



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM
ADMINISTRAÇÃO

Roque Alberto Zim

A POLÍTICA DE GESTÃO DE RISCOS E O CONFLITO DE
AGÊNCIA

Porto Alegre
2009



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM
ADMINISTRAÇÃO

Roque Alberto Zim

A POLÍTICA DE GESTÃO DE RISCOS E O CONFLITO DE
AGÊNCIA

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de empresas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Paulo R. S. Terra

**Porto Alegre
2009**

*Dedico este trabalho a minha esposa
Lenira e as minhas filhas, Fernanda e Fabrícia.
Pelo apoio, pela paciência, carinho e
compreensão ao longo dessa jornada.*

AGRADECIMENTOS

Um trabalho como esse, envolve tantas pessoas que, ao agradecer há a possibilidade de cometer injustiças esquecendo alguém. Porém, mesmo com esses riscos, devo lembrar as pessoas que se fizeram presente ao longo de toda a longa jornada.

Iniciando pelo ambiente familiar, ao meu pai e minha mãe por sempre incentivarem o estudo como fundamental a vida.

A minha esposa Lenira pelo apoio incondicional durante esse longo trajeto.

As minhas filhas Fernanda e Fabrícia, que compreenderam a minha ausência durante esse período.

A minha sócia Lourdes Volpato dos Santos, pelo apoio em todos os momentos.

No ambiente acadêmico, agradeço a Universidade de Caxias do Sul pelo apoio a realização do primeiro doutorado interinstitucional brasileiro, principalmente ao Dr. Ademar Galelli, organizador e amigo presente em todos os momentos.

A Universidade Federal do Rio Grande do Sul, na pessoa da Dra. Edí Madalena Fracasso pela coordenação de todo o projeto e pela paciência com que ouviu a todos, em todos os momentos.

A todos os professores do PPGA com que tive aulas, pela oportunidade de conviver e aprender.

Aos doutores Ely Laureano Paiva e Luiz Antonio Slongo pelas contribuições valiosas na banca de defesa do projeto.

Aos meus colegas de aula com quem tive o prazer de compartilhar os bons e maus momentos, especialmente a Cintia Paese, Elóide Pavoni, Enor Tonolli, Marco A. Bertolazzi, Mauricio Galimberti e Roberto Birch Gonçalves.

Ao pessoal do CEPA, especialmente a Lourdes Odete dos Santos, pelo apoio e o empenho na coleta de dados e pela ajuda na análise dos resultados.

A todos aqueles que torceram por mim, são tantos e muitos que é impossível citar, o meu agradecimento a eles.

Por fim, ao meu orientador Dr. Paulo R. S. Terra, que, além de professor foi parceiro e amigo, sabendo compreender as angústias e dificuldades apresentadas durante todo o processo, agradeço pelos ensinamentos, incentivo, apoio e paciência.

“A semelhança com a verdade não é a verdade”

Sócrates

RESUMO

Em um mercado de capitais perfeito, a administração dos riscos não acrescenta nenhum valor à empresa. No entanto, vários indicadores, mostram aumento nessa atividade, entre eles a ampliação das transações com contratos de derivativos, e do número de cargos de gestores de riscos. Duas grandes linhas teóricas têm se desenvolvido para explicar o gerenciamento de riscos: a teoria de que essa atividade adiciona riqueza ao acionista, *Hipótese da Maximização da Riqueza do Acionista*, elenca várias vantagens nessa atividade. De outro lado, decorrente da Teoria da Agência, a *Hipótese da Maximização da Utilidade Gerencial* afirma que essa atividade decorre da aversão ao risco dos gestores e dos seus interesses, muitas vezes divergentes daqueles dos acionistas. Este estudo verifica, empiricamente, por meio de um levantamento, se as políticas de administração de riscos são reveladoras de conflitos de agência. Para a sua realização, foram identificados os benefícios da gestão de riscos que constam na literatura. Com base em estudo exploratório foi desenvolvido um questionário, que, após sua validação, foi usado para entrevistar conselheiros administrativos, conselheiros fiscais e executivos das empresas de capital aberto, inscritas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A coleta de dados resultou em 315 entrevistados pertencentes a 229 empresas. Os números apontam aspectos específicos que revelam divergências de opinião, e que podem resultar em conflitos de agência. Os dados analisados confirmaram, parcialmente duas das sete hipóteses formuladas.

Palavras chaves: Gestão de riscos. Conflito de agência. Riqueza do acionista. Utilidade gerencial.

ABSTRACT

In perfect stock market, the administration of the risks does not add any value to the company. However, several pointers show an increase in this activity, among them, the enlargement of the transactions with derivative contracts and the number of risk manager positions. Two great theoretical lines hold themselves developed to explain the risks management: the theory from this activity adds wealth for the shareholder, it includes several advantages. The other theory, from the managerial usefulness maximization, due the to the agency's theory, it affirms that this activity elapses from aversion to the manager's risk and theirs interests, many times diverging from those of the shareholders. This study verifies empirically, by means of the interviewee's opinion, if the politics of the risks administration are generators of agency conflicts. For its accomplishment, the benefits of the risks management were identified and they consist of the literature. A questionnaire was developed on the basis in exploratory study that, after its validation was used to interview administrative counselors, controler counselors and stock companie's executives enrolled in the Comissão de Valores Mobiliários – CVM- (Securities and Exchange Commission of Brazil). The data collect resulted in 315 interviewees relating to 229 companies. The numbers show specific aspects that result into a disagreement which they can become agency conflicts. The analyzed data partially confirmed two of the seven formulated hypothesis.

Keywords: Risk management. Agency conflicts. Value maximizing. Shareholder's wealth. Manager's utility.

INDICE DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1: Consequências da maximização da riqueza do acionista	22
Quadro 2: Consequências da maximização da utilidade gerencial	23
Figura 1: Categorias de riscos financeiros	27
Figura 2: Resumo das teorias sobre gestão de riscos	35
Quadro 3: Modelo de decisão do <i>Hedge</i> colocado na linha de tempo	48
Quadro 4: Relação entre alavancagem e volatilidade do fluxo de caixa	54
Quadro 5: Relação entre Riscos e os gestores	54
Quadro 6: Relação entre as variáveis analisadas por Smith e Stulz (S&S, 1985), De Marzo e Duffie (D&D, 1981) e Froot, Scharfestein e Stein (FS&S, 1993) e sinal esperado para as variáveis em cada modelo.	54
Quadro 7: Características de executivos e conselhos das empresas	58
Figura 3: Relação entre gestão de riscos e possíveis efeitos	59
Quadro 8: Relação entre hipóteses e referências teóricas	60
Figura 4: Etapas da elaboração do instrumento de pesquisa	66
Quadro 9: Formulação das questões de forma indireta	71
Quadro 10: Relação entre assunto pesquisado e questões elaboradas	72
Quadro 11: Perfil dos juizes avaliadores	79
Quadro 12: Resumo das avaliações de cada juiz	80
Quadro 13: Questões comentadas pelos juizes.	81
Quadro 14: Avaliação das questões de acordo com o perfil dos avaliadores	82
Quadro 15: Tempo médio de respostas	84
Quadro 16: Situação das empresas	85
Quadro 17: Resumo dos papéis emitidos	86
Quadro 18: Empresas emissoras de debêntures	86
Quadro 19: Empresas emissoras de ações	87
Quadro 20: Número de empresas emissoras de dois tipos de papéis	87
Quadro 21: Número de empresas que fizeram três emissões de papéis	88
Quadro 22: Papéis emitidos pelas empresas	88
Quadro 23: Controle Acionário das empresas	89
Quadro 24: Empresas entrevistadas conforme o tipo de mercado da Bovespa	90
Quadro 25: Conselheiros fiscais que participam de várias empresas	92
Quadro 26: Características dos conselheiros fiscais	92
Quadro 27: Características dos cons. Administrativos	93
Quadro 28: Conselheiros que participam de várias empresas	94
Quadro 29: Empresas respondentes por setor de atuação	95
Quadro 30: Empresas respondentes conforme o controle acionário	96
Quadro 31: Perfil dos respondentes conforme o cargo	96
Quadro 32: Perfil dos respondentes conforme o capital majoritário	97
Quadro 33: Receita em moeda estrangeira	97
Quadro 34: Gastos em moeda estrangeira	98
Quadro 35: Entrevistado com funções em mais de uma empresa	98
Quadro 36: Quadro resumo da população e da amostra	98
Gráfico 1: Questão 1 percentual das avaliações em cada item	99
Gráfico 2: Percentual das avaliações nas questões 2 a 5	101
Gráfico 3: Percentual das avaliações nas questões 6 a 15	102
Gráfico 4: Percentual das avaliações nas questões 16 e 17	104
Gráfico 5: Percentual dos escores nas questões 19 a 25	105

Gráfico 6: Percentual de escores nas questões 18 e 22	107
Gráfico 7: Percentual dos escores nas questões 26 a 32	109
Gráfico 8: Percentual dos escores das questões 33 a 36	110
Gráfico 9: Percentual dos escores, questões 38 e 39	113
Quadro 37: Resumo dos resultados	114
Quadro 38: Diferenças entre Conselheiros administrativos conforme o capital	116
Quadro 39: Resumo dos resultados dos conselheiros administrativos conforme o capital	120
Quadro 40: Respondentes com vários cargos	125
Quadro 41: Resumo das análises condicionadas	129
Quadro 42: Fatores	130
Quadro 43: Escores fatoriais	138
Quadro 44: análise da variância grupo geral e conselheiros administrativos	139
Quadro 45: Análise da variância entre conselheiros administrativo, fiscal, executivos	139
Quadro 46: Relação entre hipóteses e fatores	140

