

## Estrutura de Governança, *Accruals*, *Hedge* e Valor das Empresas

### Governance Structure, *Accruals*, *Hedge* and Firm Value

*Leandro Augusto Toigo*(1); *Franciele Wrubel*(2); *Roberto Carlos Klann*(3)

1 Universidade Estadual do Oeste do Paraná (UNIOESTE), Cascavel, PR, Brasil.

E-mail: leandro.toigo@unioeste.br

2 Universidade Estadual do Oeste do Paraná (UNIOESTE), Cascavel, PR, Brasil.

E-mail: franciele\_wrubel@yahoo.com.br

3 Fundação Universidade Regional de Blumenau (FURB), Blumenau, SC, Brasil.

E-mail: rklann@furb.br

**Revista de Administração IMED**, Passo Fundo, vol. 7, n. 2, p. 139-165, Jul.-Dez., 2017 - ISSN 2237-7956

[Recebido: Jun. 19, 2017; Aceito: Out. 05, 2017]

DOI: <https://doi.org/10.18256/2237-7956.2017.v7i2.1976>

#### Endereço correspondente / Correspondence address

Leandro Augusto Toigo

Universidade Estadual do Oeste do Paraná (UNIOESTE)

Rua Universitária, 2069 – Bairro Universitário

CEP 85819-110 – Cascavel, PR, Brasil

Sistema de Avaliação: *Double Blind Review*

Editor-chefe: Kenny Basso

Como citar este artigo / How to cite item: [clique aqui/click here!](#)

## Resumo

O objetivo desta pesquisa foi analisar a influência da estrutura de governança, dos *accruals* discricionários e do *hedge* no valor das empresas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA. A amostra, aleatória e probabilística, é constituída por 88 empresas listadas no nível de governança do Novo Mercado. Os resultados encontrados com a aplicação da correlação de *Pearson* e da regressão linear múltipla demonstram que os *accruals* discricionários (AD), *hedge* (HD) e algumas características de governança (GC) não apresentaram relação significativa com o valor das empresas. Conclui-se que, tais variáveis não são consideradas pelos investidores, ou pelo menos, não impactam de modo significativo o preço das ações e consequentemente no valor das companhias.

**Palavras-chave:** valor da empresa, governança corporativa, gerenciamento de resultado, *hedge*

## Abstract

The objective of this paper was to analyze the influence of the governance structure, discretionary accruals and hedge the value of firms in the Novo Mercado of BM&FBOVESPA. The sample, random and probabilistic, consists of 88 companies listed on the governance level of the Novo Mercado. The results of the application of Pearson correlation and multiple linear regression showed that the discretionary accruals (AD), hedge (HD) and some characteristics of governance (CG) showed no significant relationship with firm value. We conclude that such variables are not considered by investors, or at least not significantly impact the stock price and consequently the value of firms.

**Keywords:** firm value, corporate governance, earning management, hedge

## 1 Introdução

O crescimento das empresas das últimas décadas tem resultado em grandes organizações e culminado na separação entre a propriedade e a gestão. Este ambiente é diferente daquele já observado antes da revolução industrial, quando as empresas possuíam gestão centralizada, exercida principalmente pelos seus proprietários. Neste cenário de grandes empresas, assegurar a harmonia entre os interesses dos gestores e proprietários e ainda garantir que não esbarrem naqueles dos fornecedores, clientes, consumidores e funcionários tornou-se cada vez mais difícil.

Alchian e Demsetz (1972), Ross (1973) e Jensen e Meckling (1976) abordam que as empresas são geridas por relações de contratos, e que existem muitos conflitos de interesses, principalmente no mais alto nível da hierarquia da companhia. Neste sentido, Jensen e Meckling (1976) relatam a existência de relação de agência entre acionistas e administradores, no qual o último atua com agente do primeiro, sendo remunerado para agir de acordo com os interesses dos proprietários da corporação. Silveira, Barros e Famá (2003) mencionam que muitas vezes os gestores tomam decisões objetivando a maximização de seus interesses pessoais e não dos acionistas, resultando na expropriação da riqueza dos proprietários.

Para a minimização destes conflitos de agência, as organizações foram adotando ao longo dos anos uma estrutura de governança corporativa (GC) (OECD, 2004), ou seja, um conjunto de regras que regulam o processo decisório (Carvalho, 2007). A GC constituída na empresa deve buscar a evidenciação oportuna e precisa de todos os fatos relevantes referentes à companhia, para minimizar o conflito de interesses, evidenciando assim, principalmente a posição financeira, o desempenho, a participação acionária e de governança (OECD, 2004).

Os problemas de agência tendem a ser minimizados por meio da aplicação de um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivos e controle. Tais mecanismos começaram a ser vistos como “Governança Corporativa” (Saito & Da Silveira, 2008). Além de mecanismos de governança corporativa, alguns estudos relatam como práticas de governança. Grove *et al.* (2011) e Gama e Galvão (2012) abordam que as boas práticas de governança corporativa otimizam o desempenho das companhias. Monks (2002) e La Rocca (2007) mencionam que as boas práticas geram valor de mercado para a companhia. Berthelot, Morris e Morris (2010) relatam que a adoção das melhores práticas de governança corporativa possibilita à empresa ter acesso facilitado ao capital, atraindo investidores em potencial.

O gerenciamento de resultados corresponde a ações que os agentes podem praticar em benefício próprio e não do principal (Barton, 2001), portanto, o gerenciamento de resultados é tratado com a lente da Teoria da Agência neste estudo. Os dispositivos de gerenciamento de resultados podem ser provocados por mecanismos

artificiais, tal como os *accruals* discricionários (uma forma possível de gerenciamento de resultados).

Klann (2011) aborda que os *accruals* totais são divididos em: discricionários e não discricionários. A parte discricionária é aquela que é gerenciável, ou depende de julgamento do gestor, como, por exemplo, a depreciação. Já o *accruals* não discricionários, por sua vez, são aqueles provenientes do próprio regime de competência adotado pela contabilidade, tal como as vendas a prazo. De acordo com Martinez (2008), *accruals* discricionários são *proxy* do gerenciamento de resultados contábeis e o grande desafio é estimar o seu valor, sendo que estes podem ser positivos ou negativos, representando que a empresa está gerenciando seus resultados para melhorá-los ou piorá-los.

Klein (2002) e Borokhovich, Brunarski, Crutchely e Simkins (2004) mencionam que a estrutura de governança corporativa (GC) influencia os níveis de *accruals* discricionários e operações de *hedge*. Borokhovich *et al.* (2004) analisaram uma amostra de 284 empresas dos Estados Unidos que utilizavam *hedge* em 1994 e os resultados indicam que o uso do derivativo aumenta à medida que a proporção de conselheiros externos aumenta. Além disso, constataram que conselheiros externos são monitores eficazes de desempenho da empresa e operações de *hedge* são usadas para o benefício exclusivo da empresa e não para benefícios particulares dos seus diretores.

