tamanho, Oportunidades de Investimento e políticas fiscais, mostram que aquelas que utilizaram derivativos eram maiores, tinham melhor estrutura de pagamento de impostos e tinham acesso a melhores oportunidades de investimento do que aquelas que não utilizavam.

Allayannis e Ofek (2001) encontraram evidência que as empresas não-financeiras que faziam parte do índice S&P 500 em 1993 utilizaram derivativos de moeda como proteção contra oscilações, reduzindo de forma significativa sua exposição à moeda estrangeira. O nível de utilização de derivativos foi explicado pelo volume de vendas externas e de suas atividades de comércio exterior. Encontraram relação positiva do uso de derivativos com as seguintes variáveis: tamanho, gastos com pesquisa e desenvolvimento, exposição às oscilações de taxa de câmbio através de vendas externas, dívida em moeda estrangeira ou operações de comércio exterior, envolvendo ou não estruturas de subsidiárias fora do país de origem.

Rossi (2007) concluiu, para uma amostra de 175 empresas brasileiras não-financeiras, entre 1996 e 2006, que a utilização de derivativos gera valor positivo para as empresas, sendo que os principais determinantes para sua utilização seriam a exposição externa e o risco de quebra. À mesma conclusão Allayannis e Weston (2001) chegaram para uma amostra de 720 empresas não-financeiras americanas, entre 1990 e 1995, especificamente sobre a utilização de derivativos de moedas.

Existem diferentes maneiras de se mensurar a utilização de derivativos. Barton (2001) sugere que uma variável ideal seria a razão entre o saldo contábil em um determinado tipo de derivativo (moeda, juros ou *commodity*) e sua posição em ser no mesmo tipo de exposição. Os autores não conseguiram estimar esta variável pela falta de abertura nos balanços sobre derivativos, principalmente na questão de exposição total das empresas a cada tipo variação, mesmo problema encontrado em nosso trabalho. Allayannis e Ofek (2001) sugerem a utilização da posição em aberto em derivativos, pela facilidade de testar hipóteses sobre as variáveis determinantes do valor a ser protegido, examinando o impacto da utilização deste produto frente ao valor em exposição, apesar de não levar em conta posições longas ou curtas, se comparada com o uso de uma *dummy* que indica ou não a utilização.

2. 2. Governança Corporativa

No Brasil a discussão sobre Governança Corporativa toma corpo a partir das ondas de privatização com início em 1998, com entrada de empresas estrangeiras no controle acionário das empresas brasileiras e o maior grau de abertura da economia. Em Dezembro de 2000, buscando maior valorização das empresas e os interesses dos investidores, a Bovespa criou segmentos especiais de listagem, relacionados às práticas de Governança Corporativa. Conforme consta no site da BOVESPA, (www.bovespa.com.br), os níveis de governança corporativa diferenciados são definidos como:

Nível 1:

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

Nível 2:

Adesão a todas as práticas do Nível 1, além de :

- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral.

- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores, quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*).
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Novo Mercado:

Característica principal é a não-existência de ações preferenciais, apenas ordinárias, além das seguintes obrigações, além das definidas no Nível 2:

- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores, quando da venda do controle da companhia (*tag along*).

Masulis e Thomas (2008) apresentaram evidência que investidores institucionais são melhores monitores com maiores incentivos para melhor administrar uma empresa que investidores não-institucionais, especialmente para empresas que operam e tenham posições em aberto em derivativos. Os autores colocam que muitas empresas tiveram fortes perdas com a crise iniciada em Setembro de 2008 pela falta de capacidade da direção (*board/management*) da empresa de acompanhar e monitorar em tempo real as posições em derivativos de sua carteira, destacando a importância de se ter, tanto no conselho como no gerenciamento, profissionais e instituições capazes de alinhar interesses das instituições ao de seus acionistas, principalmente com relação ao assunto derivativos.

A presença do investidor institucional melhora algumas práticas de Governança, a saber:

- Diminuição do tamanho do conselho e indicação de profissionais mais aptos a monitorar exposição a derivativos;
- Melhora do fluxo de informações aos investidores;
- Maior controle de gerentes por parte do conselho;
- Contratação de melhores gerentes com capacidade de operar principalmente este tipo de produto;

- Aumento da eficiência na administração da empresa, fazendo com que o preço das ações da empresa fique muito mais sensível a qualquer tipo de melhoria interna;
- Melhor utilização de recursos minimizando risco de falência e falta de recursos para o giro da empresa.

Carvalho-da-Silva e Leal (2004) estudaram a relação entre as melhores práticas de Governança Corporativa e o desempenho da empresa. Para investigar essa relação, controlaram por outras variáveis que também podem explicar a criação de valor.

Para medir as práticas de Governança Corporativa desenvolveram um índice detalhado, adaptado para este trabalho. Estudaram a relação entre as melhores práticas de governança corporativa e seu efeito no desempenho e valor da empresa, encontrando correlação positiva entre as variáveis, através da construção de um índice específico, utilizado como base neste trabalho.

Ainda segundo estes autores, alguns pontos afetam diretamente a questão de valor, a saber:

- Diminuição de seu custo de capital;
- Custos de agência (preocupação de investidores com desempenho, devido a eventual má gestão de gerentes).

O Banco Credit Lyonnais publicou em 2001 o índice CLSA (Credit Lyonnais Securities Asia) para 494 empresas em 24 países emergentes. O índice aborda a qualidade das práticas de governança corporativa, sendo que 70% do *score* é baseado em informação objetiva. Este *score* é construído com base nas respostas de 57 questões, divididas em 6 categorias: incentivos e disciplina gerencial, transparência, independência do conselho, prestação de contas do conselho, responsabilidade da administração e proteção aos acionistas minoritários, além de um índice de responsabilidade social. O banco concluiu que empresas com melhores práticas de governança tem melhor resultado operacional e maior retorno de suas ações, na mesma linha de Carvalho-da-Silva e Leal (2004).