INDICE DE TABELAS

Tabela 1: Características das entrevistas de prospecção	69
Tabela 2: Identificação dos riscos	100
Tabela 3: Participação dos conselheiros	100
Tabela 4: Participação dos executivos	103
Tabela 5: Formalização das políticas de riscos	106
Tabela 6: Benefícios da Gestão de Riscos	106
Tabela 7: O problema do subinvestimento	108
Tabela 8: Avaliação risco e retorno	108
Tabela 9: Aversão ao risco	111
Tabela 10: Questões quantitativas sobre aversão ao risco	112
Tabela 11: Identificação dos riscos pelos conselheiros administrativos de acordo com o capital	117
Tabela 12: Opinião dos conselheiros administrativos conforme o capital de controle	117
Tabela 13: Análise condicionada ao nível de governança	123
Tabela 14: Opinião dos conselheiros administrativos, condicionado ao nível de governança	123
Tabela 15: Opinião dos executivos condicionada ao nível de governança	123
Tabela 16: Respondentes indicados pelo controlador	126
Tabela 17: Respondentes pertencentes ao índice Bovespa	126
Tabela 18: Conselho Administrativo e executivo conforme receita líquida	127
Tabela 19: Fatores relacionados à hipótese 1	132
Tabela 20: Fatores relacionados à hipótese 2	133
Tabela 21: Fatores relacionados à hipótese 3	133
Tabela 22: Fatores relacionados à hipótese 4	134
Tabela 23: Fatores relacionados à hipótese 5	134
Tabela 24: Fatores relacionados à hipótese 6	135
Tabela 25: Fatores relacionados à hipótese 7	135

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	15
2	PROBLEMA DE PESQUISA	17
2.1	INTRODUÇÃO	17
2.2	CONTEXTUALIZAÇÃO	17
2.3	PROBLEMA	20
2.3.1	Efeitos da e interesses na gestão de riscos	21
2.4	OBJETIVOS	23
2.4.1	Objetivo geral	24
2.4.2	Objetivos específicos	24
2.5	JUSTIFICATIVA	24
3	RISCOS	27
3.1	TIPOS DE RISCOS	27
3.1.1	Risco de taxas de juros	28
3.1.2	Risco do preço dos ativos	28
3.1.3	Risco de taxa de câmbio	28
3.1.4	Risco do preço das <i>commodities</i>	28
3.1.5	Risco de transação	29
3.1.6	Risco de concentração	29
3.2	ADMINISTRAÇÃO DO RISCO	29
3.2.1	Argumentos para não gerenciar riscos	30
3.2.2	Argumentos Para Gerenciar Riscos	31
3.3	ADMINISTRAÇÃO DO RISCO COM DERIVATIVOS	33
3.4	TEORIAS PARA GERENCIAMENTO DOS RISCOS	36
4	TEORIA DA AGÊNCIA	37
4.1	CUSTOS DE AGÊNCIA	37
4.2	CONFLITO ENTRE ACIONISTAS E ADMINISTRADORES	38
4.2.1	Relação entre dívidas e conflitos	38
4.4	CONFLITO DE AGÊNCIA E OS RISCOS	39
4.4.1	Corrente positivista	40
4.4.2	Corrente principal-agente	40
4.5	CRÍTICAS À TEORIA DA AGÊNCIA	41
4.6	EVIDÊNCIAS BRASILEIRAS	43
5	HIPÓTESE DE MAXIMIZAÇÃO DO VALOR DO ACIONISTA	45
5.1	CUSTOS DE FALÊNCIA E <i>DISTRESS</i> FINANCEIRO	45
5.2	MINIMIZAÇÃO DOS CUSTOS TRIBUTÁRIOS	45
5.3	REDUÇÃO DOS CUSTOS DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS E SUBINVESTIMENTO	46
5.4	EVIDÊNCIAS BRASILEIRAS	51
6	HIPÓTESES DA MAXIMIZAÇÃO DA UTILIDADE GERENCIAL	52
6.1	AVERSÃO GERENCIAL AO RISCO	52
6.2	SINALIZAÇÃO DE HABILIDADES GERENCIAIS	53
6.3	PRINCIPAIS DECISÕES EM RELAÇÃO AOS RISCOS	53
6.3.1	Relação entre propriedade e gerenciamento de riscos	54
7	FORMULAÇÃO DE HIPÓTESES	59
7.1	PARTICIPAÇÃO DO CONSELHO NAS POLÍTICAS DE ADMINISTRAÇÃO DE RISCOS	61
7.2	PARTICIPAÇÃO DOS EXECUTIVOS E GESTORES NA ELABORAÇÃO DAS POLÍTICAS DE RISCOS	61

7.3	FORMALIZAÇÃO DE POLÍTICAS DE RISCOS	62
7.4	BENEFÍCIOS DA ADMINISTRAÇÃO DE RISCOS	62
7.4.1	Minimização dos custos de dificuldades financeiras	62
7.4.2	Redução da carga tributária	62
7.5	REDUÇÃO DOS PROBLEMAS DE SUBINVESTIMENTO	63
7.6	RELAÇÃO ENTRE VOLUME DE <i>HEDGE</i> E AVERSÃO GERENCIAL DO RISCO	63
7.7	AVERSÃO AO RISCO DO ENTREVISTADO	64
7.7.1	Subinvestimento	64
7.7.2	Assimetria de informações	64
7.7.3	Incentivo gerencial	64
7.7.4	Reduzir o “distress”	64
7.7.5	Alavancagem financeira	65
8	MÉTODO DE PESQUISA	66
8.1	TRABALHOS RELACIONADOS	66
8.2	ENTREVISTAS	68
8.3	CONSTRUÇÃO DO QUESTIONÁRIO	69
8.3.1	Questões indiretas	70
8.4	ELABORAÇÃO DAS QUESTÕES E SUA RELAÇÃO COM AS HIPÓT.	73
8.5	VALIDAÇÃO DO QUESTIONÁRIO	78
8.5.1	Análise da validação	79
8.5.1.1	Agrupamento por perfil	82
8.5.2	Reformulação das questões	83
9	COLETA DE DADOS	85
9.1	PROCEDIMENTOS DE AMOSTRAGEM	85
9.2	CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS ENTREVISTADAS	88
9.3	EMPRESAS ENTREVISTADAS POR SEGMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS	89
9.4	PESQUISA COM EXECUTIVOS	90
9.5	PESQUISA COM OS CONSELHEIROS	91
9.5.1	Conselheiros fiscais	91
9.5.2	Conselheiros Administrativos	92
9.6	CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA	94
10	ANÁLISE INCONDICIONAL DOS RESULTADOS	99
10.1	IDENTIFICAÇÃO DOS RISCOS	99
10.2	HIPÓTESE 1: A PARTICIPAÇÃO DO CONSELHO É CONSIDERADA MAIS IMPORTANTE PELOS CONS. DO QUE PELOS EXECUTIVOS	101
10.3	HIPÓTESE 2: OS EXECUTIVOS CONSIDERAM A SUA ATUAÇÃO MAIS IMPORTANTE QUE A DOS CONSELHEIROS	101
10.4	HIPÓTESE 3: CONSELHEIROS CONSIDERAM A FORMALIZAÇÃO DE POLÍTICAS DE RISCOS MAIS IMPORTANTE QUE OS EXECUTIVOS	104
10.5	HIPÓTESE 4: OS BENEFÍCIOS DA GESTÃO DE RISCOS SÃO MAIS IMPORTANTES PARA OS CONS. DO QUE PARA OS EXECUTIVOS	104
10.6	HIPÓTESE 5: O PROBLEMA DO SUBINVESTIMENTO É MAIS IMPORTANTE PARA OS CONSELHEIROS DO QUE PARA OS EXECUTIVOS	107
10.7	HIPÓTESE 6: A RELAÇÃO RISCO E RETORNO É MAIS IMPORTANTE PARA OS CONSELHEIROS DO QUE PARA OS EXECUTIVOS	107
10.8	HIPÓTESE 7: OS EXECUTIVOS SÃO MAIS AVESSOS AO RISCO DO QUE OS CONSELHEIROS	109
11	ANÁLISE DAS OPINIÕES CONDICIONADA A OUTRAS VARIÁVEIS	115

11.1	ANÁLISE CONDICIONADA AO CAPITAL DE CONTROLE	115
11.1.1	Conselheiros administrativos	115
11.1.2	Executivos	120
11.1.3	Resumo das análises	120
11.2	NÍVEL DE GOVERNANÇA	121
11.2.1	Análise geral	121
11.2.2	Conselheiros Administrativos	121
11.2.3	Executivos	122
11.3	ELEITO PELO CONTROLADOR	124
11.4	PERTENCENTES AO ÍNDICE BOVESPA	124
11.5	EXERCÍCIO MAIS DE UM CARGO	124
11.6	TAMANHO DE EMPRESA	127
11.6.1	Conselheiros administrativos e executivos	127
11.7	RESUMO DAS ANÁLISES CONDICIONADAS	128
11.8	ANÁLISE FATORIAL	130
11.8.1	Grupo geral	131
11.8.2	Definição de fatores	135
11.8.2.1	Fator 1	136
11.8.2.2	Fator 2	136
11.8.2.3	Fator 3	136
11.8.3	Análise do fator 1 por grupo da amostra	136
11.8.4	Análise do fator 2 por grupo da amostra	137
11.8.5	Análise do fator 3 por grupo da amostra	137
11.9	ESCORES FATORIAIS	137
11.9.1	Análise da variância dos escores fatoriais	138
11.10	RESUMO DOS FATORES EM RELAÇÃO AS HIPÓTESES	139
12	CONSIDERAÇÕES FINAIS	141
12.1	PRINCIPAIS RESULTADOS	142
12.2	CONTRIBUIÇÕES DA PESQUISA	144
12.3	LIMITAÇÕES DO ESTUDO	145
12.4	SUGESTÕES PARA FUTUROS ESTUDOS	146
12.5	CONCLUSÃO	147
	BIBLIOGRAFIA	150
	APÊNDICE	156

1 INTRODUÇÃO

A Teoria da Eficiência dos Mercados sugere que não há necessidade de gerenciamento dos riscos corporativos, pois os investidores são capazes de gerenciar os próprios riscos. Isso poderia ser feito através da diversificação ou da transferência de riscos com mecanismos financeiros tais como os derivativos.