Até 2004 nenhum estudo encontrado havia abordado sobre como o gerenciamento de resultados, a estrutura de governança e *hedge* poderiam influenciar o valor da empresa. Assim, Zhang, Huang, Deis, e Moffitt (2005) realizaram uma pesquisa em empresas norte-americanas com diferentes características de governança e verificaram que o valor da empresa diminuía com a utilização do gerenciamento de resultados (*accruals* discricionários) e aumentava com a utilização do *hedge*, utilização essa que proporciona reflexões e debates sobre a adoção do *hedge*.

O estudo de Zhang *et al.* (2005), se replicado no Brasil, poderia proporcionar outros resultados em decorrência da estrutura de capital do país, baseando-se em La Porta, Shleifer, Lopez-De-Silanes e Vishny, (2002), Silveira, Lanzana, Barros e Famá (2004), Saito e Silveira (2008), entre outros. A base conceitual sobre governança corporativa foi desenvolvida basicamente para o contexto anglo-saxão, no qual impera a estrutura de capital pulverizada (Silveira *et al.*, 2004). No resto do mundo prevalece a existência da concentração de propriedade de capital, sendo que o Brasil está inserido nesta última definição (La Porta *et al.*, 2002).

Alguns outros estudos contribuem com a discussão desse tema. No estudo de Claessens, Djankov, Fan e Lang (2002), sobre a estrutura de capital e o valor de mercado de companhias abertas do leste-asiático, com base em amostra de 1.301 empresas, encontraram-se evidências de uma relação negativa entre o valor da empresa e a diferença de direitos de controle e direitos de fluxo de caixa do acionista

controlador. Leal, Ferreira, Silva e Valadares (2002) avaliaram o valor da empresa e a estrutura de propriedade no mercado de capitais brasileiro e encontraram evidências de uma relação negativa não-significante estatisticamente entre a concentração e o valor das empresas.

Com base nos resultados de estudos mencionados e principalmente na pesquisa de Zhang *et al.* (2005), elaborou-se a seguinte pergunta de pesquisa: qual a influência da estrutura de governança, dos *accruals* discricionários e do *hedge* no valor das companhias do nível de governança do novo mercado da BM&FBOVESPA? Assim, o estudo objetiva identificar a relação do valor da empresa, calculado pelo Q de Tobin, com as principais características de governança corporativa, com os *accruals* discricionários e com a informação da prática de *hedge*.

As empresas brasileiras do nível de governança corporativa Novo Mercado da BMF&BOVESPA foram definidas como objeto de pesquisa por representarem aquelas com mais alto nível de governança no Brasil. Esse nível de GC possui empresas que mais divulgam sobre *hedge* (Fernandes, Moura, Oro, & Santana, 2012), portanto, disponibilizam informações necessárias para o estudo.

Assim, a justificativa para o estudo ocorre uma vez que se contribui para a literatura nos seguintes aspectos: (i) amplia o conhecimento sobre a relação entre o valor da empresa, a estrutura de governança corporativa, por meio da abordagem das características da empresa; a contabilidade de *hedge* e o gerenciamento de resultados; (ii) identifica a estrutura de capital escolhida pelas empresas investigadas e sua influência na criação de valor aos acionistas; (iii) estuda as abordagens no contexto do mercado de capitais brasileiro; (iv) fornece subsídios para a melhor compreensão sobre o tema da estrutura de governança corporativa brasileira; e (v) busca comparar os resultados com outros relacionados.

## 2 Fundamentação Teórica

### 2.1 Características de Governança Corporativa

O ambiente empresarial brasileiro apresenta grande concentração de propriedade, sendo que, o principal conflito de agência existe na relação entre acionistas controladores e minoritários (Saito & Silveira, 2008). Objetivando o aprimoramento da governança corporativa, que busca a redução dos conflitos de agência, as organizações adotam algumas medidas, que também são conhecidas por características ou estrutura de governança, sendo estas, objeto deste estudo e apresentadas ao longo desta seção.

A existência de conselheiros não executivos no conselho de administração atua para a redução dos conflitos entre principal e agente (Fama & Jensen, 1983). Sendo assim, constantes mudanças devem ser implantadas para aumentar a independência do

conselho de administração. Quanto às boas características ou práticas de GC, o IBGC (2013) enfatiza que elas aumentam a independência do conselho de administração, considerando, principalmente, o aumento no número de conselheiros não executivos e a separação das funções de CEO e presidente do conselho de administração (Dualidade).

Na maioria dos países, a propriedade concentrada é a estrutura predominante nas companhias de capital aberto, sendo que isso muda o foco dos estudos de agência para a relação entre os acionistas controladores e os minoritários. Dessa forma, a abordagem da Teoria da Agência pela expressão principal-agente não se restringe apenas à relação do proprietário e administrador, tem caráter amplo e alcança a relação entre acionistas minoritários e majoritários (La Porta, Lopes-De-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000).

Embora a participação dos investidores institucionais e estrangeiros nas empresas brasileiras seja cada vez mais significativa, Silveira (2002, p. 31) destaca que “a forte concentração das ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança das companhias abertas brasileiras, com uma ausência quase total de empresas de propriedade pulverizada”. Os investidores institucionais, por meio de ações de propriedade concentrada, juntamente com a força financeira e competências da instituição, são capazes de efetivamente superar o problema da participação difusa (Tan & Keeper, 2008). São exemplos de investidores institucionais: as instituições financeiras, as companhias de seguros, os fundos de pensões, os bancos, as sociedades de investimentos e outras qualificadas em lei.

## 2.2 Gerenciamento de Resultados

A prática de gerenciamento de resultados já vem sendo pesquisada há alguns anos por estudiosos que avaliam os conflitos de agência entre o principal e o agente (Jensen e Meckling, 1976). Com o crescimento das empresas e a impossibilidade do principal (proprietário) acompanhar todas as suas ações, houve a necessidade da contratação de agentes (executivos). A partir disso, surge o problema de assimetria de informação entre o principal e o agente, bem como a manipulação de resultados contábeis por meio do gerenciamento de resultados, pelo qual o agente obtém benefícios pessoais (Martinez, 2001).