Boas práticas de governança corporativas deveriam garantir que as empresas utilizassem derivativos unicamente com a finalidade de hedge e criação de valor, inibindo posições especulativas que colocassem em risco sua saúde financeira. Allayannis e Weston (2001), ao investigarem se os derivativos agregam valor para as empresas, encontraram evidências que quando elas não eram afetadas por exposições cambiais, não apresentaram alteração de valor ao utilizarem derivativos. As melhores práticas de governança não devem

permitir a utilização destes instrumentos financeiros nas empresas que não apresentem exposição, sob o risco de destruição de valor, como ocorreu em 2008.

3.Base de Dados e Metodologia

Foram coletados dados da Economatica de empresas não-financeiras com ações negociadas na BOVESPA durante o período de 2004 a 2007. Foram selecionadas apenas as empresas que tinham pelo menos uma negociação nos pregões da Bolsa durante o mês de Dezembro do referido ano e Patrimônio Líquido positivo em Dezembro nos anos dos períodos analisados.

A amostra resultante continha 267 empresas pertencentes a 11 setores, com as informações organizadas num painel desbalanceado com 762 observações, conforme descrito na Tabela 1.

A escolha do período analisado se deu em virtude do maior número de Oferta Pública de Ações (OPA) do período e da crescente utilização de derivativos a partir de 2003. Toda a análise de dados se deu em relação à posição da empresa em 31 de dezembro do referido ano.

As empresas financeiras foram excluídas da amostra por apresentarem um perfil de utilização de derivativos diferente das empresas não-financeiras. As empresas financeiras tem perfil de formador de mercado e não utilizam derivativos com os mesmos fins que as não-financeiras.

3.1. Variáveis Analisadas

3.1.1. Variável Dependente

Para medir o valor da empresa, a variável dependente escolhida como *Proxy* é o Q de Tobin, definido de maneira clássica como a razão entre o valor de mercado da empresa

e o custo de reposição dos ativos. Seguindo os trabalhos de Rossi (2007) e de Allayannis e Weston (2001), o Q de Tobin foi calculado de acordo com a seguinte equação:

$$QTobin = \frac{(VCA - PL + VME)}{VCA} \quad (1)$$

Onde:

VCA é o valor contábil dos ativos da empresa;

PL é o Patrimônio Líquido da empresa (valor contábil do *Equity* da empresa);

VME é o valor de Mercado do *Equity*.

3.1.2. Variáveis Independentes

3.1.2.1 Índice de Governança Corporativa

Para construir o Índice de Governança Corporativa foi utilizada a metodologia de Carvalhal-da-Silva e Leal (2004), com algumas modificações. As perguntas para a construção do Índice de Governança Corporativa estão descritas na Tabela 1. A pontuação do índice varia entre zero e dezesseis pontos. Cada pergunta assume valor 1 para a resposta “sim” e 0 em caso contrário, sem pesos diferenciados ou subjetividade de resposta. O índice propriamente dito é formado pelo somatório das respostas.

As questões estão agrupadas em qualidade de divulgação de informações, composição da diretoria e do conselho de administração, estrutura acionária e direitos dos acionistas, que afetam diretamente o valor das ações das empresas.

Para responder as questões foram analisados os Relatórios Anuais (IAN's), datados de 31/12 de cada ano, disponíveis no site da BMF/BOVESPA (www.bovespa.com.br) e da CVM (Comissão de Valores Mobiliários (www.cvm.gov.br)).

Tabela 1 – Questionário Índice de Governança Corporativa

Abertura/Divulgação de Dados	
1.	A empresa produz os seus relatórios financeiros requeridos legalmente na data correta?
2.	A empresa utiliza práticas contábeis internacionais (IASB ou US GAAP)?
3.	A empresa utiliza empresas de auditoria reconhecidas internacionalmente?
Composição de Conselho e Funcionamento	
4.	O presidente do conselho de administração e o Diretor Presidente não são a mesma pessoa?
5.	O conselho de administração é claramente não-formado de acionistas majoritários ou de "corporate insiders"?
6.	O conselho de administração é composto por 5 a 9 membros, conforme recomendado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa?
7.	Os membros do conselho têm mandato de um ano, conforme recomendado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa?
8.	Há um Conselho Fiscal permanente?
Estrutura de Controle Acionário	
9.	Os acionistas majoritários tem menos que 50% do controle acionário da empresa?
10.	O percentual de capital votante (ações ordinárias) sobre o capital total é maior que 80% ?
11.	A proporção de ações preferenciais por ações ordinárias é menor que um?
12.	O número de ações preferenciais é menor ou igual ao mínimo requerido pela Bolsa de Valores "Novo Mercado" (25%)?
Direitos dos Acionistas	
13.	A empresa resolve conflitos corporativos através de câmara de arbitragem?
14.	A empresa oferece direitos de votos adicionais além do que é legalmente requerido?
15.	A empresa oferece direitos de "tag along" além do legalmente requerido?
Adicionais-Estrutura de Controle Acionário	
16.	A empresa apresenta em sua estrutura acionária investidores institucionais tais como: BNDES, fundos de pensão, fundos de "private equity", fundos de ações ou "hedge funds" (Especificar o nome)?

Para cada pergunta, foi utilizado o seguinte critério:

CGI 1: A empresa produz os seus relatórios financeiros requeridos legalmente na data correta? Toda divulgação ocorrida até 31/03 do ano seguinte ao ano em análise correspondeu à resposta positiva;

CGI 2: A empresa utiliza práticas contábeis internacionais (IASB ou US GAAP)? Toda empresa estrangeira, estrangeira holding, ou com informação de ADR's, Bonds ou Notas Externas nos sites acima ou com listagem na Bolsa de Nova York (www.nyse.com) foi atribuída resposta 1 e 0 em caso contrário; As empresas classificadas como “Novo Mercado” e “Nível 2”, por característica própria, também receberam a resposta 1;

CGI 3: A empresa utiliza empresas de auditoria reconhecidas internacionalmente? As empresas de auditoria consideradas como reconhecidas internacionalmente foram: Terco Grant Thornton, KPMG, Price Waterhouse Coopers e McKinsey. As empresas analisadas que utilizaram as empresas citadas acima receberam resposta 1 e 0 em caso contrário;