As imperfeições do mercado são as premissas para a Teoria da Agência. Essa teoria assume que as informações são assimétricas e existe conflito potencial de interesses entre o Principal e o Agente. Disso resulta que os executivos estão mais capacitados do que os acionistas a identificar os riscos dos negócios, utilizando da vantagem que eles possuem decorrente de suas habilidades e sobre o conhecimento sobre as características dos negócios da organização.

Se o gerenciamento de riscos pode adicionar valor ao acionista, também poderá reduzi-lo devido aos custos de transferência e monitoramento. Assim como ocorre com outras políticas dentro das organizações, as políticas de gestão de riscos podem ser utilizadas para gerar benefícios para os executivos às expensas dos acionistas.

Apesar das fortes evidências do aumento da atividade de gestão de riscos nas organizações, ainda há muito debate no ambiente acadêmico, onde duas correntes tem se destacado: de um lado, estão os que defendem que isso resulta em benefício aos acionistas, denominada *Hipótese da Maximização da Riqueza do Acionista*, e outra corrente, denominada *Maximização da Utilidade Gerencial*, que defende que essa atividade não acrescenta valor às organizações, mas resulta em benefícios aos gestores; esta última, decorrente da Teoria da Agência, argumenta que os gestores poderão usar recursos dos acionistas em benefício próprio.

O presente trabalho tem por objetivo verificar, empiricamente, se as políticas de administração de riscos resultam em conflitos de agência entre os conselheiros e os executivos das organizações. A maioria dos estudos sobre conflito de agência foca a remuneração dos executivos e o desempenho das organizações. Pesquisas sobre gestão de riscos, por sua vez, relacionam o volume de *hedge* das organizações com a aversão a riscos dos gestores. Esta tese busca contribuir para o avanço do conhecimento nessa área, pois é o primeiro estudo feito no Brasil sobre esses assuntos que investiga a opinião dos participantes na administração das organizações.

A tese está estruturada da seguinte forma: após a definição do problema, dos objetivos e das justificativas para o estudo, são apresentadas as correntes teóricas sobre as motivações

para a administração dos riscos relacionando os principais estudos e seus resultados empíricos, bem como, a Teoria da Agência e suas diversas correntes. Após a revisão das teorias, foram formuladas hipóteses delas oriundas. Para sua verificação foi elaborado um questionário com escala tipo *Likert*, que, depois de submetido a um processo de validação, foi aplicado aos conselheiros e executivos das empresas de capital aberto registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Foram entrevistadas 315 pessoas (125 conselheiros administrativos, 141 executivos e 49 conselheiros fiscais) de 229 empresas. Os resultados foram avaliados com Análise de Variância (Anova) e realizados teste F para verificar se as médias dos diferentes grupos mostram diferenças significativas. Foi utilizada Análise Fatorial Exploratória com o objetivo de verificar a estrutura de correlações entre as respostas, analisar dimensões subjacentes aos assuntos pesquisados e estimar um conjunto de variáveis construtos teóricos que sintetizam as respostas dos entrevistados.

Os dados coletados foram analisados de forma geral e, também, condicionados à algumas características das empresas, eles revelam as opiniões que separam e aproximam os diferentes elementos envolvidos com a administração das organizações.

2 PROBLEMA DE PESQUISA

A quem interessa a gestão de riscos? Aos acionistas, aos executivos ou a ambos? As evidências sugerem que essa atividade tem crescido no ambiente corporativo. Porém essa política de administrar os riscos é estabelecida e compartilhada por executivos e conselheiros? Essas são algumas das questões que orientaram este trabalho.

2.1 INTRODUÇÃO

Num mercado eficiente, os investidores são capazes de gerenciar o risco dos seus investimentos, podendo diversificar ou transferir a outros agentes no mercado. Nesse ambiente, a administração dos riscos corporativos seria dispensável por não agregar valor às empresas.

A teoria da agência verifica os conflitos de interesses entre os proprietários do capital e os gestores, assumindo que as informações são assimétricas. Sendo assim, há justificativas para as empresas fazerem gerenciamento de riscos, pois os executivos possuem mais informações que os acionistas, o que os habilita a identificar de forma mais efetiva os riscos dos negócios.

O gerenciamento de riscos pode adicionar valor à riqueza dos acionistas, mas na existência de conflito de interesses poderá ser utilizado para gerar benefícios apenas aos executivos. Além disso, poderá reduzir o valor da empresa quando os custos de gerenciamento forem superiores aos benefícios.

O presente trabalho tem por objetivo verificar como os acionistas e os executivos percebem a gestão de riscos nas organizações e em seus vários aspectos. Para isso foi realizado um *survey* com conselheiros administrativos, conselheiros fiscais e executivos de empresas de capital aberto registradas junto a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os resultados revelam as opiniões que separam ou aproximam os diferentes elementos envolvidos com a administração das organizações.

2.2 – CONTEXTUALIZAÇÃO

O risco, conforme Brigham e Houston (1999), pode ser definido como sendo uma possibilidade de que algum acontecimento desfavorável venha a ocorrer. O risco de um

investimento pode ser representado pela probabilidade de se ganhar menos que o projetado. Se o risco for considerado obra do acaso, a sua administração não tem nenhum sentido. Conforme Bernstein (1997), a essência da gestão de riscos está em ampliar as áreas das quais se poderá ter um certo controle sobre os resultados, reduzindo aquelas sobre as quais não temos nenhum controle e cuja relação entre causa e efeito não é muito visível. Desde então, muito tem sido desenvolvido nesse campo, com a utilização de modelos estatísticos, dos quais se destacam os de Markowitz (1952), que utilizou a noção de risco na área financeira, considerando a variância do retorno sobre um investimento como algo indesejável. A partir daí, risco e variância passaram a ser considerados sinônimos.

A moderna teoria financeira, iniciada pelo teorema de Modigliani e Miller, afirma que as decisões financeiras não podem criar valor para uma empresa, se não houver imperfeições de mercado. Dessa forma, conforme colocado por Grinblatt e Titman (2005), o gerenciamento de riscos seria irrelevante. Para mostrar por que as empresas se preocupam com esse assunto, os autores reavaliam os pressupostos da teoria e colocam que as corporações, geralmente, estão em uma posição muito melhor que os acionistas para administrar determinados riscos e, assim, aumentar o valor da empresa.

O aumento do risco deve contemplar um maior retorno. De acordo com Damodaran (2008), vários estudos mostram que a maior volatilidade das ações está relacionada com o retorno maior, se comparados com setores estáveis e preços de ações estáveis. Nesses segmentos há algumas evidências, embora frágeis, de que tomar riscos gera altos resultados às empresas.

Por outro lado, segundo o mesmo autor, há evidências de que assumir riscos pode resultar em sérios problemas às empresas. A conclusão de Damodaran (2008) é que as empresas devem estar preparadas para assumir riscos; essas terão vantagens sobre os competidores, porém, as empresas despreparadas poderão sofrer duras consequências.

Um estudo de Walls (2005), realizado com dados das 50 maiores companhias americanas de exploração e desenvolvimento de petróleo, entre 1981 e 2002, chegou às seguintes conclusões: (a) as políticas de riscos das empresas estão diretamente relacionadas à sua performance; (b) conhecer as preferências de risco dos competidores ajuda os gestores a tomar decisões melhores num ambiente competitivo; e (c) a quantificação da tolerância a riscos das empresas fornece um mecanismo para os gestores elaborarem uma política de riscos coerente, que pode melhorar o seu desempenho. A conclusão, resumida, pode ser definida como: as empresas que correm mais riscos relacionados à sua atividade geram mais retornos do que aquelas que assumem menos riscos.

A atenção para o gerenciamento de riscos tem aumentado na proporção do número de negócios. Em artigo que comenta a dificuldade de gerenciamento de riscos, Kimball (2000) chama a atenção sobre o que é possível gerenciar nos riscos. Não o seu esgotamento nem o seu desaparecimento, mas a minimização dos seus efeitos. Segundo ele, a importância do assunto pode ser observada pelo aumento de profissionais da área. Conforme o *site* da Associação Global de Profissionais do Risco (Garp), fundada em 1976, essa, atualmente, conta com 67 mil membros de 5 mil companhias diferentes no mundo todo, incluindo bancos, empresas seguradoras, gestoras de ativos, instituições de ensino, agências governamentais de regulamentação, entre outras.

Portanto, o gerenciamento de riscos, através de vários mecanismos, será o diferencial das empresas lucrativas nos próximos anos. Essa é a opinião de Drzik (2005). Apesar de focar sua análise nos bancos, suas observações podem ser aplicadas a qualquer empresa. Segundo ele, “*over the next decade, a key direction for risk management will be to convert ‘unknown’ risks to ‘known’ risks*” (p. 34), bem como desenvolver técnicas de mensuração.

Os fatores que levam uma empresa a administrar riscos cambiais é o tema de um artigo de Kim e Sung (2005). A pesquisa realizada na Coreia, com 223 empresas não financeiras, conclui que os fatores determinantes para a gestão de riscos são a manutenção dos custos e o tamanho da empresa. No Brasil, estudo semelhante, realizado por Saito e Schiozer (2005), mostra que a principal motivação é a administração do valor a receber nas operações internacionais, e que a grande preocupação é o tratamento tributário das operações.