Teoh, Welch e Wong (1998) explicam que o *accrual* discricionário é a forma mais utilizada para detectar o gerenciamento de resultados. O referido *accrual* envolve ativos e passivos que suportam as operações cotidianas das organizações, que por sua vez, podem ser utilizados para aumentar o reconhecimento da receita. Martinez (2008) detalha que *accrual* corresponde à diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido, ou seja, todas as contas de resultado que entraram no cômputo do lucro, mas que não implicam em necessária movimentação de disponível. Neste sentido, não existe erro no registro dos *accruals* que objetivam mensurar o lucro no sentido econômico, independente da movimentação financeira. Entretanto, quando o

gestor, por sua iniciativa, aumenta ou diminui o *accrual* objetivando influenciar o lucro líquido, daí ocorre o *accrual* discricionário (AD).

### 2.3 Operações com *Hedge*

Trata-se *hedge* como um contrato financeiro “cujo valor deriva de um ativo subjacente, preço de *commodity*, índice, taxa ou evento. Eles comumente são designados por nomes, como termo, futuro, opção e *swap*, e frequentemente estão embutidos em títulos híbridos ou estruturados” (Dodd & Griffith-Jones, 2007, p. 13).

Bodie e Merton (1999) definem que a principal finalidade da existência dos instrumentos de *hedge* é garantir a proteção dos agentes econômicos frente aos riscos inerentes de suas próprias operações, tais como: taxa de câmbio, as ações, os índices da bolsa de valores, as taxas de juros, as *commodities* agropecuárias, dentre outros itens, mas que possuem, em geral, razoáveis taxas de oscilações. Com base nisso, é oportuno observar: o *hedge* não é um meio de geração de lucros, mas sim, um método de se evitar riscos desnecessários, aumentando o bem-estar dos indivíduos e empresas envolvidas.

Quando se trata sobre a contabilidade de *hedge* (*hedge accounting*), um marco foi a emissão do SFAS 133 pelo *Financial Accounting Standards Board* (FASB) em 1998, sendo que este definiu as regras para o reconhecimento, a mensuração e a divulgação das operações de *hedge*. Logo após foi emitida a IAS 39 de 2001 – Instrumentos financeiros: reconhecimento e mensuração, emitida pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), órgão internacional que publica e atualiza normas internacionais de contabilidade (Fernandes *et al.*, 2012).

### 2.4 A Estrutura de Governança Corporativa, Gerenciamento de Resultados e *Hedge* como Determinantes do Valor da Empresa

Embora poucos estudos tenham investigado se o gerenciamento de resultados afeta diretamente o valor da empresa (Zhang *et al.*, 2005), diversos estudos registraram a relação entre a estrutura de governança e o gerenciamento de resultados. Por exemplo, Klein (2002) encontrou evidências de relação negativa entre a característica de governança corporativa de independência do comitê de auditoria e a manipulação de resultados. Xie, Davidson e Dadalt (2003) encontraram evidências que o gerenciamento de resultados diminui com o percentual de diretores externos ocupando assentos no comitê de auditoria e no conselho de administração. O gerenciamento de resultados ocorre com mais frequência em empresas cujos conselhos de administração são constituídos basicamente por membros internos (Dechow & Skinner, 2000). As empresas que empregam ex-sócios como diretores executivos registraram elevados *accruals* discricionários (Menon & Willians, 2004). Beasley (1996) encontrou evidências de que diretores externos reduzem a probabilidade de fraudes contábeis.

Já quanto à relação entre o gerenciamento de resultados e o uso de *hedge*, Barton (2001), a partir de uma amostra de empresas da revista Fortune 500, referente ao período de 1994-1996, encontrou evidências que os gerentes usavam *accruals* discricionários e registro de *hedge* de taxas de juros e derivativos cambiais para o gerenciamento de resultados, sendo que tal gerenciamento buscava reduzir a volatilidade dos resultados.

Os ganhos do *hedge* surgiram a partir da redução dos custos financeiros (Smith & Stutz, 1985) e com o aumento da capacidade de endividamento e maiores benefícios fiscais (Leland, 1998). Operações de *hedge* também aumentam o valor da empresa quando há financiamento externo elevado e o fluxo de caixa interno não é suficiente para cobrir as necessidades de investimentos (Froot & Scharfstein, 1993). Ganhos com o *hedge* surgem a partir dos prêmios exigidos pelos gestores para reduzir o risco (Stulz, 1984; Smith & Stulz, 1985).

Estudos empíricos fornecem indicações de que as operações de *hedge* aumentam o valor da empresa. Gay e Nam (1998) compararam 325 usuários de derivativos e 161 não usuários e encontraram uma associação positiva entre as características de crescimento e o uso de derivativos. Bartram, Brown e Fehle (2009) investigaram o uso corporativo de *hedge* em 50 países e encontraram efeitos de valorização positivos apenas para as empresas que fazem operações de *hedge* com taxas de juro. Guay e Kothari (2003) sugerem que as operações de *hedge* geram aumento modesto do fluxo de caixa e do valor da empresa. Carter, Rogers e Simkins (2006) examinaram operações de *hedge* de combustíveis no setor econômico aeronáutico e encontraram efeitos de valorização positiva.

Allayannis e Weston (2001), que estudaram uma amostra de 720 empresas não financeiras norte-americanas, encontraram relação positiva entre o valor da firma e a utilização de derivativos de câmbio. Em seu estudo, mostraram que empresas que possuíam exposição cambial e utilizavam derivativos tinham, em média, valor da empresa medido pelo Q de Tobin 4,87% maior se comparado ao das empresas que não faziam uso de instrumentos de proteção.

Pesquisas sobre a relação entre a estrutura de governança corporativa e o desempenho da empresa também são encontradas. Silva (2004) pesquisou os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, na estrutura de capital e na política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras. Os resultados revelaram que existe relação positiva e estatisticamente significativa entre a estrutura de governança, o valor de mercado, a alavancagem financeira e as políticas de dividendos das empresas.

Hassan e Halbouni (2013) investigaram o efeito dos mecanismos de governança corporativa sobre o desempenho financeiro de 95 empresas financeiras e não financeiras dos Emirados Árabes Unidos, com base em dados publicados em 2008. Os resultados mostram que a divulgação voluntária, a dualidade do CEO e o tamanho

do conselho influenciavam significativamente a medida de desempenho baseada em contabilidade dos Emirados Árabes Unidos. Por outro lado, nenhuma das variáveis de governança afetou significativamente a medida de desempenho de mercado das empresas. Os resultados também revelam que o tamanho da empresa foi a única variável de controle que influenciou significativamente o desempenho das companhias.