CGI 4: : O presidente do conselho de administração e o Diretor Presidente não são a mesma pessoa? Se o Diretor-Presidente e o Presidente do Conselho não são a mesma pessoa, atribuída resposta 1 e 0 em caso contrário;

CGI 5: : O conselho de administração é claramente não-formado de acionistas majoritários ou de "*corporate insiders*"? Foram considerados como “Corporate Insiders” qualquer membro do conselho (efetivo) que tivesse participação em ações ordinárias de qualquer percentual maior do que zero. Considerado como uma resposta do tipo 1 em caso positivo (não formado) e 0 em caso contrário;

CGI 6: O conselho de administração é composto por 5 a 9 membros, conforme recomendado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa? Qualquer número entre cinco e nove, considerando o Presidente, o Vice-Presidente e os membros efetivos foram considerados para atribuição de valor 1 e 0 em caso contrário . Conselhos com um menor número de integrantes tendem a ser mais rápidos e ágeis em suas decisões, além de se encontrarem com maior frequência.

CGI 7: Os membros do conselho têm mandato de um ano, conforme recomendado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa? Se todos os membros do conselho, incluindo o Presidente e o Vice-Presidente tivessem mandato de um ano, receberam resposta 1 e 0 em caso contrário;

CGI 8: Há um Conselho Fiscal permanente? Se a empresa tiver Conselho Fiscal permanente , valor 1 atribuído e 0 em caso contrário;

CGI 9: Os acionistas majoritários têm menos que 50% do controle acionário da empresa? Se no campo “Outros” da posição acionária, ações ordinárias, fosse maior que 50%, seria atribuída resposta 1;

CGI 10: O percentual de capital votante (ações ordinárias) sobre o capital total é maior que 80%? Se o número de ações Ordinárias divididas pelo número de ações totais (ordinárias mais preferenciais) fosse maior ou igual a oitenta por cento, atribuído 1 e 0 em caso contrário;

CGI 11: A proporção de ações preferenciais por ações ordinárias é menor que um? Se o número de ações preferenciais divididas pelo número de ações ordinárias fosse menor do que um, era atribuído resposta 1;

CGI 12: O número de ações preferenciais é menor ou igual ao mínimo requerido pela Bolsa de Valores "Novo Mercado" (25%)? Se o número de ações preferenciais divididas pelo número de ações totais fosse menor que 25% (vinte e cinco por cento), atribuída resposta 1;

CGI 13: A empresa resolve conflitos corporativos através de câmara de arbitragem? Se a empresa resolve conflitos corporativos através de arbitragem, claramente descritos em seu estatuto social, atribuído resposta 1 e 0 em caso contrário; Empresas “Novo Mercado” e “Nível 2”, por característica própria, era atribuída resposta 1.

CGI 14: A empresa oferece direitos de votos adicionais além do que é legalmente requerido? Se a empresa oferece direitos de voto além do legalmente requerido, seja para as suas ações ordinárias ou para as preferenciais, claramente descritas em seu estatuto social, resposta 1 e 0 se contrário;

CGI 15: A empresa que oferece direitos de “tag along” além do legalmente requerido: esta informação foi obtida diretamente no site da Bovespa, e a mesma foi classificada conforme a data informada no site;

CGI 16: A empresa apresenta em sua estrutura acionária investidores institucionais tais como: BNDES, fundos de pensão, fundos de “private equity”, fundos de ações ou “hedge funds” (Especificar o nome)? Se a empresa, em sua estrutura acionária, investidores claramente institucionais, recebeu resposta 1 e o referido investidor foi anotado. Neste caso, qualquer participação em ações ordinárias foi considerada, e o nome do acionista(s) foi especificado em uma coluna à parte. Neste item específico, cabe um destaque especial, conforme abordado na revisão de literatura, que investidores institucionais tendem a agregar valor para as empresas, em especial para aquelas que têm posição e/ou operam com derivativos.

A somatória de cada um dos itens acima permite o cálculo do valor total do Índice a ser utilizado como variável “Proxy” explicativa do valor da empresa (Q de Tobin). É esperado que o maior valor do Índice de Governança Corporativa tenha correlação positiva com o valor da empresa, já que práticas mais transparentes de governança são preferidas pelos acionistas.

As outras variáveis explicativas foram baseadas no trabalho de Rossi (2007) e de Allayannis e Weston (2001).

3.1.2.2. Uso de Derivativos

Foram utilizadas duas medidas como proxy para a utilização de derivativos: **(i)** uma dummy que assume valor 1 se a empresa tem posição de derivativos em aberto e valor 0, em caso contrário e **(ii)** o saldo contábil em aberto de derivativos.

Foram considerados como derivativo qualquer posição ativa ou passiva, em moedas, *commodities* e taxa de juros, em qualquer produto (*swap*, *forward*, opção, etc.) com informação disponível nas notas explicativas das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) das empresas no final do referido ano.

Infelizmente, apenas a partir de 17 de dezembro de 2008, a Comissão de Valores Mobiliários, através de sua instrução Nº. 475, instituiu que “as companhias abertas devem divulgar, em nota explicativa específica, informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial”. Deste modo, para os anos de análise (2004-2007) nem todas as empresas divulgavam informações sobre o saldo contábil das operações com derivativos, algumas apenas informavam que utilizaram o instrumento, outras informavam o ajuste do instrumento no final do período. A informação mais completa, portanto, se refere à sua utilização.

De modo geral, 36,32% das empresas têm perfil exportador, e 46,81% delas utilizaram derivativos pelo menos em um ano do período observado.

As outras variáveis explicativas do valor da empresa estão descritas a seguir.

3.1.2.3 Demais Variáveis de Controle

3.1.2.3.1. Tamanho

Calculada como o logaritmo natural do ativo total da empresa, captura a melhor estrutura financeira e melhor acesso da empresa às informações e profissionais mais capacitados, de modo a se esperar uma correlação positiva entre tamanho e valor da empresa. A utilização do logaritmo aqui se explica pelo fato de empresas maiores terem maior acesso à utilização de derivativos se comparadas às menores, devido ao custo inicial do *hedge*, conforme sugerido por Allaynnis e Weston (2001).