Grinblatt e Titman (2005) propõem o relaxamento das hipóteses de Modigliani e Miller, pois isso resultará em um mundo imperfeito, habitado por gestores maximizadores racionais da riqueza, no qual a informação é assimétrica, e os negócios têm custos de transação. Nesse cenário, a implementação de estratégias de gerenciamento de risco deve agregar valor aos acionistas, aos gestores ou a ambos. Isso conduz ao conflito de agência, decorrente de interesses divergentes entre acionistas e gestores. A definição de custos de agência, consoante Jensen e Meckling (1976), decorre dos gastos com monitoramento por parte dos proprietários. Nesse contexto, a gestão de riscos pode ser fonte de conflito entre os agentes e os proprietários.

2.3 – PROBLEMA

A gestão de riscos tem resultado em duas correntes teóricas, que buscam explicar por que o risco deve ser administrado: a maximização da riqueza do acionista e a teoria de maximização da utilidade gerencial. Essas duas correntes podem indicar a presença de conflitos de interesses. Sobre a primeira corrente, há estudos de Smith e Stulz (1985) e Froot, Scharfstein e Stein (1993), entre outros, mostrando que, em certas circunstâncias, a gestão de riscos adiciona valor às empresas e, portanto, é do interesse dos acionistas. De outro lado, estudos de Guay e Kothari (2003), Moers e Peek (2005), Tufano (1998), DeMarzo e Duffie (1995) apontam que os conflitos de agência podem beneficiar quem tem mais informações, ou seja, os gestores, em detrimento dos interesses dos acionistas.

Assim a hipótese de maximização da riqueza do acionista prevê que a empresa se envolverá com a gestão de riscos, somente se essa atividade aumentar o valor da empresa, o que pode ocorrer de três formas: minimização dos custos de dificuldades financeiras, conforme Smith e Stulz (1985); Stulz (1996) e Tufano (1996); redução de carga tributária, segundo Smith e Stulz (1985) e Graham e Rogers (2002); e redução dos problemas de subinvestimentos, conforme Froot, Scharfstein e Stein (1993) e Geczy, Minton e Schrand (1997).

As evidências empíricas apontadas pela literatura identificam claramente os benefícios sentidos pelas organizações que possuem uma política de gestão de riscos. Há resultados contraditórios sobre a redução dos custos de *distress* financeiros e sobre a redução da carga tributária, posto que Smith e Stulz (1985) e Stulz (1996) encontram resultados positivos, enquanto Tufano (1996) e Graham e Rogers (2002) não encontram suporte para essa hipótese de gerenciamento de riscos. A hipótese de redução dos problemas de subinvestimento e dos custos de captação é comprovada pelos estudos de Geczy, Minton e Schrand (1997) e de Graham e Rogers (2002). De acordo com Froot, Scharfstein e Stein (1993), essa é a razão mais importante para o gerenciamento de riscos.

A hipótese da maximização da utilidade gerencial é decorrente da teoria da agência. Ela propõe que os gestores maximizam a sua utilidade, muitas vezes consumindo recursos dos acionistas, conforme Jensen e Meckling (1976). As principais fontes de conflito apontadas nos estudos são: a aversão ao risco, de acordo com Smith e Stulz (1985); Guay e Kothari (2003) e Moers e Peek (2005); a falta de diversificação de investimentos dos gestores segundo Tufano (1996) e a preocupação destes em sinalizar ao mercado as suas habilidades gerenciais, segundo DeMarzo e Duffie (1995).

O futuro das organizações é incerto e pode ser controlado apenas parcialmente; na visão de Eisenhardt (1989), uma das contribuições da teoria da agência é a implicação de riscos. Essa incerteza envolve escolhas (*trade-off*) entre risco e retorno, conduz a diferenças na disposição de aceitar riscos e deve influenciar nos contratos entre principal e agente. As divergências sobre a aceitação de riscos ressaltam o papel do conselho das organizações. Conforme Fama e Jensen (1983), o conselho pode ser considerado o ponto mais alto dos sistemas de controle das organizações, onde os agentes que tomam as decisões, terão toda a responsabilidade sobre os efeitos, mas não terão direito a todos os benefícios daí resultantes. De acordo com os autores, os conselheiros externos têm incentivos para monitorar os gestores e evitar a expropriação dos acionistas.

Brigham e Ehrhardt (2006), entendem que as formas de reduzir os conflitos são: (a) um plano de remuneração dos administradores; (b) intervenção direta dos acionistas; (c) ameaça de demissão; e (d) ameaça de aquisição hostil do controle acionário da empresa.

Ao falar sobre os riscos do mercado, o presidente do *Federal Reserve* Ben Bernanke (2008), em reportagem veiculada no jornal *Financial Times*, criticou os bancos que não avaliaram corretamente os riscos, e o descuido de muitos diretores dessas instituições ao não se envolverem na gestão de riscos das suas empresas.

Os estudos e os fatos recentes mostram a importância do envolvimento dos gestores em administrar os riscos das organizações. Dentro desse escopo, sobressai a importância de entender os interesses dos envolvidos nas questões relacionadas aos riscos e, por esse motivo, buscam-se respostas à seguinte questão: *A política de gestão de riscos revela conflitos de agência?*

2.3.1 – Efeitos da e interesses na gestão de riscos

Considerando a hipótese de maximização da riqueza do acionista, a literatura aponta a três principais benefícios, conforme consta no quadro 1. Desses, apenas um pode ser do interesse de acionistas e gestores, haja visto que os demais podem ser de interesses conflitantes.

A redução dos custos de falência e “distress” financeiro, pode ser interesse das duas partes: para o acionista que poderá captar recursos com menores custos. E para o gestor, se houver necessidade de recursos extraordinários, ele terá facilidade de obtenção.

A redução da carga tributária é benéfica para o acionista porque melhora os resultados da empresa; para o gestor nem sempre é interessante, pois isso pode requerer tomadas de

decisão com riscos sobre os resultados incertos. Por isso, o gestor pode optar por não fazer proteção de riscos a ter que enfrentar questionamentos futuros, a não ser que ele tenha participação nos resultados; mesmo assim, pode ser que o ganho agregado não compense os riscos assumidos.

A redução do subinvestimento é o principal benefício para o acionista, pois é preferível que todos os recursos disponíveis estejam investidos em projetos cujo Valor presente líquido seja maior que zero. Dessa forma, recursos disponíveis significam falta de rentabilidade. Mesmo assim, o gestor buscará sempre ter recursos disponíveis, para trabalhar mais tranquilo, evitando ter que captar recursos na ocorrência de oscilações nos fluxos de caixa.

Maximização da riqueza do acionista	Interessa ao acionista?	Efeito para o acionista	Interessa ao gestor?	Efeito para gestor
Redução dos custos de falência e “distress” financeiro	Sim	Menor custo de captação de recursos.	Sim	Mais facilidade de obter recursos
Redução da carga tributária	Sim	Melhores resultados	Não	Somente se ele participar dos resultados
Redução do subinvestimento	Sim	Empresa com menos risco e melhor aproveitamento dos recursos disponíveis	Não	É melhor trabalhar com recursos disponíveis para eventuais dificuldades

Quadro 1: Consequências da maximização da riqueza do acionista

Fonte: Elaborado pelo autor

Considerando a hipótese de maximização da utilidade gerencial, apenas um dos seus efeitos não é interessante para as duas partes. Conforme consta no quadro 1, se o gestor for avesso ao risco, tomará decisões conservadoras que poderão ser as menos interessantes para o acionista, uma vez que, se o acionista for conservador colocará seus investimentos em alternativas conservadoras, ao invés de aplicar em empresas que evitam correr riscos e perdem rentabilidade.

A falta de diversificação do gestor é um fator que não interessa a nenhuma das partes. O maior investimento do gestor pode estar na sua carreira dentro da empresa; dessa forma, ele não tomará decisões de alto risco que poderão prejudicá-lo; mesmo que elas pareçam lucrativas, sempre haverá incerteza sobre os resultados. Além disso, ele tenderá a diversificar os negócios da empresa para reduzir os riscos. Isso não é interessante ao acionista, que pode

diversificar ele mesmo seus investimentos a um custo menor. Porém, o gestor não é diversificado por absoluta falta de condições de fazer isso, por isso para ele é mais fácil diversificar a empresa.

As decisões sobre riscos podem ser apenas uma forma de o gestor sinalizar ao mercado a sua capacidade, sem realmente haver a necessidade de fazer essa administração. Além disso, o fato de melhorar a sua reputação pode tornar mais dispendiosa a sua manutenção na empresa.

Maximização da utilidade gerencial	Interessa ao acionista?	Efeito	Interessa ao Gestor?	Efeito
Gestor avesso ao risco	Não	Vai ter resultados menores que o esperado	Sim	Tomará as decisões de acordo com os seus critérios
Falta de diversificação dos investimentos do gestor	Não	O gestor se torna avesso ao risco	Não	Ocorre por incapacidade de diversificar
Sinalização de habilidades gerenciais	Não	Aumenta a sua remuneração	Sim	Aumenta a sua reputação

Quadro 2: Consequências da maximização da utilidade gerencial

Fonte: Elaborado pelo autor

Fama e Jensen (1983) dão conta que os conselheiros podem representar o ponto mais alto dos sistemas de controle e têm incentivos para defender os interesses dos acionistas. Os conflitos de agência podem ser revelados no relacionamento entre gestores e conselheiros; nesse aspecto, podem surgir outras implicações que é o conhecimento por parte dos conselheiros sobre as necessidades da empresa e em relação aos mecanismos de gestão de riscos.

2.4 – OBJETIVOS

A partir do que foi colocado como problema de pesquisa, existem duas hipóteses concorrentes para a administração dos riscos: de um lado, a maximização da riqueza dos acionistas e, de outro, a maximização da utilidade gerencial. Este trabalho busca identificar empiricamente se alguma delas é mais relevante no ambiente empresarial, no Brasil.

2.4.1 – Objetivo geral

O objetivo geral desta tese será o de verificar, empiricamente, se as políticas de riscos revelam conflitos de agência.