Foram apresentados nesta seção diversos estudos que encontraram relação positiva entre a utilização de operações de *hedge* e o valor da empresa, encontrado por meio do Q de Tobin. A estrutura de governança corporativa (GC) profissionalizada reduz os níveis elevados de *accruals* discricionários (uma forma possível de gerenciamento de resultados) e maximiza as operações de *hedge* (Klein, 2002, Borokhovich *et al.*, 2004). O gerenciamento de resultados, positivo ou negativo, tem influência negativa no valor da empresa (Bao e Bao, 2004; Zhang *et al.*, 2005), enquanto a influência da utilização do *hedge* é positiva (Zhang *et al.*, 2005).

### 3 Método

Quanto aos procedimentos de pesquisa, o formato é documental, pois foram utilizados relatórios publicados e disponíveis no formulário de referência do sítio da BM&FBOVESPA e na Economática®. No que concerne ao método de abordagem do problema proposto, o estudo é quantitativo, pois visa analisar a relação e correlação obtida por meio de programa estatístico entre as variáveis de valor da empresa e características de governança corporativa, *hedge* e *accruals* discricionários. A pesquisa caracteriza-se também como descritiva, pois busca descrever a relação entre a variável dependente: valor da empresa, e as demais variáveis independentes: características de governança corporativa, *accruals* discricionários, *hedge* e variáveis de controle.

Analisando somente empresas do nível de governança corporativa Novo Mercado, foram obtidas inicialmente 128 empresas listadas na BM&FBOVESPA em 2013. Para a definição da amostra foram extraídas as instituições financeiras, por estarem sujeitas às regras próprias do Conselho Monetário Nacional, e as *holdings*, pois este tipo de empresa estaria duplicando a contagem da contabilidade do *hedge*. Portanto, com uma população ajustada de 112 companhias foi definida a amostra de 88 entidades selecionadas aleatoriamente, que de acordo com o teste de amostra, apresentou nível de confiança de 95,5% e erro amostral de 5%.

Para mensurar o valor das empresas coletaram-se informações provenientes da base de dados Economática®, tais como: Valor total das ações no mercado, Valor total das dívidas da companhia e Valor total dos ativos e aplicou-se a fórmula simplificada do Q do Tobin proposta por Chung e Pruitt (1994).

Com o objetivo de verificar quais eram as empresas que adotavam *hedge* foi realizada análise de conteúdo do relatório da administração e nota explicativa das 88

companhias da amostra referente ao ano de 2012, sendo que, para classificar como adotantes ou não adotantes, foi aplicado o constructo obtido do Pronunciamento Técnico CPC 40 (R1) (2012). Das 88 companhias da amostra, foram obtidos dois grupos: 1) o primeiro composto por 26 companhias que não possuem operações de *hedge*; 2) o segundo grupo é composto por 62 empresas que declararam a prática de *hedge*.

Depois de verificada a adoção do *hedge*, foram coletadas as informações sobre a estrutura de governança deste grupo de empresas, sendo que para isso, foram consultados os formulários de referência disponíveis no sítio da BM&FBOVESPA.

No estudo também foi utilizada a variável *accrual* discricionário (AD), com base nos dados médios de três anos anteriores (2010 a 2012) para capturar a variação do período e a possível influência no valor da empresa em 2012. Os *accruals* foram mensurados pelo modelo de Kang e Silvaramakrishnan (1995), que segundo Thomas e Zhang (2000), é um dos melhores modelos de avaliação de gerenciamento de resultados, pois opera diretamente nas contas do Balanço Patrimonial e utiliza procedimento estatístico que proporciona maior robustez aos resultados.

Após o levantamento das variáveis de governança, *hedge* e *accruals*, também foram coletadas características da estrutura de capital das empresas, ou variáveis financeiras, para que pudessem ser utilizadas como variáveis de controle, tais como: tamanho do ativo (TAM), retorno dos ativos (ROA) e liquidez corrente (LIQ), pois estão vinculadas ao aprimoramento da governança corporativa, segundo Procianny e Schnorrenberger (2004) e Silva (2004). Estes dados financeiros foram obtidos da base de dados Economática®.

A base conceitual das variáveis estão relacionadas na Figura 1, que apresenta a abreviatura da variável, a descrição e os autores para embasá-las teoricamente.

VARIÁVEL	DESCRIÇÃO	AUTOR (ANO)
<b>Variável dependente:</b>		
Q de Tobin	<p>Q de Tobin = <math>(VMA + D) / AT</math>                      Onde: “VMA”: Valor de Mercado das Ações (quantidade total de ações x preço da ação); “AT”: Ativo Total Contábil; “D”: valor total das dívidas.</p>	Chung e Pruitt (1994), Silveira (2002), Zhang et al. (2005), Hassan e Halbouni (2013)
<b>Variável independente: <i>Accruals</i> discricionários:</b>		
AD – <i>Accruals</i> discricionário	<p>AD são computados como resíduos da equação:  <math>AT_{it} = \emptyset_0 + \emptyset_1[\delta_1 Rec_{it}] + \emptyset_2[\delta_2 Desp_{it}] + \emptyset_3[\delta_3 At.Imob_{it}] + \varepsilon_{it}</math>  <math>AD_{it} = AT_{it} - \{\emptyset_0 + \emptyset_1[\delta_1 Rec_{it}] + \emptyset_2[\delta_2 Des_{it}] + \emptyset_3[\delta_3 At.Imob_{it}]\}</math>  <math>AD_{it} = AT_{it} - \{\emptyset_0 + \emptyset_1[\delta_1 Rec_{it}] + \emptyset_2[\delta_2 Des_{it}] + \emptyset_3[\delta_3 At.Imob_{it}]\}</math>                      Onde: <math>Rec_{it}</math>, <math>Desp_{it}</math>, <math>At.Imob_{it}</math>, essas variáveis são escaladas em termos de ativos totais. <math>AT_{it}</math> = Acumulações Totais = (CGL – Depreciação &amp; Amortização). <math>Rec_{it}</math> = Receita Líquida (excluindo tributação). <math>Desp_{it}</math> = Custos de Despesas Operacionais antes da Depreciação &amp; Amortização. CGL = Capital de Giro Líquido excluindo as disponibilidades, financiamentos de curto prazo e provisão de Impostos a Pagar <math>At.Imob_{it}</math>: Ativo Imobilizado e Ativo Diferido.  <math>C.Receber_{i,t-1}</math> = Contas a Receber no período t-1. <math>DEPREC_{i,t-1}</math> = Despesas de Depreciação  <math>\delta_1 \delta_1 = C.Receb_{i,t-1} / Rec_{i,t-1}</math>, onde AR (contas a receber);  <math>\delta_2 \delta_2 = (\Delta CG - CRec_{it}) / Desp_{i,t-1}</math>;  <math>\delta_3 \delta_3 = DEPREC_{i,t-1} / A.Imob_{i,t-1}</math></p>	Barton (2001), Bao e Bao (2004), Zhang et al. (2005)
<b>Características de governança corporativa</b>		
EXT - Composição do Conselho de Administração	<p><u>Número de conselheiros externos</u>                      Total de membros do Conselho de Administração</p>	Fama e Jensen (1983), Fuerst e Kang (2000), IBGC (2013)