3.1.2.3.2. Liquidez

Definida como a razão entre o ativo circulante e o passivo circulante. Espera-se uma relação negativa com o valor da empresa, já que a mesma poderia investir em projetos mais arriscados que afetassem o valor das ações, quando tem excesso de caixa.

3.1.2.3.3. Alavancagem

Razão entre a Dívida de Longo prazo sobre ativos totais. A correlação pode vir a ser positiva se estivermos falando de créditos fiscais com despesas de pagamento de juros da dívida, ou negativa se a empresa estiver muito tomada com risco de falência, não tendo condições financeiras suficientes para honrar seus compromissos.

3.1.2.3.4. Lucratividade

É definida pela razão entre a receita líquida e o ativo total. Neste caso espera-se correlação positiva, refletindo um maior valor para as empresas mais lucrativas.

3.1.2.3.5. Oportunidade de Investimento

É definida como a variação do ativo permanente sobre as vendas totais da empresa naquele ano, e espera-se correlação positiva com o valor da empresa.

3.1.2.3.6. Diversificação Geográfica

É a razão entre vendas externas sobre as vendas totais, além da construção de uma *dummy* que assume valor 1 se a empresa tiver subsidiárias no exterior e 0, em caso contrário. Espera-se, neste caso, correlação positiva com o valor da empresa, de modo que a empresa não dependa unicamente do mercado brasileiro.

3.1.2.3.7. Efeito da Indústria

Neste caso foi criada uma *dummy* específica para setores diferentes da indústria, que podem concentrar empresas com Q de Tobin alto. O efeito desta variável é ambíguo, segundo alguns autores (positivo ou negativo).

3.1.2.3.8. Efeito do Tempo

Para verificar o efeito do tempo nas regressões, estas foram rodadas com efeito fixo tempo, além do efeito fixo empresa.

3.1.2.4. Variáveis de Interação Governança Corporativa e Derivativos

Para analisar a interação entre o uso de derivativos e melhores práticas de Governança Corporativa, foram criadas as seguintes variáveis:

- Melhores práticas de *disclosure* e Uso de derivativos: multiplicação da *dummy* de uso de derivativos pela *dummy* CGI 1-3, que mede se a empresa tem práticas de *disclosure* (somatório das questões CGI 1, 2 e 3 de cada empresa) acima da média. Atribuiu-se valor 1 para aquelas que apresentaram práticas de disclosure acima ou iguais à média geral do somatório de todas as observações e 0 em caso contrário;

- Melhores práticas de composição de conselho e Uso de derivativos: multiplicação da *dummy* de uso de derivativos pela *dummy* CGI 4-8, que mede se a empresa tem uma estrutura de conselho que dá maior proteção a acionistas minoritários do que a média. Atribui-se valor para aquelas que apresentaram somatório acima da média do somatório de todas as observações e 0 em caso contrário;

- Melhores práticas de estrutura de controle acionário e Uso de derivativos: multiplicação da *dummy* de uso de derivativos pela *dummy* CGI 9-12, que mede se a empresa tem uma estrutura de controle acionário mais adequada do que a média. Atribui-se valor para aquelas que apresentaram somatório acima da média do somatório de todas as observações e 0 em caso contrário;

- Melhores práticas de direitos dos acionistas e Uso de derivativos: multiplicação da *dummy* de uso de derivativos pela *dummy* CGI 13-15, que mede se a empresa tem uma estrutura de direito dos acionistas que dá maior proteção a acionistas minoritários do que a média. Atribui-se valor para aquelas que apresentaram somatório acima da média do somatório de todas as observações e 0 em caso contrário;

- Melhores práticas de Governança Corporativa e Uso de derivativos: Multiplicação da *dummy* de uso de derivativos pela *dummy* de investidor institucional.

O descritivo estatístico das variáveis mais importantes do nosso estudo encontra-se nas Tabelas 2 e 3. As duas tabelas referem-se à mesma amostra, sendo que a Tabela 2 tem 747 observações e a Tabela 3 com 762 observações. A diferença se dá por conta de 15 observações sem o saldo contábil em derivativos, apenas para fins de comparação. Importante colocar aqui que a presença da empresa Petrobrás, nas duas amostras, distorce sensivelmente os resultados estatísticos.

Em todas as regressões, o método utilizado foi o OLS (*Ordinary Least Squares*), com efeito fixo para a empresa e o tempo. Como este modelo era mais explicativo que o efeito aleatório e o *pooled*, em termos de *R Quadrado*, o teste de Hausman foi utilizado apenas para confirmar qual modelo é mais robusto e deveria ser considerado.

A seguinte equação foi utilizada para estimar o valor da empresa:

$$QTobin_{it} = \alpha_i + \beta.X_{it} + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde $QTobin_{it}$ é o valor da variável dependente de cada empresa i no período t , α_i é o efeito específico de cada empresa, β é o valor do coeficiente de cada variável explicativa,

δ_t é o efeito fixo do tempo, X_{it} é o conjunto de variáveis explicativas e ε_{it} é o respectivo erro na regressão.

Tabela 2-Descritivo Estatístico das Variáveis (747 Observações)

	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo	Curtose	Assimetria	Observações
Derivativos (R\$ mil)	193.008,13	0,00	610.638,65	6.929.296,00	0,00	34,53	5,21	747
Dívida Total (R\$ mil)	1.292.407,48	205.540,00	3.737.640,70	49.664.778,00	0,00	73,3	7,57	747
Receita Bruta (R\$ mil)	3.823.551,49	902.729,00	10.389.317,72	179.065.284,00	0,00	161,45	10,81	747
Patrimônio Líquido (R\$ mil)	2.163.147,52	451.244,00	7.220.969,84	79.963.236,00	0,00	81,41	8,49	747
Ativo Total (R\$ mil)	5.141.353,33	1.196.448,00	14.402.599,44	183.521.108,00	11.157,00	70,42	7,60	747
Q de Tobin	1,63	1,31	1,85	44,77	0,22	393,88	17,29	747
Tamanho (ln Ativo Total)	14,03	13,99	1,70	19,03	9,32	-0,25	0,09	747
Liquidez	1,91	1,47	1,62	16,80	0,00	19,84	3,59	747
Alavancagem	0,12	0,10	0,11	0,62	0,00	1,29	1,13	747
Lucratividade	0,78	0,69	0,53	3,29	0,00	1,82	1,02	747
Oportunidade Investimento	-12,8	0,01	353,14	61,48	-9.651,34	746,90	-27,33	747
Diversificação Geográfica	0,09	0,00	0,17	0,97	0,00	5,19	2,35	747