2.4.2 – Objetivos específicos

- Verificar a opinião dos conselhos sobre a gestão de riscos das empresas.
- Verificar a opinião dos executivos com relação às políticas de riscos.
- Identificar pontos de divergência entre executivos e conselheiros com relação à formalização das políticas de riscos.
- Identificar como conselheiros e executivos percebem os benefícios da gestão de riscos.
- Verificar que aspectos das políticas de riscos são relevantes para gestores e executivos.
- Avaliar se os conselheiros são mais avessos ao risco que os executivos.
- Verificar as diferenças significativas entre os posicionamentos dos acionistas e dos executivos, com relação à política de gerenciamento de riscos.

2.5 – JUSTIFICATIVA

Independentemente dos motivos pelos quais as empresas se envolvem com a gestão do risco, o que muitos estudos mostram é o aumento dessa atividade. Segundo o *Bank for International Settlements* (BIS), o volume de contratos de derivativos tem aumentado em torno de 20% ao ano, e as empresas não financeiras são responsáveis por cerca de 20% do volume total de contratos de câmbio. Os contratos de câmbio estão entre os que mais crescem, assim como a participação de empresas não financeiras. No Brasil, o volume de negócios com derivativos aumentou consideravelmente nos últimos anos. De acordo com a Bolsa de Mercantis e Futuro (BM&F), o número de contratos de moeda negociados tem aumentado de forma exponencial. Em 2002, foram comercializados 17.349.055 contratos; em 2005, esse número passou para 33.446.104, e, em 2006, o volume foi de 52.350.517 contratos, o que significa um aumento de 56,5%. Em 2007, o total de contratos atingiu 115.883.665, um

aumento de 121,36% sobre o ano anterior, o que representa um incremento anual médio de 46%.

Eisenhardt (1989), afirma que o núcleo da teoria de agência é a relação entre custos de vigilância do comportamento e custos de medidas de resultados e de transferência do risco para o agente. Neste estudo, será possível identificar se realmente ocorre essa transferência ou se os riscos são compartilhados.

Uma forma de o principal transferir riscos para o agente é através do programa de remuneração. Tufano (1996) observa que a aversão gerencial ao risco está diretamente ligada à forma de remuneração dos gestores. Nessa mesma linha, seguem Guay e Kothary (2003), que apontam os resultados contábeis de curto prazo como sendo os principais responsáveis pelas distorções no gerenciamento dos riscos corporativos. Este estudo pretende analisar a remuneração e sua ligação com a gestão de riscos, através das respostas dos acionistas, para identificar se os mesmos levam em consideração esses aspectos ao negociar pacotes de incentivos, e se há a possibilidade de os gestores assumirem mais riscos, mesmo não tendo incentivo para tanto.

A maioria dos estudos considera as atividades de *hedge* como um indicador de aversão gerencial ao risco. Conforme Smith e Stulz (1985), a aversão ao risco dos gestores está ligada diretamente às atividades de *hedge*, ou seja, farão *hedge* e assim eliminarão todos os riscos de desvios acima e abaixo da média. Porém, se essa for a política de riscos da empresa imposta pelos acionistas, os gestores serão classificados como avessos ao risco, quando, na verdade estarão seguindo as orientações dos acionistas.

A pesquisa buscou investigar se os gestores gerenciam os riscos obedecendo à orientação e aos interesses dos acionistas, considerando, ainda, os interesses dos *stakeholders*. Stulz (1996) afirma que os acionistas podem diversificar seu risco, mas os *stakeholders* não. Os trabalhadores, por exemplo, não podem diversificar o risco de perda decorrente de dificuldades financeiras da empresa; assim, eles não se sentirão atraídos para essas empresas, a não ser por uma remuneração maior. Os *stakeholders* não podem criar seu próprio gerenciamento de riscos, mesmo porque, alguns não são gerenciáveis e, outros, devido à falta de economia de escala. Porém, a empresa pode fazer isso por eles. Se a gestão de riscos da empresa reduz a probabilidade de dificuldades financeiras, atrairá melhores trabalhadores e por salários menores. Por isso, é importante verificar se os acionistas consideram esses aspectos ao elaborarem as políticas de riscos.

Stulz (1996) elenca algumas características de empresas que podem gerenciar os riscos, considerando o inter-relacionamento entre estrutura de capital e estratégias de

gerenciamento de riscos. O primeiro tipo de empresa tem um grande montante de patrimônio e um pequeno volume de dívidas. Ela tem uma baixa probabilidade de inadimplência e de dificuldades financeiras. Desde que tenha geração interna de caixa suficiente para financiar os seus projetos, não há motivos para gerenciamento de riscos. Contudo, a empresa poderia fazer mais para os acionistas, assumindo dívidas e controlando os riscos com estratégias de *hedging*.

Outro tipo de empresa, na concepção de Stulz (1996), é aquela que tem uma grande proporção de dívidas e uma moderada possibilidade de dificuldades financeiras. Nesse caso, os acionistas poderão exigir que ela se envolva em atividades de gerenciamento de riscos, de forma a minimizar as possibilidades de *distress* financeiro.

Um terceiro tipo de empresa é aquela que está altamente alavancada e com alta probabilidade de *default*. Nos termos de Stulz (1996), essa situação é equivalente a enfrentar dificuldades financeiras, e as atividades de gerenciamento de risco não resultarão em alívio. Por isso, não haveria motivo para qualquer tipo de *hedge* ou outra atividade de gerenciamento de riscos; entretanto, os acionistas poderão encorajar os gestores a correr mais riscos, investindo em projetos altamente voláteis, na tentativa de obter resultados superiores e salvar algum tipo de valor.

Os três tipos de empresa descritos por Stulz (1996) poderão agregar valor com o gerenciamento de riscos, dependendo das suas características; algumas deverão evitar e outras tomarão maiores riscos, desde que os acionistas tenham ciência do que fazer e estimulem os gestores a agir neste sentido. Esta abordagem ressalta a importância de conhecer o que pensam os acionistas sobre o gerenciamento de riscos das empresas e como os gestores encaminham o debate sobre o assunto com os acionistas das empresas.

Stulz (1996), lembra que a maioria dos estudos feitos para determinar as estratégias das empresas, com relação aos riscos, focam, principalmente, as razões subjacentes de maximização de valor, deixando em segundo plano os conflitos de agência. As principais causas apontadas dizem respeito à dificuldade de se obterem dados específicos das empresas, e os resultados financeiros podem ser decorrentes de decisões anteriores e não de conflitos sobre políticas de riscos. Assim, torna-se relevante entender como as políticas de gestão de riscos das empresas são estabelecidas e qual é o papel desempenhado pelos seus atores.

3 - RISCOS

Conforme Culp (2008), até 1990 a ideia de risco não era muito clara, ou seja, as pessoas podiam até reconhecer, mas não sabiam definir. A falta de clareza sobre o que significava gerenciar riscos levou a uma visão caótica das perspectivas de sua administração.

De acordo com Damodaran (2008), o risco, no mercado financeiro, pode ser definido como a variabilidade dos retornos de um investimento em relação ao retorno esperado, mesmo quando esse retorno é maior do que aquele projetado inicialmente.

Damodaran (2004) divide o risco em dois tipos básicos: diversificável e não diversificável. O primeiro refere-se aos riscos que afetam um número pequeno de empresas, ou seja, se algo der errado, apenas uma ou poucas empresas serão afetadas. O segundo tipo de risco refere-se a acontecimentos que afetam todo o mercado, por exemplo, diminuição da taxa básica de juros ou mudanças nas políticas econômicas.

3.1 – TIPOS DE RISCOS

Os riscos financeiros são classificados em duas grandes categorias por Crouhy, Galai e Mark (2006): riscos de mercado e riscos de crédito. Um esquema de apresentação dos riscos está demonstrado na figura 1 a seguir:

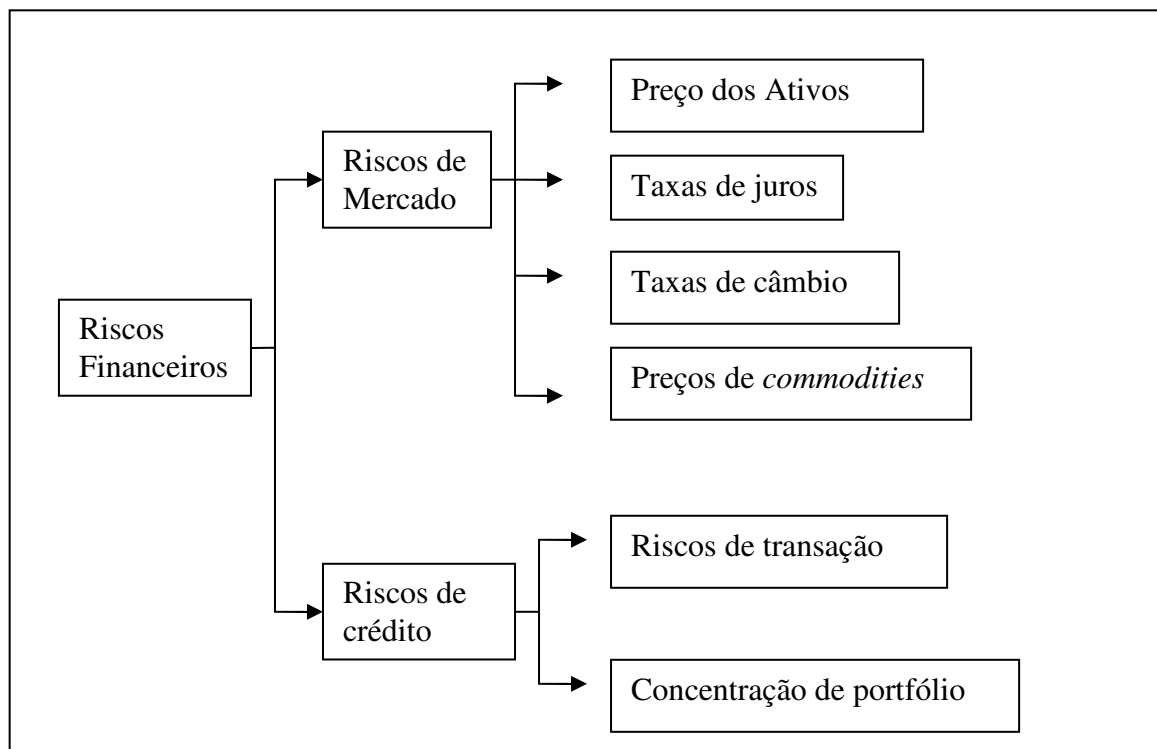


Figura 1: Categorias de riscos financeiros
 Fonte Crouhy, Galai e Mark (2006, p. 26).