VARIÁVEL	DESCRIÇÃO	AUTOR (ANO)
DUAL - Estrutura de liderança do Conselho de Administração	“1” se há acumulação das funções de presidente do conselho de administração e CEO da empresa, e “0” se não.	Fürst e Kang (2000), IBGC (2013)
CAUD - Comitê de Auditoria	“1” se há um comitê de auditoria e “0” se não	IBGC (2013)
CONC – Concentração Acionária	% Participação acionária dos 4 Maiores Acionistas	Labelle (2002), Procianoy e Schnorrenberger (2004), Silva (2004)
INST - Investidores Institucionais	% Participação acionária de investidores institucionais na empresa	Silveira (2002), Tan, Keeper (2008)
ESTR - Investidores Estrangeiros	% Participação acionária de investidores estrangeiros na empresa	Haniffa e Cooke (2002)
<b>Variável independente: Hedge</b>		
HEDGE	“0” se a companhia não possuir operações de <i>hedge</i> ; “1” se a empresa pratica operações de <i>hedge</i> .	CPC 40 (R1), Zhang et al. (2005), Carter, Rogers e Simkins (2006)
<b>Variáveis de controle</b>		
BIG4 - Auditoria Externa	“1” se as demonstrações contábeis da empresa foram auditadas por uma das 4 maiores empresas de auditoria ( <i>PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernest &amp; Young e KPMG</i> ) e “0” se não.	DeAngelo (1981), Ahmed e Nicholls (1994)
LTAM	Logaritmo do Tamanho, representado pelo total dos ativos	Labelle (2002), Procianoy e Schnorrenberger (2004), Silva (2004), Hassan e Halbouni (2013)
LIQ	Índice de Liquidez Corrente	
ROA	Retorno sobre os Ativos	

Figura 1. Variáveis dependentes, independentes e variáveis de controle. Fonte: Dados da pesquisa.

A auditoria externa, representada pela variável BIG4, também é considerada capaz de influenciar as práticas de governança corporativa, por isso, também se apresenta como variável de controle. As grandes empresas de auditoria investem mais do que as menores em manter sua imagem, pois tendem a perder mais em casos de danos a sua reputação e têm maior número de clientes. Portanto, são menos dependentes de cada um deles em individual, o que as leva a ser mais comprometidas com a qualidade de seu trabalho que aquelas empresas menores (DeAngelo, 1981). Essa situação tem gerado diversos estudos, como o de Ahmed e Nicholls (1994), que comprovou a existência de tal relação.

Para a análise dos dados foi aplicada estatística descritiva e logo após a regressão linear múltipla com o auxílio do programa estatístico SPSS *Statistics*®. Como variável dependente foi estabelecido o valor da empresa, obtido pelo Q de Tobin. Como variáveis independentes foram utilizadas as variáveis sobre a adoção do *hedge* (HEDGE), variáveis de governança (EXT, DUAL, CAUD, INST, ESTR e CONC) e variáveis de controle (BIG4, TAM, LIQ e ROA), conforme a Figura 1.

Para analisar os dados, inicialmente verificou-se a normalidade da amostra pelo teste *Kolmogorov-Smirnov* (K-S), no qual se constatou que os dados são normais. Nos dados das variáveis da Figura 1 também foram realizados testes de heterocedasticidade, não sendo necessário fazer correções. Para fazer a análise da regressão também se fez teste de autorrelação dos resíduos e de multicolinearidade. Finalizada a descrição da parte metodológica que norteou o presente estudo, parte-se para a análise dos dados da pesquisa.

## 4 Resultados da Pesquisa

### 4.1 Estatística Descritiva

A primeira parte da análise consiste na estatística descritiva das variáveis: variáveis sobre o valor da empresa, estrutura de governança corporativa, de *accruals* discricionários, *hedge* e variáveis de controle, conforme a Tabela 1.

**Tabela 1.** Estatísticas descritivas para as variáveis

	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
Q de TOBIN	0,08	17,23	1,36	2,16
<i>Hedge</i>	0,00	1,00	0,705	0,4589
<i>Accruals</i> Discricionário (AD)	-0,28	0,54	-0,0001	0,16
Concentração acionária (CONC)	6,00	97,40	56,50	17,91
Dualidade (DUAL)	0,00	100,00	43,00	50,00
Investidores Externos (EXT)	66,67	100,00	92,57	9,38
Investidores Institucionais (INST)	0,00	81,25	24,57	20,98
Investidores Estrangeiros (ESTR)	0,00	62,00	7,96	13,05
Comitê de Auditoria (CAUD)	0,00	1,00	0,34	0,48
Maiores empresas de auditoria externa (BIG4)	0,00	1,00	0,93	0,25
Tamanho da empresa (TAM)	120.679,00	35.926.521,00	4.153.461,56	6.146.125,25
Retorno sobre os Ativos (ROA)	-53,96	27,06	3,93	10,68
Índice de Liquidez (LIQ)	0,20	20,20	1,82	2,93

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Nota-se pela Tabela 1 que, sobre a amostra de 88 empresas do nível de governança - Novo Mercado, prevalece a concentração acionária (CONC), pois a média de propriedade de ações das empresas é de 56,5% de participação por até 4 investidores. Quanto à variável *Hedge*, observa-se que 70% das empresas investigadas possuem operações de *hedge*, o que contribui para demonstrar a importância deste instrumento para o grupo de empresas analisadas.

Nos conselhos de administração (EXT) das companhias pesquisadas há elevado índice de membros externos (EXT), em média 92,57%, o que o IBGC (2013) considera uma boa prática de governança corporativa. Mesmo as empresas participando do Novo Mercado, que é o mais elevado nível de GC, constata-se que em 43% dos conselhos de administração existe a presença de um membro que é diretor executivo da companhia (DUAL).

Ainda analisando a Tabela 1, verifica-se que a formalização do comitê da auditoria não é adotada pela maioria das empresas (apenas 34% o adotam), o que pode influenciar no baixo desenvolvimento interno das melhores práticas de governança,

ou fazer com que tais práticas sejam realizadas por outro departamento menos especializado. A maioria das empresas (93,0%) adotam serviços das empresas de auditoria consideradas como BIG4. Tal fato, segundo DeAngelo (1981), é salutar para as companhias, pois melhora as práticas de governança corporativa. Observa-se ainda que a amostra é composta por companhias financeiramente bem estruturadas, com a predominância de investidores institucionais e estrangeiros. Por fim, nota-se que os *accruals* discricionários e o valor das empresas apresentam significativa variação, superior à média.