Fonte: análise do autor com base nas informações da Economática

	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo	Curtose	Assimetria	Observações
Derivativos (R\$ mil)	193.008,13	0,00	610.638,65	6.929.296,00	0,00	34,53	5,21	762
Dívida Total (R\$ mil)	1.429.221,22	216.908,50	4.411.108,82	49.664.778,00	0,00	57,90	7,03	762
Receita Bruta (R\$ mil)	4.403.547,03	891.706,50	14.986.906,93	218.254.174,00	0,00	131,82	10,57	762
Patrimônio Líquido (R\$ mil)	2.482.825,79	456.571,50	9.129.718,07	113.854.117,00	0,00	75,37	8,21	762
Ativo Total (R\$ mil)	5.827.024,78	1.216.025,00	18.630.390,68	231.227.800,00	11.157,00	72,74	7,88	762
Q de Tobin	1,63	1,31	1,84	44,77	0,22	396,20	17,28	762

Tamanho (In Ativo Total)	14,06	14,01	1,72	19,26	9,32	-0,11	0,14	762
Liquidez	1,91	1,46	1,62	16,80	0,00	19,68	3,58	762
Alavancagem	0,12	0,10	0,11	0,62	0,00	1,22	1,10	762
Lucratividade	0,77	0,68	0,53	3,29	0,00	1,75	1,00	762
Oportunidade Investimento	-11,65	0,01	350,57	687,38	-9.651,34	754,22	-27,38	762
Diversificação Geográfica	0,09	0,00	0,17	0,97	0,00	5,37	2,38	762

Tabela 3-Descritivo Estatístico das Variáveis (762 Observações)

Fonte: análise do autor com base nas informações da Economática

Para mostrar a robustez dos resultados, rodamos as regressões com 762 observações, utilizando como variável explicativa de derivativos apenas sua utilização e com 747 observações, utilizando o saldo contábil informado nos balanços. Comparamos os resultados em termo de *R Quadrado*, significância das variáveis a níveis de 1% , 5% e 10% , utilizando efeito fixo empresa e tempo.

De um total de 762 observações para os anos de 2004 a 2007, 42,24% das empresas utilizaram derivativos em 2004, 47,27% em 2005, 38,34% em 2006 e 44,44% em 2007, conforme descrito na Tabela 4.

Tabela 4 - Utilização de Derivativos por número de empresas/ano

	Uso de Derivativos	Total	Percentual
2004	68	161	42,24%
2005	78	165	47,27%
2006	74	193	38,34%
2007	108	243	44,44%
Total geral	328	762	

Fonte: Bovespa/Notas Explicativas dos Balanços das Empresas

Já na Tabela 5 encontra-se um resumo da composição da amostra por Setor da economia e ano de análise.

Tabela 5 - Composição da Base de Dados por Setor da Economia/Ano

Setor	2004		2005		2006		2007	
	Empresas	Percentual	Empresas	Percentual	Empresas	Percentual	Empresas	Percentual
Comércio	6	3,73%	7	4,24%	10	5,18%	14	5,76%
Eletrônicos	4	2,48%	3	1,82%	6	3,11%	6	2,47%
Metalurgia	24	14,91%	23	13,94%	25	12,95%	22	9,05%
Petroquímico	16	9,94%	15	9,09%	17	8,81%	19	7,82%

Papel/Celulose	9	5,59%	10	6,06%	10	5,18%	11	4,53%
Alimentício	9	5,59%	11	6,67%	13	6,74%	20	8,23%
Têxtil	15	9,32%	14	8,48%	12	6,22%	16	6,58%
Maquinário	12	7,45%	10	6,06%	13	6,74%	17	7,00%
Serviços Públicos	38	23,60%	41	24,85%	48	24,87%	53	21,81%
Construção/Imobiliário	14	8,70%	15	9,09%	19	9,84%	36	14,81%
Outros	14	8,70%	16	9,70%	20	10,36%	29	11,93%
Total geral	161	100%	165	100%	193	100%	243	100%

Fontes: Economática/Bovespa

4. Resultados

4.1. Regressões

A Tabela 6 resume os resultados obtidos sobre como o Q de Tobin é afetado pelo uso de derivativos, práticas de Governança Corporativa e outras variáveis de controle, através de regressão em painel, com efeito fixo empresa e tempo. A estatística t é apresentada entre parêntesis. Não se observam grandes diferenças no resultado, ao controlar o uso de derivativos por *dummy* ou por saldo de derivativos.

Foram encontradas evidências de que quanto melhor as práticas de governança corporativa medidas pelo IGC, maior o Q de Tobin. Não foram encontradas evidências de que o uso de derivativos está relacionado com o Q de Tobin. Além disso, foram encontradas relações positivas e significativas do Q de Tobin com alavancagem financeira e lucratividade, conforme esperado pela literatura, mas uma relação negativa e significativa entre Q de Tobin e tamanho, e entre Q de Tobin e setor. A relação negativa entre Q de Tobin e setor é o contrário do que se espera na literatura. Ambas as regressões apresentaram *R Quadrado* na ordem de 73%. Todas as variáveis testadas apresentaram pequena diferença, tanto em termos de coeficiente como em relação à Estatística t, o que comprova a robustez das regressões.