A categoria de riscos de mercado é definida como o risco de mudanças no mercado financeiro, o que reduzirá o valor de um investimento ou de um *portfólio*. Conforme os autores, há quatro tipos principais de riscos de mercado.

3.1.1 Risco de taxas de juros

É o risco de um investimento realizado com taxas de juros fixas ter seu valor alterado como resultado de uma mudança no mercado de taxas de juros. Num portfólio de ativos baseados em taxas de juros, muitos tipos diferentes de exposição a riscos podem surgir, geralmente relacionados com vencimentos, valor nominal ou data de revisão de taxas. Mesmo quando instrumentos parecem compensar diferentes exposições econômicas, uma correlação imperfeita entre os instrumentos pode gerar riscos para todo o conjunto de ativos.

3.1.2 Risco do preço dos ativos

É o risco associado com a volatilidade do preço das ações. Refere-se à porção da volatilidade de preços que é determinada pelas características específicas de uma empresa. De acordo com a teoria do portfólio, o risco geral não pode ser eliminado através da diversificação, enquanto o risco específico pode ser administrado através da diversificação.

3.1.3 Risco de taxa de câmbio

É o risco em relação à mudança nas cotações das moedas. A principal causa são as correlações imperfeitas nos movimentos dos preços das moedas e as flutuações das taxas de juros internacionais. A volatilidade nas cotações pode comprometer o retorno dos investimentos realizados em outros países e expressos em moeda diferente daquela do país de origem.

3.1.4 Risco do preço das *commodities*

O preço das *commodities* podem ter alta volatilidade devido à concentração de fornecedores e descontinuidade de fornecimento. Outros fatores que afetam os preços incluem a facilidade e os custos de estocagem que variam consideravelmente entre os diversos mercados de *commodities*.

Na categoria de riscos de crédito, Crouhy, Galai e Mark (2006) consideram que o risco da qualidade do crédito ou da contraparte pode afetar os valores de um título ou de um *portfólio*. Eles são classificados em:

3.1.5 Risco de transação

O risco de transação é denominado também risco de liquidez e se refere à dificuldade de transacionar determinados ativos devido a uma contingência do mercado, não sendo possível executar uma transação, o que pode levar a perdas difíceis de quantificar.

3.1.6 Risco de concentração

É o risco relacionado a sistemas inadequados, falhas gerenciais, falta de controle, fraudes ou erros humanos. Além desses aspectos, de acordo com Crouhy, Galai e Mark (2006), também envolve riscos de emissão e riscos da contraparte.

3.2 ADMINISTRAÇÃO DO RISCO

Vale a observação de Culp (2008) que refere que a mudança fundamental no processo de gerenciamento de riscos corporativos tem sido o crescente reconhecimento de que ele pode contribuir para atingir as metas corporativas de maximização do valor. Mas isso leva à questão: Como o gerenciamento de risco adiciona valor? No mundo perfeito de Modigliani e Miller, o gerenciamento de riscos é colocado como indiferente aos acionistas das companhias. Porém, Culp (2008) reconhece que duas décadas de trabalhos empíricos têm produzido um grande número de explicações plausíveis de como a administração de riscos aumenta o valor da empresa. Os tópicos a seguir apresentam alguns argumentos dos que defendem o gerenciamento de riscos, bem como as justificativas dos autores, que defendem que as empresas não devem se envolver nessas atividades.

3.2.1 – Argumentos para não gerenciar riscos

O principal argumento para não gerenciar riscos é o teorema de Modigliani e Miller (1958) que mostra que o valor da empresa não pode ser alterado através de transações financeiras. A análise está baseada numa suposição importante: a de que o mercado de capitais trabalha com absoluta perfeição. Mercado perfeito, na definição dos autores, é aquele que é altamente competitivo, cujos participantes não estão sujeitos a custos de transação, a informação está disponível a todos, e não há impostos.

Nessa mesma linha, Sharpe (1964) no desenvolvimento do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) coloca que as empresas não devem se preocupar com os riscos que são específicos a elas, mas basear suas decisões de investimentos somente nos riscos que são comuns com outras empresas, denominados riscos sistemáticos ou beta. Isso porque todos os riscos específicos são diversificados no portfólio dos investidores e, sob a hipótese de um mercado de capitais perfeito, isso seria realizado sem custos. Contudo, empresas não deveriam se envolver em atividades de redução de riscos, as quais o investidor individual pode executar ele mesmo, a não ser que isso resulte em algum benefício, tal como economia de escala.

Os autores Crouhy, Galai e Mark (2006) sustentam que os que se opõem às atividades de gerenciamento dos riscos corporativos argumentam que essa é uma atividade cujo resultado final é zero, o que não aumenta os retornos do fluxo de caixa. Nesse argumento está implícita a hipótese de mercado de capitais perfeito, em que os preços dos instrumentos financeiros refletem essas características, por conseqüência, o seu uso não acrescentaria valor à empresa.

De acordo com os mesmos autores, existem também alguns argumentos de ordem prática, contrários à atividade de gestão de riscos: essa atividade pode desviar a atenção dos gestores da sua atividade principal. Ao gerenciador de riscos são exigidos certos conhecimentos e habilidades, além de uma estrutura de processamento e aquisição de informações o que pode ser difícil para pequenas e médias empresas. Além disso, uma estratégia que não seja cuidadosamente estruturada e monitorada pode ser causadora de riscos exponenciais, ou seja, causar danos maiores do que os riscos a que a empresa esteja normalmente exposta.

3.2.2 – Argumentos Para Gerenciar Riscos

Conforme Crouhy, Galai e Mark (2006) a hipótese de que o mercado de capitais opera de forma eficiente se torna vulnerável quando comparada à realidade do ambiente corporativo. Um argumento comum às atividades de gerenciamento de riscos é que isso reduz os custos de falência e de dificuldades financeiras. Esse argumento revela uma inegável imperfeição dos mercados: os altos custos fixos associados às dificuldades financeiras e a possibilidade de falência.

Em 2008 Meulbroek afirmou que além dos benefícios da gestão de riscos já identificados por outros pesquisadores, tais como a redução do *distress* financeiro, a redução de impostos, e garantir os recursos internos para os investimentos, há outros benefícios que podem ajudar a maximizar o valor do acionista, a saber: o gerenciamento de riscos corporativos pode facilitar o gerenciamento de riscos dos acionistas, porque os gestores têm informações sobre as atividades futuras que não são reveladas por razões competitivas. Eles podem usar essas informações para gerenciar o risco de uma forma diferente do acionista, uma vez que esse não terá o entendimento completo da exposição a riscos.

O gerenciamento pode reduzir o risco enfrentado por investidores importantes à empresa e que não são diversificados. Esse pode ser o caso específico dos gestores que têm a principal parcela de suas riquezas investida em ações da companhia. Assim, a empresa, com grande parte do seu pagamento por desempenho, pode ser hábil em reduzir os custos dessa compensação reduzindo o risco total da empresa sem reduzir a valor presente dos seus projetos.

Um argumento relacionado, conforme Crouhy, Galai e Mark (2006), é que os gestores podem agir em seu próprio interesse, ao invés de na direção do interesse dos acionistas. Considerando que os gestores não têm a mesma capacidade dos acionistas de diversificar seus investimentos, geralmente a riqueza dos gestores está acumulada direta ou indiretamente na própria companhia, por isso eles tendem a reduzir a volatilidade do valor da empresa. Outro argumento é que os gestores têm interesse em reduzir os riscos dependendo da participação pessoal que eles possuem nos resultados da empresa. Isso porque os resultados são uma forma de sinalização para os conselheiros da empresa e para o mercado de capitais com relação às habilidades dos gestores, e não é fácil para os acionistas diferenciar se a volatilidade é normal ou se é causada pela incompetência gerencial. Isso pode significar que os gestores preferem gerenciar a sua exposição pessoal, numa espécie de indicador de performance ao invés de gerenciar a exposição da empresa de forma a buscar interesses de longo prazo dos acionistas.

O gerenciamento de riscos, conforme comentário de Meulbroek (2008), pode reduzir os custos de monitoramento melhorando a avaliação do desempenho. A avaliação da performance requer uma medida de risco da empresa de forma a construir um referencial apropriado. Se a exposição ao risco das empresas se altera ou se as suas operações não são claras para o público externo, construir esse referencial de avaliação é muito difícil. Por extensão, o público externo, como investidores e credores, encontra dificuldades de monitoramento e, com isso, os seus custos aumentam e exigirão prêmios e retornos maiores. Contudo, muitas companhias conseguem evitar o pagamento desse prêmio fornecendo maior *disclosure* às suas operações e aos riscos associados a elas. Muitas informações não podem ser reveladas por razões competitivas, mas colocando um referencial à avaliação de riscos, os gestores podem facilitar o monitoramento sem revelar informações estratégicas.