## 4.2 Estatística Univariada

Após a abordagem das variáveis pela análise descritiva, partiu-se para a avaliação das correlações entre elas, com a análise de correlação de *Pearson*. Os dados estão na Tabela 2.

Com os resultados da Tabela 2, constata-se que a única correlação significativa ao nível de 0,05 foi observada entre o Q de Tobin e o ROA (26,9%). O ROA é um dos mais importantes indicadores da rentabilidade de uma empresa (Assaf Neto, 2003) e geralmente é utilizado nas pesquisas com tema relacionado ao desempenho econômico-financeiro.

**Tabela 2.** Correlação entre as variáveis

		CONC (1)	HED GE (2)	EXT (3)	DUAL (4)	CAUD (5)	BIG4 (6)	INST (7)	ESTR (8)	TAM (9)	ROA (10)	LIQ (11)	AD (12)	QTOBIN (13)
(1)	Cor.	1	,208	,029	-,085	-,030	-,042	-,004	-,105	-,044	-,198	,127	<b>-,295**</b>	-,043
	Sig.		,052	,786	,432	,782	,699	,968	,329	,682	,065	,239	<b>,005</b>	,690
(2)	Cor.		1	,086	-,139	,098	,121	,104	,166	<b>,347**</b>	-,091	,013	,023	-,008
	Sig.			,424	,195	,364	,260	,337	,121	<b>,001</b>	,398	,904	,833	,939
(3)	Cor.			1	<b>-,913**</b>	,064	,135	,057	,097	,102	-,129	,147	-,125	,093
	Sig.				<b>,000</b>	,553	,210	,595	,370	,342	,229	,172	,247	,388
(4)	Cor.				1	,051	-,128	-,077	-,093	-,014	,170	-,138	,107	-,081
	Sig.					,640	,234	,475	,390	,893	,113	,198	,322	,455
(5)	Cor.					1	,099	,054	,174	,198	,042	,158	-,023	-,068
	Sig.						,357	,620	,105	,065	,698	,142	,830	,527
(6)	Cor.						1	,173	,136	,099	,073	,079	,023	,127
	Sig.							,106	,208	,360	,499	,464	,831	,240
(7)	Cor.							1	<b>,463**</b>	,030	<b>-,220*</b>	,097	-,003	-,192
	Sig.								<b>,000</b>	,781	<b>,039</b>	,370	,978	,073

		CONC (1)	HED GE (2)	EXT (3)	DUAL (4)	CAUD (5)	BIG4 (6)	INST (7)	ESTR (8)	TAM (9)	ROA (10)	LIQ (11)	AD (12)	QTOBIN (13)
(8)	Cor.								1	,021	-,022	<b>,407**</b>	-,054	-,006
	Sig.									,844	,841	<b>,000</b>	,616	,954
(9)	Cor.									1	,076	-,109	-,135	-,007
	Sig.										,479	,311	,211	,951
(10)	Cor.										1	,036	<b>,261*</b>	<b>,269*</b>
	Sig.											,740	<b>,014</b>	<b>,011</b>
(11)	Cor.											1	,064	,019
	Sig.												,556	,861
(12)	Cor.												1	,030
	Sig.													,784
(13)	Cor.													1
	Sig.													

N = 88. \*\*. A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades). \*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

Fonte: Dados da pesquisa.

Por outro lado, o valor das empresas (Q de Tobin) do Novo Mercado não apresenta correlação significativa com as variáveis referentes ao *hedge*, *accruals* discricionários e estrutura de governança corporativa, contrariando os achados que fundamentaram este estudo, como a influência negativa encontrada entre o valor da empresa e o gerenciamento de resultados proposto por Bao e Bao (2004) e Zhang *et al.* (2005), nem com a utilização do *hedge*, conforme resultados de Zhang *et al.* (2005).

Zhang *et al.* (2005) concluíram que o uso de *accruals* discricionários diminuiu com o maior percentual de diretores externos do conselho de administração, maior frequência de reuniões do comitê de auditoria, bem como maior porcentagem de membros externos do comitê de auditoria. Sugerem que os conselhos e comitês de auditoria devem ser mais bem estruturados para que apresentem uma postura mais independente da administração, com reuniões mais frequentes que possibilitariam maior controle do gerenciamento de resultados. Conforme se apresenta na Tabela 2, não foi constatada correlação significativa entre o número de diretores externos e os *accruals* discricionários. Dessa forma, constata-se que os resultados deste estudo não estão em linha com os achados de Zhang *et al.* (2005).

A característica de concentração acionária apontou correlação significativa de 29,5% com os *Accruals* discricionários, indicando que a participação mais pulverizada poderia diminuir esta *proxy* de gerenciamento de resultados.

A existência da maior participação acionária do CEO e de conselheiros externos impacta positivamente no desempenho da empresa e valor de mercado (Fürst & Kang, 2000). Entretanto, conforme a Tabela 2, não foi possível identificar correlações significativas entre o valor da empresa (Q de Tobin) com a dualidade (DUAL) e membros externos (EXT). O tamanho da empresa foi uma variável de controle que não teve influência significativa no valor da empresa, mas apresentou correlação positiva significativa de 34,7% com as empresas que possuem operações de *hedge*.

## 4.2 Estatística Multivariada

Para complementar a pesquisa, torna-se conveniente aplicar a regressão múltipla sobre as variáveis do estudo, conforme se apresenta na Tabela 3.

**Tabela 3.** Resultados estatísticos da regressão linear

Variáveis	Sinal	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4	
		Sem variáveis de controle	Com as variáveis de controle	Sem variáveis de controle	Com variáveis de controle	Sem variáveis de controle	Com variáveis de controle	Sem variáveis de controle	Com variáveis de controle
AD	+			0,030 (0,784)	-0,050 (0,655)			0,036 (0,759)	0,12 (0,917)
EXT	+	0,130 (0,638)	0,130 (0,639)					0,136 (0,630)	0,136 (0,632)
DUAL	-	0,049 (0,859)	0,009 (0,976)					0,051 (0,857)	0,015 (0,957)
CAUD	+	-0,099 (0,385)	-0,095 (0,409)					-0,098 (0,398)	-0,096 (0,409)
CONC	-	-0,030 (0,786)	0,015 (0,892)					-0,017 (0,889)	
INST	+	-0,265 (0,33)	-0,203 (0,110)					-0,266** (0,034)	-0,202 (0,113)
ESTR	+	0,101 (0,416)	0,093 (0,492)					0,106 (0,406)	0,090 (0,515)
HEDGE	+					-0,008 (0,939)	0,030 (0,795)	-0,10 (0,934)	0,014 (0,908)
BIG4	+	0,156 (0,160)	0,130 (0,241)					0,156 (0,167)	0,129 (0,249)
LTAM	+		-0,031 (0,786)		-0,034 (0,752)		-0,037 (0,744)		-0,036 (0,769)