Tabela 6 - Regressão Variáveis Explicativas

	Modelo 1	Modelo 2
Variável	Coeficiente	Coeficiente
Alavancagem	1,7288*** (1,8097)	1,7249*** (1,7369)
CGI_TOTAL	0,1171** (2,2292)	0,1228** (2,2825)
Dummy Uso de Derivativos	0,2611 (1,2184)	-
Saldo Contábil	-	1,38E-07 (0,7071)
Diversificação Geográfica	-0,1038 (-0,1702)	-0,5167 (-0,7423)
Liquidez	-0,0822 (-1,2106)	-0,0823 (-1,2106)
Lucratividade	1,4076* (4,7507)	1,4736* (4,8866)
Oportunidade de Investimento	-0,952E-05 (-0,5030)	-8,61E-05 (-0,4478)
Setor	-1,2492 (-1,5737)	-1,5042*** (-1,8881)
Tamanho	-2,8696* (-11,7516)	-2,9765* (-11,9338)
C (constante)	48,6037* (6,5912)	51,8205* (6,9107)
Estatística F	4,7213	4,73372
R Quadrado	0,7314	0,7378
Observações	762	747

(*), (**) e (***), representam a significância a 1%, 5% e 10% respectivamente.

(com

(*), (**) e (***), representam a significância a 1% ,5% e 10% respectivamente.

(*), (**) e (***), representam a significância a 1% ,5% e 10% respectivamente.

A Tabela 7 contém o resultado da análise sobre qual dimensão do índice de Governança Corporativa tem maior significância na explicação do Q de Tobin. Controlou-se apenas pelas variáveis explicativas que foram significativas na Tabela 6. Observa-se que as dimensões mais significativas para explicar o Q de Tobin são CGI 1 (*Disclosure* - Entrega de informações na data requerida), e CGI 15 (Direito do Acionista-Oferecimento de *tag along* além do legalmente requerido), ambas apresentando relação positiva, conforme o esperado.

Tabela 7 - Regressão Variáveis Significativas e todas as dimensões CGI

Variável	Coeficiente
Alavancagem	1,8587*** (1,8852)
Lucratividade	1,4946* (5,0767)
Setor	-1,4223*** (-1,7836)
Tamanho	-2,8843* (11,6911)
CGI 1	0,3401*** (1,6878)
CGI 2	0,2230 (0,8567)
CGI 3	0,0486 (0,1735)
CGI 4	0,2528 (1,0530)
CGI 5	-0,0387 (-0,2308)
CGI 6	-0,0885 (-0,4031)
CGI 7	-0,1777 (-0,7263)
CGI 8	0,0847 (0,2683)
CGI 9	0,3138 (0,8530)
CGI 10	0,1698

	(0,3175)
CGI 11	0,1161 (0,3506)
CGI 12	-0,0946 (-0,1906)
CGI 13	0,0225 (0,0561)
CGI 14	0,5207 (1,1480)
CGI 15	0,7596** (2,2020)
CGI 16	0,0459 (0,2413)
C (constante)	49,7696* (6,6725)
Estatística F	4,5360
R Quadrado	0,7353
Observações	762

(*), (**) e (***), representam a significância a 1% ,5% e 10% respectivamente.

A Tabela 8 resume os resultados da regressão entre o Q de Tobin e a interação entre uso de derivativos e melhores práticas de Governança Corporativa. Conforme apresentado na Tabela 6, como a regressão utilizando 762 observações não apresentou grandes diferenças com relação à regressão com 747 observações, só foi rodada a regressão com o maior número de observações e a *dummy* utilização de derivativos. Apenas as variáveis explicativas alavancagem, CGI Total, lucratividade, tamanho e setor foram utilizadas, já que em ambas as regressões anteriores as demais variáveis não se mostraram explicativas. Com *R Quadrado* de 73,12% , as variáveis significativas foram alavancagem, CGI Total, lucratividade e tamanho. A variável setor seria a significante apenas a 14%. Nenhuma variável cruzada foi significativa, com alto p-valor (entre 25% e 92%). A não-significância das *dummies* cruzadas, conjunto ou separadamente, pode ser explicada pelo fato de se tratar de produto de duas variáveis distintas, sendo que uma delas, a utilização de derivativos, já não tinha se mostrado explicativa do Q de Tobin.

Tabela 8 - Regressão Variáveis Significativas e *Dummies* cruzadas

Variável	1ª Regressão	2ª Regressão	3ª Regressão	4ª Regressão	5ª Regressão	6ª Regressão	7ª Regressão
	Coefficiente Estatística T	Coefficiente Estatística T	Coefficiente Estatística T	Coefficiente Estatística T	Coefficiente Estatística T	Coefficiente Estatística T	Coefficiente Estatística T
Alavancagem	1,9225** (2,0062)	1,8427*** (1,9334)	1,7961*** (1,8870)	1,8738** (1,9702)	1,8509*** (1,9446)	1,7923*** (1,8825)	1,8051*** (1,8974)
CGI_TOTAL	0,1062*** (1,9500)	0,1139** (2,2110)	0,1114** (2,1548)	0,1050** (2,0328)	0,1031** (1,9769)	0,1127** (2,1590)	0,1026*** (1,9384)
Lucratividade	1,4907* (5,1290)	1,4893* (5,1487)	1,4875* (5,1393)	1,4855* (5,1440)	1,4938* (5,1673)	1,4884* (5,1409)	1,4971* (5,1728)
Tamanho	-2,8673* (-11,7424)	-2,8131* (-11,6821)	-2,8035* (-11,6510)	-2,8516* (-11,7713)	-2,8339* (-11,7181)	-2,7983* (-11,6429)	-2,8176* (-11,6807)
DUMMY Disclosure e Derivativos	0,0554 (0,1974)	0,1787 (0,8472)	-	-	-	-	0,2021 (0,8577)
DUMMY Conselho e Derivativos	-0,0914 (-0,3557)	-	0,0830 (0,4198)	-	-	-	-
DUMMY Controle Acionário e Derivativos	0,3764 (1,1479)	-	-	0,3905 (1,5394)	-	-	-
DUMMY Direito Acionistas e Derivativos	0,1950 (0,6190)	-	-	-	0,3054 (1,1941)	-	-
DUMMY Inv. Institucional e Derivativos	-0,0834 (-0,3274)	-	-	-	-	0,0151 (0,0663)	-
DUMMY CGI Total e Derivativos	-0,0394 (-0,1102)	-	-	-	-	-	0,2021 (0,8577)
C (constante)	47,9474* (6,5106)	47,8441* (6,5239)	48,0335* (6,5458)	47,9971* (6,5668)	47,8983* (6,5438)	48,2249* (6,5834)	47,9201* (6,5390)
Estatística F	4.6728	4.7757	4.7685	4.7979	4.7853	4.7661	4.7760
R Quadrado	0.7312	0.7299	0.7296	0.7308	0.7303	0.7295	0.7299
Observações	762	762	762	762	762	762	762

(*), (**) e (***), representam a significância a 1% ,5% e 10% respectivamente.