A participação do conselho é colocada como sendo importante por Crouhy, Galai e Mark (2006); segundo eles, o envolvimento em gerenciamento de risco leva os gestores a ter um melhor controle sobre a performance econômica natural da empresa. Através do uso de ferramentas gerenciais, os gestores podem alcançar os objetivos estabelecidos pelo conselho, e, com isso, cada empresa pode legalmente comunicar aos investidores a sua postura em relação aos riscos, confirmada pelo seu conselho. Outro aspecto que deve ser considerado para o gerenciamento de riscos é que isso pode oferecer às operações da empresa. Uma empresa que faz *hedge* do preço das *commodities* pode estabilizar seus custos e ajudar na política de preços. Isso pode oferecer uma vantagem competitiva no mercado que resultará em benefícios para os investidores.

Acadêmicos também acreditam que a administração de riscos geralmente ajuda a aumentar a riqueza dos acionistas. Como se extrai de Smithson e Simkins (2005) em março de 2004 a *International Swaps and Derivatives Association* (Isda) pesquisou professores de finanças das 50 principais escolas de negócios do mundo. Um total de 84 professores de 42 instituições respondeu à pesquisa, sendo que uma das questões era se eles concordavam com a afirmação: “Gerenciar riscos financeiros é, efetivamente, mais uma maneira para as companhias construírem valor para o acionista.” Os resultados foram os seguintes: 44% concordam fortemente; 47% concordam; 7% concordam um pouco, e somente 2% discordam um pouco.

3.3 ADMINISTRAÇÃO DO RISCO COM DERIVATIVOS

Meulbroek (2008) acentua que companhias têm várias formas de implementar objetivos de gerenciamento de riscos: modificando as suas operações, ajustando sua estrutura de capital e empregando instrumentos financeiros objetivos, entre os quais se incluem os derivativos.

Smithson e Simkins (2005) relatam que em pesquisa realizada em 2003 pela Isda, constatou-se que, nos relatórios das 500 maiores empresas do mundo, 92% delas relatam fazer uso de algum tipo de derivativo.

A administração do risco cambial, através de derivativos, está presente na maioria das empresas. Muitas delas, na opinião de Buckley e Van Der Nat (2003), não têm pessoal capacitado para o seu gerenciamento, por isso o seu mau uso e as consequências observadas no mercado. No entanto, o uso continua aumentando. Pesquisa realizada por Saito e Schiozer (2004), através de um *survey* enviado para 378 empresas não financeiras, listadas na Bovespa, constatou que, dessas, 74 responderam, sendo que 56 usavam derivativos para a gestão de riscos. O risco mais administrado foi o cambial, atingindo 95% das respostas. Entre os derivativos mais utilizados no Brasil, constam os contratos a termo (*forward*), os contratos futuros e as opções.

A decisão de fazer o gerenciamento de riscos ainda é um tema pouco esclarecido no ambiente corporativo. Mendonça (2005) esclarece que a decisão do *hedge* tem que ocorrer quando o resultado operacional da empresa pode ser afetado pelo risco do mercado, ou seja, o “resultado operacional fica indeterminado” (p. 22). O mecanismo que será utilizado vai depender de outras variáveis organizacionais, como disponibilidade de recursos, propensão a riscos, operacionalização das estratégias, entre outras.

Sendo o gerenciamento de riscos um desafio às empresas, segundo afirma Drizk (2005), essa perspectiva deve ser colocada ao lado dos demais interesses das organizações. Duas grandes hipóteses têm se desenvolvido para tentar explicar por que o risco deve ser gerenciado: maximização do valor do acionista e a hipótese de aversão gerencial ao risco, também denominada maximização da utilidade do gestor. A figura 2 mostra um resumo das duas teorias e as suas implicações na gestão de empresas.

Uma investigação empírica do uso de derivativos no Brasil foi realizada por Rossi Jr (2007), os resultados mostram que grandes companhias, com alta exposição a moedas estrangeiras, com grandes oportunidades de crescimento, utilizam mais derivativos de moedas; diferente dos resultados encontrados em estudos estrangeiros, onde companhias com

subsidiárias usam menos derivativos. O estudo mostra que o uso de derivativos permite maior alavancagem em moeda estrangeira e conclui que as decisões sobre *hedge* e endividamento são tomadas simultaneamente.

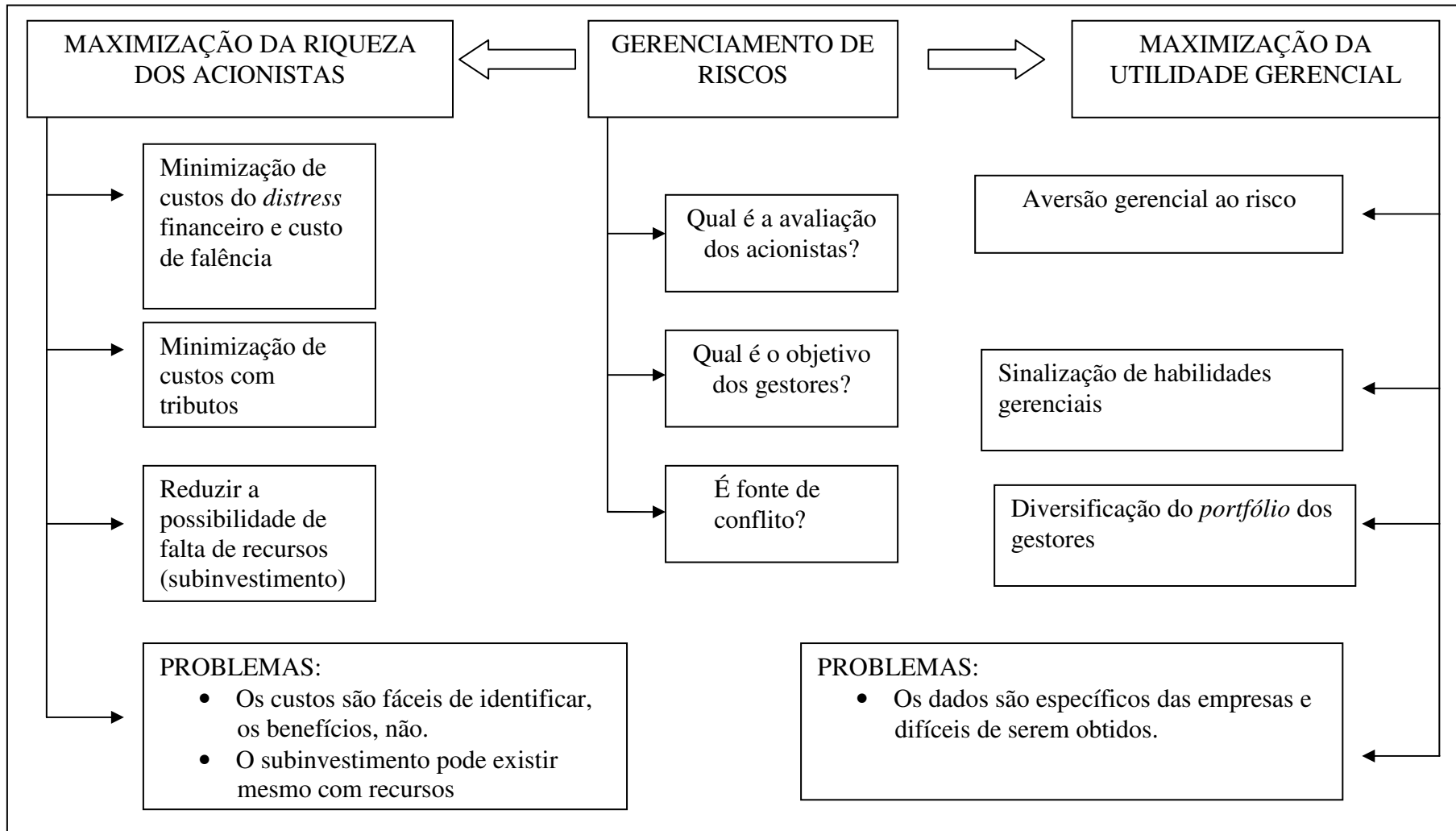


Figura 2: Resumo das teorias sobre gestão de riscos

Fonte: Elaborada pelo autor

3.4 TEORIAS PARA GERENCIAMENTO DOS RISCOS

A partir da figura 2, extrai-se que duas grandes linhas teóricas têm se desenvolvido para explicar o gerenciamento de riscos. A teoria de que essa atividade adiciona riqueza para ao acionista, identifica as seguintes vantagens: redução dos custos de dificuldades financeiras e dos custos de falência, redução dos tributos a recolher em empresas que estão sujeitas a tributação crescente. Conforme Meulbroeck (2008), o maior benefício é garantir os recursos internos para futuros investimentos.

Outro motivo apontado pela teoria, para que as organizações se envolvam com o gerenciamento de riscos, é a teoria da maximização da utilidade gerencial. De acordo com ela, essa atividade está presente nas empresas porque os gestores são avessos a riscos, além disso, eles são menos diversificados que os acionistas e, por isso, na incapacidade de gerenciar os riscos do seu portfólio, fazem a gestão dos riscos da empresa, e outra razão para que isso ocorra é a possibilidade de os gestores mostrarem ao mercado as suas habilidades gerenciais.

Nesse sentido, Crouhy, Galai e Mark (2006) explicam que o argumento teórico sobre por que algumas empresas podem legalmente buscar a administração dos riscos nunca vai produzir uma resposta simples. Existem muitas e grandes imperfeições no mercado de capitais e muitas e grandes são as razões de por que os gestores buscam ter controle sobre os resultados das empresas. Mas os argumentos teóricos contra a gestão dos riscos fornece uma importante implicação prática: que as estratégias de risco devem examinar as circunstâncias específicas e os objetivos específicos da empresa e dos seus *stakeholders*.

Na opinião de Crouhy, Galai e Mark (2006), enquanto se discutia se as corporações deviam ou não se envolver em atividades de gestão de riscos, muitas delas já estavam fazendo isso. Esse fato é confirmado por Geczy, Minton e Schrand (1997) e por Bodnar, Hayt e Marston (1998), mostrando que grande parte das empresas pesquisadas utilizava derivativos para o gerenciamento de riscos de câmbio e riscos de taxas de juros.