LIQ	+		-0,026 (0,830)		0,008 (0,939)		0,005 (0,966)		-0,025 (0,837)
ROA	+		0,242** (0,037)		0,284* (0,012)		0,274* (0,012)		0,243* (0,038)
R <sup>2</sup>		0,086	0,137	0,01	0,075	0,000	0,074	0,087	0,137
Sig. (F)		0,385	0,291	0,784	0,161	0,939	0,169	0,591	0,375
D-W		2,007	2,047	2,079	2,160	2,082	2,153	1,990	2,045
N		88	88	88	88	88	88	88	88

**Legenda:** \*valores entre parênteses (*t-statistic*).

\* significativo ao nível de 99%; \*\* significativo ao nível de 95%; \*\*\* significativo ao nível de 90%

**Fonte:** Dados da pesquisa.

As regressões dos modelos: Modelo 1 (valor da empresa Q de Tobin e variáveis de governança corporativa), Modelo 2 (valor da empresa Q de Tobin e a variável de *Accruals* Discricionários); Modelo 3 (valor da empresa Q de Tobin e a variável de adoção de *Hedge*) e Modelo 4, com todas as variáveis, não apresentam problemas de autorrelação de resíduos, conforme teste de *Durbin-Watson*. Quanto à multicolinearidade, após observar o *Variance Inflation Factor* (VIF) constatou-se que não há problemas de alta relação linear e problemas graves de multicolinearidade.

Ao analisar a influência direta das variáveis no valor da empresa, conforme a Tabela 3, se constata que apenas o ROA apresenta influência significativa e positiva. Observando-se o sinal dos coeficientes, os seguintes estão de acordo com os resultados esperados pela literatura: Investidor externo, Investidores estrangeiros, Firmas de auditoria Big4 e Retorno sobre o ativo. Com efeito contrário ao observado nos estudos anteriores estão: *Accrual* discricionário, Dualidade, Comitê de Auditoria, Concentração acionária, Investidores Institucionais e o Tamanho da empresa.

A Dualidade apresentou coeficiente positivo, diferente do esperado para a influência no valor da empresa, de acordo com as boas práticas de GC (IBGC, 2017). Análise semelhante pode-se fazer em relação ao sinal dos coeficientes de Comitê de Auditoria, Investidores institucionais e Tamanhos da empresa, que se apresentam negativos no estudo.

Com base na Tabela 3, não é possível afirmar que todas as melhores práticas de governança corporativa trazem valor para a empresa. Referente a essas práticas, resultado similar foi encontrado por Labelle (2002), que ao pesquisar sobre incentivos para algumas empresas se envolverem em melhores práticas de governança corporativa, não encontrou relações consistentes e significativas entre a qualidade das práticas e declarações das seguintes práticas: a proporção de diretor independente, dualidade e nível de atividades de financiamento.

O sinal positivo esperado da variável *Accrual* discricionário não foi encontrado ao testar o modelo 2 com as variáveis de controle. No modelo 4 o sinal encontrado está de acordo com o esperado, entretanto, essa variável apresentou coeficientes baixos para todos os modelos, representando influência não significativa no valor da empresa.

O modelo 3 testa a influência da adoção do *Hedge* no valor da empresa. Os resultados desse modelo mostram que essa adoção é positiva e, portanto, de acordo com o esperado, apenas quando se incluem no modelo as variáveis de controle. Constatações similares do sinal para essa variável também são encontradas no modelo 4. Como os coeficientes da variável *Hedge* não são significativos estatisticamente em ambos os modelos, depreende-se que a sua influência no valor da empresa não é considerável.

Assim, os resultados da Tabela 3 ratificam os encontrados na análise de correlação de *Pearson*. As diferenças encontradas entre os resultados deste estudo e o de pesquisas anteriores podem estar relacionadas às características da estrutura de

capital das empresas brasileiras, que pode ser diferente das encontradas em empresas de outros países.

Segundo Catapan, Colauto e Barros (2013) existem indícios que explicam possíveis divergências entre resultados de pesquisas nacionais em relação às internacionais sobre a associação da governança e medidas de desempenho organizacional. Esses indícios estão baseados na necessidade de validação de instrumentos de pesquisas que sejam capazes de captar o efeito dos atributos de governança sobre o desempenho das empresas brasileiras. Como se utilizou o formulário de referência como instrumento de coleta, acredita-se que as divergências não se devam ao instrumento, mas relacionadas com as características próprias das empresas analisadas.

## 5 Considerações Finais

Como resultados da análise dos dados, verificou-se que não havia correlações significativas entre o valor da empresa, medido pelo Q de Tobin, com as características de governança corporativa, os *accruals* discricionários e o *hedge*. Estes resultados são contrários ao do estudo de Zhang *et al.* (2005), que originou esta pesquisa no Brasil. Portanto, as estruturas de governança das empresas do nível Novo Mercado, por mais profissionais ou adequadas que sejam, não conseguem atribuir valor à empresa. O nível de gerenciamento de resultados, medido pelos *accruals* discricionários positivos e negativos, não apresentou influência no valor da empresa, o que pode revelar que tais práticas podem não ser percebidas pelos integrantes do mercado, não sendo refletidas nos preços das ações das companhias. Também não foi observada influência do *hedge* sobre o valor das empresas investigadas. Considerando que o *hedge* é uma operação que visa reduzir a exposição ao risco das companhias, esperava-se que supostamente ele poderia oferecer maior valor à empresa. No entanto, novamente constatou-se que tais práticas não são consideradas pelos investidores, ou pelo menos, não impactam de modo significativo o preço das ações.

Testaram-se quatro modelos de regressões lineares múltiplas para responder o problema de pesquisa. No entanto, nenhum dos modelos apresentou-se como significativo, não se encontrando influência das características de governança, *accruals* discricionários e *hedge* no valor das empresas. Depreende-se que tal resultado pode ter sido influenciado pelas características próprias do mercado de capitais brasileiro, que podem ser diferentes do estudo de Zhang *et al.* (2005), realizado no mercado americano. O mercado de capitais no Brasil (Silveira, 2002) possui cada vez mais significativa participação dos investidores institucionais e estrangeiros nas empresas, entretanto, caracteriza-se por manter forte concentração das ações com direito a voto e ausência quase total de empresas de propriedade pulverizada. Assim, é possível que

outros fatores sejam mais relevantes para o valor das empresas brasileiras do que os testados neste estudo.