De modo geral, não se encontrou uma relação significativa do uso de derivativos e o Q de Tobin, mesmo aliando esse uso às melhores práticas de governança corporativa. Exceção pode ser feita para o uso de derivativos aliado às melhores práticas de estrutura de controle acionário, porém com significância muito fraca de 12,5%. Esta dimensão do CGI reflete a participação dos acionistas majoritários no capital total, a proporção entre ações ordinárias e preferenciais e número de ações preferenciais da empresa.

Comparando-se os resultados obtidos neste trabalho com os similares de Rossi (2007) e Allayannis e Weston (2001), nota-se que a alavancagem apresentou correlação positiva com valor da empresa. Essa evidência também foi encontrada nos dois trabalhos citados, e uma possível explicação, de acordo com Rossi (2007), são os benefícios fiscais da dívida. Pode dizer também que no Brasil a alavancagem financeira das empresas ainda é baixa, e deve estar abaixo do nível ótimo. Desta maneira, quanto maior esse índice, maior deve ser a criação de valor.

Já a lucratividade apresentou resultado em linha com Rossi (2007) e Allayannis e Weston (2001), com sinal positivo nas regressões. Esta evidência está relacionada com o fato

de empresas mais lucrativas devem ser negociadas com um prêmio em relação às aquelas menos rentáveis, apresentando, portanto, uma correlação positiva com o valor da empresa.

A variável tamanho não apresentou relacionamento positivo, conforme obtido por Rossi (2007), que defende que empresas maiores tendem a concentrar melhor capital humano e portanto ter melhor capacidade de administração dos seus recursos, agregando valor à empresa. Já Allayannis e Weston (2001) sugerem que o relacionamento desta variável com o valor pode ser ambíguo.

Quanto à variável setor, Rossi (2007) argumenta que um setor específico pode apresentar Q mais altos, não necessariamente por conta de uma variável específica, apenas pela concentração. Mesma conclusão foi obtida por Allayannis e Weston (2001). Neste trabalho, apresentou correlação negativa com valor, indicando que o setor propriamente dito não cria valor, podendo apenas concentrar empresas com Q de Tobin mais altos.

As demais variáveis de controle apresentadas naqueles dois artigos não se mostraram significativas neste estudo.

Allayannis e Leal (2007) estudaram o efeito da Governança Corporativa na decisão das empresas de fazer hedge. Não tem o mesmo escopo deste estudo, mas os autores encontraram evidências que a governança interna (da empresa) e externa (do país) tinham relação positiva com a decisão. Analisaram os motivadores da utilização de derivativos, e o posterior efeito da utilização no valor da empresa, encontrando correlação positiva.

Uma possível explicação para não-significância da utilização de derivativos é que neste trabalho, ao contrário dos anteriores, é o controle pela variável Governança Corporativa, que se mostrou mais explicativa que apenas a utilização de derivativos.

Foram encontradas evidências que as melhores práticas de governança corporativa agregam valor para as empresas, em linha com Carvalhal-da-Silva e Leal (2004). Além desta variável, duas outras variáveis comuns a este trabalho foram utilizadas pelos autores: alavancagem e tamanho da firma. Ambas foram consideradas significativas, com correlação positiva ao valor da empresa.

5. CONCLUSÃO

A utilização de derivativos não demonstrou agregar valor às empresas, ao contrário da maior parte da literatura relacionada, como, por exemplo, Rossi (2007) e Allaynnis e Weston (2001).

Uma possível explicação é o controle por melhores práticas de Governança Corporativa, ausente em Rossi (2007) e o ambiente brasileiro que difere do ambiente norte-americano estudado por Allaynnis e Weston (2001). O intuito deste trabalho é verificar a adição de valor às empresas através da utilização de derivativos *aliada* às melhores práticas de governança corporativa, que poderia ter se mostrado bem mais explicativa que apenas a utilização de derivativos analisada separadamente.

O Índice de Governança Corporativa apresentou, conforme esperado, correlação positiva com o valor da empresa, com um p-valor bastante baixo. Este resultado está em linha com a literatura, especificamente com o resultado obtido por Carvalhal-da-Silva e Leal (2004). Ao contrário da utilização de derivativos, o questionário do Índice é bastante claro, objetivo e direto. As informações necessárias estão claramente dispostas nos Relatórios Anuais das Empresas analisadas, bem como o critério para resposta a cada pergunta.

Uma melhora do índice pode estar relacionada com a inclusão de mais uma pergunta na parte da composição e Funcionamento do conselho, relacionada especificamente à presença de Conselheiros Independentes, mais preocupados com a melhoria da Governança do que com questões de auditoria, *compliance* e processos internos, questões estas que costumam ser foco de conselheiros não-independentes, que tem foco mais operacional. Esta é uma informação disponível para consulta aberta.

Uma limitação deste índice refere-se ao fato de alguns autores sugerirem remuneração variável de gerentes vinculada às ações da empresa, como melhor forma de incentivá-los a criar valor para as empresas. Esta não é uma informação aberta ao público nos documentos publicados pelas empresas.

A falta de transparência na abertura da posição de derivativos é uma explicação para o fato de não termos encontrado evidências para a criação de valor para as empresas que utilizam derivativos. Até Dezembro de 2008, as informações sobre a utilização de derivativos eram bastante imprecisas, variando desde apenas sua utilização, sem fazer qualquer menção se tratava de seu valor contábil ou de mercado, o tipo de posição (comprada ou vendida), entre outras. Além disso, as empresas têm exposição a diferentes tipos de oscilação (de moeda, de juros e de *commodities*), o que torna ainda mais difícil uma avaliação mais detalhada sobre a utilização dos derivativos.