Sugere-se para futuras pesquisas a aplicação de estudo para outros níveis de governança corporativa, ou seja, amplia-se o número de empresas pesquisadas, além de fazer a análise para um período maior, pois o estudo limitou-se em analisar as companhias do Novo Mercado.

## Referências

- Ahmed, K., & Nicholls, D. (1994). The impact of non-financial company characteristics on mandatory disclosure compliance in developing countries: The case of Bangladesh. *The International Journal of Accounting*, 29(1), 62.
- Alchian, A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs and economic organization. *American Economic Review*, 62, 777-795.
- Allayannis, G., & Weston, J.P. (2001). The use of foreign currency derivatives and firm market value. *Review of Financial Studies*, 14, 243-276.
- Assaf Neto, A. (2003). *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas.
- Bao, B-H., & Bao, D-H. (2004). Income smoothing, earnings quality and firm valuation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31, 1525-1557.
- Barton, J. (2001). Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions? *The Accounting Review*, 70, 1-26.
- Bartram, S., Brown, G., & Fehle, F. (2009). International evidence on financial derivatives usage. *Financial Management*, 38(1), 185-206.
- Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, 71, 443-465.
- Bodie, Z., & Merton, R. (1999). *Finanças*. Porto Alegre: Bookman.
- Borokhovich, K. A., Brunarski, K. R., Crutchely, C. E., & Simkins, B. J. (2004). Board composition and corporate use of interest rate derivatives. *The Journal of Financial Research*, 27, 199-216.
- Carter, D. A., Rogers, D. A., & Simkins, B. J. (2006). Does hedging affect firm value? Evidence from the US airline industry. *Financial Management Forthcoming*.
- Carvalho, A. G. (2007). *Governança corporativa no Brasil em perspectiva*. Governança corporativa: evidências empíricas no Brasil. São Paulo: Atlas.
- Catapan, A., Colauto, R. D., & Barros, C. M. E. (2013). A relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 16(2), 16-30.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial management*, 23(3), 70-74.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effect of large shareholdings. *The Journal of Finance*, LVII(6), 2741-2771.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC. CPC 40 (R1) (2012). – Instrumentos financeiros: evidenciação, de 01 de junho de 2012. Recuperado em 15 de janeiro de 2014, de [http://www.cpc.org.br/pdf/CPC40\\_final%20\\_sem%20marcas\\_%2018julho2012.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC40_final%20_sem%20marcas_%2018julho2012.pdf)

- DeAngelo, L. E. (1981). Auditor independence, low balling, and disclosure regulation. *Journal of Accounting and Economics*, 3, 113-127.
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235-250.
- Dodd, R., & Griffith-Jones, S. (2007). Report on derivatives markets: stabilizing or speculative impact on Chile and a comparison with Brazil. Santiago: *Cepal e Nações Unidas*.
- Famá, E., & Jensen, M. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26, 327-349.
- Fernandes, F. C., Moura, G. D., Oro, I. M., & Santana, S. V. (2012). Evidenciação obrigatória de *hedge accounting* em companhias abertas listadas no índice de sustentabilidade empresarial (ISE). XIV ENGEMA - Encontro nacional sobre gestão empresarial e meio ambiente, São Paulo.
- Froot, K., & Scharfstein, J. S. (1993). Risk management: coordinating corporate investment and financing policies. *Journal of Finance*, 48, 1629-1658.
- Fürst, O., & Kang, S. (2000). Corporate governance, expected operating performance, and pricing. Working in Progress, New Haven, CT, Yale School of Management, 2(2).
- Gay, G., & Nam, J. (1998). The underinvestment problem and corporate derivatives use. *Financial Management*, 27(4), 53-69.
- Guay, W., & Kothari, S. P. (2003). How much do firms hedge with derivatives? *Journal of Financial Economics*, 70, 423-461.
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2002). Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, 38(3), 317-349.
- Hassan, M. K., & Halbouni, S. S. (2013). Corporate governance, economic turbulence and financial performance of UAE listed firms. *Studies in Economics and Finance*, 30(2).
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC. (2013). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Recuperado em 3 de fevereiro de 2013, em <http://www.ibgc.org.br>.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H., (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kang, S. H., & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing earnings management: an instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*, 33(2), 353-367.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375-400.
- La Porta, R., Lopes-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- La Porta, R., Shleifer, A., Lopez-De-Silanes, F. & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.

- Labelle, R. (2002). The statement of corporate governance practices (SCGP). A voluntary disclosure and corporate governance. *Perspective*.
- Leal, R., Ferreira, V., Silva, A. C., & Valadares, S. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(1).
- Leland, H. (1998). Agency costs, risk management, and capital structure. *Journal of Finance*, 53, 1213-1243.
- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos Resultados Contábeis: Estudo Empírico das Companhias Abertas Brasileiras*. São Paulo, SP. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, 167.
- Martinez, A. L. (2008). Detectando earning management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista de Contabilidade e Finanças - USP*, 19(46), 7-17.
- Menon, K., & Williams, D. (2004). Former audit partners and abnormal accruals. *The Accounting Review*, 79, 1095-1118.
- Organization For Economic Cooperation Development – OECD. (2004). Principles of corporate governance. Recuperado em 14 de fevereiro de 2013, em <http://www.oecd.org>.
- Procianoy, J. L., & Schnorrenberger, A. (2004). A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 58(1).
- Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: the principal's problems. *American Economic Association*, 63(2), 134-139.
- Saito, R., & Silveira, A. D. M. (2008). Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 79-86.
- Silva, A. L. C. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39(4).
- Silveira, A. D. M. (2002). *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*. São Paulo, SP. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, 152.
- Silveira, A. D. M., Lanzana, A. P., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2004). Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39(4), 362-372.
- Silveira, A. D. M., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43(3), 50-64.
- Smith, C., & Stulz, R. (1985). The determinants of hedging policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20, 391-405.
- Stulz, R., (1984). Optimal hedging policie. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19, 127-140.
- Tan, A. W., & Keeper, T. B. (2008). Institutional investors and corporate governance: a New Zealand perspective. Working Papers, 65, Centre for Accounting, *Governance and Taxation Research*, School of Accounting and Commercial Law.

- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1).
- Thomas, J., & Zhang, X. J. (2000). Identifying unexpected accruals: a comparison of current approaches. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19, 4-5.
- Xie, B., Davidson, W. N., & DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the roles of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9, 295-316.
- Zhang, Y., Huang, P., Deis, D. R., & Moffitt, J. S. (2005). Discretionary accruals, hedging, and firm value. In: *Financial Management Association, Annual Meeting Louisiana State University*.