Outro problema relacionado com esta variável está relacionado à sua posição em 31 de dezembro de cada ano, pois quando a informação de saldo contábil estava disponível, ela não dava qualquer tipo de informação sobre a duração daquele contrato, se tratava de uma posição longa ou curta no referido ativo (passivo).

Barton (2001) e Allayannis e Ofek (2001), de maneiras levemente diferentes, sugerem que a melhor maneira de verificar a utilização de derivativos é a utilização de uma Proxy medida pela razão do saldo em derivativos e a posição a ser protegida. Conforme colocado anteriormente, seria interessante criar uma variável Proxy que fosse mais explicativa de derivativos, do que apenas o seu saldo contábil, como a razão entre sua posição contábil

sua exposição específica, e separar nos três diferentes tipos (moeda, juros e *commodities*). Infelizmente não há tal grau de abertura nas notas explicativas dos balanços.

Allayannis e Ofek (2001) sugerem que exposição “vendida” (provenientes de receitas advindas de vendas ou operações externas) e “comprada” (advindas de dívidas diversas em moeda estrangeira) tenha efeitos distintos com a valorização e a desvalorização da moeda, dependendo do perfil de exposição da empresa.

Masulis e Thomas (2008) abordam uma questão importante com relação à utilização de derivativos, que é a natureza destes produtos propriamente ditos. São operações de natureza complexa, muito sensíveis à volatilidade de mercado, que podem ser realizadas sem necessidade de compra ou venda do ativo real, em volumes bastante elevados (não há controle “efetivo” sobre as posições que uma empresa pode assumir), podendo ser liquidadas em questão de minutos. A mesma característica com relação ao valor que ele agrega, dado que em um determinado momento ele pode apresentar valores positivos e instantes depois negativos. Portanto, o dado sobre a utilização de derivativos em 31 de dezembro do referido ano, ainda que seja uma informação disponível, está longe de ser boa medida para o valor das empresas.

Para estudos futuros, seria interessante criar variáveis distintas, para posições “compradas” ou “vendidas” em derivativos, para melhor captura da sensibilidade do Q de Tobin em relação a estas variáveis.

Uma limitação deste trabalho está relacionada à base de dados utilizada. Não foi possível incluir o ano de 2008 porque a maioria das empresas só divulga os Relatórios Anuais com data-base 31/12/2008 em meados de 2009, comprometendo o levantamento de dados necessários para este estudo. O grau de abertura exigido pela Comissão de Valores Mobiliários a partir de Dezembro de 2008 iria refletir um maior detalhamento das informações sobre derivativos, especificamente para a análise de dados deste ano. A crise mundial internacional com início em setembro de 2008, teve como um dos efeitos na economia brasileira a forte desvalorização do Real frente ao dólar norte-americano, da ordem de 40%. A moeda variou de cotações na casa de R\$ 1,60 no início de Setembro de 2008 até uma cotação máxima de R\$ 2,60 no início de Dezembro de 2008, levando várias empresas, algumas de capital aberto (como Sadia, Aracruz e Votorantim) e outras empresas fechadas a terem sérios problemas com a utilização em excesso de derivativos, com destaque para o *Target Forward* (“Tarf”) apostando na queda do dólar. Em comum, estas empresas pagaram enormes somas de recursos financeiros para liquidarem estas operações, que tinham como principal característica uma perda limitada para os bancos e um potencial de perda quase que

exponencial para as empresas que vendiam dólar, neste ambiente. Algumas sequer tinham posição exportadora, e neste caso ficou clara a destruição de valor para a empresa com a utilização destes instrumentos.

Um possível refinamento deste estudo seria incluir um método não-paramétrico para a estimação do impacto da utilização de derivativos sobre o valor da firma, conforme sugerido por Rossi (2007). Seria necessário verificar a diferença do valor de duas firmas, se a única diferença entre elas fosse a utilização de derivativos, através de modelo *probit*. Este método não foi utilizado neste caso porque não haveria meio de aliar a utilização de derivativos às melhores práticas de governança corporativa, já que esta última não é uma variável do tipo “sim” ou “não”. Empresas podem ter melhores ou piores práticas, seria necessário comparar empresas “acima da média” com empresas “abaixo da média”.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALLAYANNIS, George; LEL, Ugur; MILLER, Darius P.; **Corporate Governance and the Hedging Premium around the World**, EUA, Novembro de 2007.

ALLAYANNIS, George; OFEK, Eli; **Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives**, Journal of International Money and Finance, v.20, p. 273-296, 2001.

ALLAYANNIS, George; WESTON, James; **The use of Foreign Derivatives and Firm Market Value**, The Review of Financial Studies, v.14, nº 1, p. 243-276, Março de 2001.

BARTON, Jan. **Does the Use of Financial Derivatives Affect Earnings Management Decisions?** EUA, The Accounting Review, v. 76, nº. 1, p.1-26, Janeiro de 2001.

DEMARZO, P.; DUFFIE, D.; **Corporate incentives for hedging and hedge accounting**, EUA, The Review of Financial Studies, v. 95 (8), p.743-771, 1995.

FROOT,K.; SCHARFSTEIN, D.;STEIN,J., **Risk Management: coordinating corporate investment and financing policies**, EUA, Journal of Finance, v. 48, p. 1624-1658, Dezembro de 1993.

LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, André; **Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil**, Rio de Janeiro, 2004.

MASULIS, Ronald W.; THOMAS, Randall S. **Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance**, EUA, Setembro de 2008.

NANCE,D.; SMITH, C.; SMITHSON,C.; **On the determinants of Corporate Hedging**, EUA, Journal of Finance, v. 48, p. 267-284, Março de 1993

ROSSI, José Luiz. **A Utilização de Derivativos Agrega Valor à Firma? Um estudo de caso Brasileiro**, São Paulo, 2007.

SMITH,C.; STULZ,R.; **The determinants of firm's hedging policies**, EUA, Journal of Financial and Quantitative Analysis,v.20, p. 391-405, Dezembro de 1985.

STULZ,R.; **Optimal hedging policies**, EUA, Journal of Financial and Quantitative Analysis,v.19, p. 127-140, Junho de 1984.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)