4 TEORIA DA AGÊNCIA

O conflito de agência, sob o aspecto econômico, foi abordado pela primeira vez por Ross (1973), que colocou que o problema de agência (entre duas ou mais partes), surge quando uma delas concede poderes a outra para atuar em seu nome. Em sua abordagem, o problema é colocado em termos de incentivos necessários para que os agentes tomem as decisões que atendam aos interesses do principal. Segundo ele, os exemplos são universais e podem estar presentes na relação entre Estado e governo, mas, principalmente, nos contratos entre empregado e empregador.

Jensen e Meckling (1976) focaram o problema no comportamento de gestores e proprietários de empresas. Eles definem a relação de agência como um contrato, no qual uma ou mais pessoas (principal) contratam outras pessoas (agente) para administrar seus interesses. Essa contratação envolve delegação de autoridade aos agentes. O conflito surge quando ambos buscam maximizar suas utilidades.

Fama (1980) considera a empresa como um grupo de contratos entre os fatores da produção, e a questão que emerge é: quem irá suportar os riscos inerentes à atividade? Geralmente o risco está associado ao proprietário do empreendimento, posto que é ele quem geralmente coloca o capital necessário antes do início do empreendimento, o qual será usado para aquisição de tecnologia e oferecer a estrutura necessária para o funcionamento da empresa. Nesse aspecto temporal, deve ser considerado que o empreendedor é o primeiro a investir o capital e será o último a ser remunerado, pois os demais fatores de produção são pagos antes da apuração dos resultados e da remuneração do capital. O investidor, como tomador de risco, está exposto desde o início do empreendimento. É comum o risco ser colocado num “pacote” junto com parcelas do capital e ser vendido em partes para diversos investidores. De acordo com Fama (1980), a corporação moderna tem o mercado de capitais que a ajuda a carregar os riscos.

4.1 CUSTOS DE AGÊNCIA

As decisões do agente nem sempre serão as melhores para o principal e disso decorrem os custos de agência, os quais podem se originar de várias fontes. Fazem parte desses custos os incentivos para os agentes, buscando o alinhamento de interesses, os gastos do principal para monitorar as decisões dos agentes, e demais gastos resultantes da

divergência entre ambos, tais como: contratos e relatórios e até mesmo a incapacidade de monitorar todas as ações dos agentes.

Jensen e Meckling (1976) identificam conflitos entre a propriedade e a gestão das empresas e entre os acionistas e os proprietários. Sua conclusão é que não há custo de agência zero. Sempre haverá custos associados à separação de propriedade, ao controle das organizações e à incapacidade de monitoramento e de fixação de objetivos, que façam com que o agente maximize os objetivos do principal.

4.2 CONFLITO ENTRE ACIONISTAS E ADMINISTRADORES

O conflito entre acionistas e administradores, consoante Jensen e Meckling (1976), assume maiores proporções quanto maior for a separação entre propriedade e gestão da empresa. Se os acionistas possuem 100% do capital acionário, os gestores não recebem a totalidade dos ganhos da empresa, porém são totalmente responsáveis pelos atos da gestão. Os gestores podem realizar menos esforços e criar benefícios ou salários indiretos, que, em última instância reduzem o valor destinado ao acionista. Uma das alternativas para a solução desse conflito, no entender de Jensen (1986), é a redução do fluxo de caixa livre e a empresa buscar recursos no mercado com a emissão de dívidas.

4.2.1 Relação entre dívidas e conflitos

O conflito entre acionistas e gestores pode ser ampliado quando a empresa gera grandes volumes de fluxo de caixa livre. Um dos primeiros pontos de conflito é motivar os gestores a reduzir o caixa. Jensen (1986) define como “hipótese de controle” a motivação para as organizações emitirem dívidas e, com isso, poderem obter os seguintes benefícios: redução dos custos de agência; substituição dos dividendos com a aquisição de ações; evitar projetos de diversificação mal-avaliados que podem gerar perdas.

Jensen (1986) coloca que, assumindo dívidas, os gestores também assumem o compromisso de gerar recursos no futuro para a liquidação desses compromissos; dessa forma, a dívida reduz os custos de agência do fluxo de caixa livre, reduzindo a disponibilidade de recursos que poderão ser gastos de acordo com a decisão dos gestores. Além disso, os custos da dívida podem servir como motivação para a organização ser mais eficiente.

Outro benefício que a emissão de dívidas pode gerar para o acionista é a utilização dos recursos disponíveis para a compra de ações; desse modo, os resultados da empresa serão

distribuídos a um número menor de investidores. Além disso, os juros são dedutíveis de impostos, o que aumenta o compromisso dos gestores de gerar recursos para o pagamento dos serviços da dívida e do principal.

Jensen (1986) adverte que os gestores com menos recursos disponíveis tenderão a evitar a diversificação e buscarão mais eficiência, pois terão que ir regularmente ao mercado financeiro para obter capital. Com isso, terão que submeter seus projetos, bem como a sua gestão à avaliação do mercado. Um aspecto negativo na emissão de dívidas é que isso pode gerar conflitos entre acionistas e credores.

4.3 CONFLITO ENTRE ACIONISTAS E CREDORES

O conflito entre acionistas e credores tem origem na influência dos primeiros nas decisões a serem tomadas pelos gestores das empresas. A empresa poderá aumentar excessivamente seu endividamento e, em decorrência disso, ficar incapacitada de obter novos financiamentos e perder oportunidades de novos negócios.

No caso de dificuldades em obter novos financiamentos, de acordo com Jensen e Meckling (1976), os gestores podem adotar políticas mais agressivas com relação aos riscos, implantando novos projetos. Se esses forem bem sucedidos, os gestores serão recompensados através de remuneração e participação nos resultados; caso contrário, as perdas e os custos serão assumidos pelos credores que, muitas vezes, não tinham as informações necessárias para a avaliação dos projetos. Os custos de agência, associados às dívidas podem ser resumidos em perda de valor devido ao seu impacto nas decisões de investimento, em custos de monitoramento, em gastos com fiança, e naqueles decorrentes de falência e reorganização financeira.

4.4 CONFLITO DE AGÊNCIA E OS RISCOS

Nesse sentido, Eisenhardt (1989) lembra que um dos principais problemas que geram conflitos de agência é o compartilhamento de riscos, visto que ele surge quando principal e agente, apesar de assumirem atitudes de cooperação, adotam ações divergentes porque têm diferentes preferências em relação aos riscos.

A metáfora dos contratos, como colocado por Fama (1980), conduz à tomada de decisão sobre qual é o contrato mais eficiente: aquele orientado por comportamento e que envolve salários e hierarquia de governança, ou aquele orientado por resultados que envolvem

comissões e opções de ações entre outros. Conforme Eisenhardt (1989), a teoria tem se desenvolvido em duas grandes correntes, a positivista e a principal- agente.

4.4.1 Corrente positivista

A corrente positivista está mais interessada em descrever os mecanismos de governança do que em solucionar os problemas. De acordo com seus autores, os contratos baseados em resultados são mais efetivos em guiar agentes oportunistas, porque, dessa forma, principal e agente serão recompensados com os resultados das ações empreendidas, reduzindo os conflitos de interesse. Jensen e Meckling (1976) bem colocam a importância da estrutura de propriedade, referindo que os gestores, tendo participação nos ativos, alinhariam seus interesses com aqueles dos proprietários.

Outro ponto ressaltado por essa corrente é a importância do sistema de informação: sob esse enfoque, as organizações podem investir em sistemas de informação para o principal que disporia de dados relevantes sobre o que o agente está fazendo e, assim, controlar o seu oportunismo.

Eisenhardt (1989) observa que há suporte para a existência de problemas de agência entre acionistas e executivos, em várias situações nas quais seus interesses divergem. Os estudos comprovam isso nas tentativas de aquisição, na estrutura de capital, na análise da dívida *versus* financiamento de ativos, tentativas de aquisição de empresas e alienação de ativos.

4.4.2- Corrente principal-agente

Nessa linha de pesquisa, o foco está na determinação do melhor contrato entre agente e principal. As abordagens comparam contratos de comportamento em relação aos contratos por resultados. Os modelos assumem que o agente é mais avesso ao risco que o principal, uma vez que esse tem menos capacidade de diversificação dos seus investimentos. Outras características que esses modelos assumem são as metas conflitantes, e que os resultados podem ser mensurados com facilidade.

Os contratos podem ser utilizados para alinhar o comportamento do agente com as preferências do principal, e esse alinhamento tem como custo a transferência do risco para o agente. Os resultados são apenas parcialmente conduzidos pelo comportamento, visto que podem existir outras variáveis incontroláveis pelos agentes. Eisenhardt (1989) entende que

quanto maior for a incerteza, maior será o custo de transferência do risco. Em geral, o aumento da riqueza do agente o torna menos avesso ao risco, tornando mais atrativa a transferência de riscos usando o contrato baseado em resultados.

As evidências empíricas para essa hipótese, segundo Eisenhardt (1989), estão presentes nas formas de contrato que envolvem sistemas de informação, incertezas dos resultados, formas de mensuração dos resultados em relação ao tempo e características das tarefas dos agentes.

4.5 CRÍTICAS À TEORIA DA AGÊNCIA

Uma das principais críticas foi feita por Brennam (1993); segundo ele, a teoria da agência reduz o homem econômico a um objeto ao qual faltam vícios e virtudes, bem como outras características que podem ser facilmente identificadas, como: honra, orgulho e sentimento de realização.

O aumento da visão pessimista da natureza humana é colocado por Goshal (2005) como sendo o predominante na análise das organizações, cujo foco tem sido posto na apropriação do valor ao invés da criação de valor. A teoria trabalha somente com a hipótese do homem econômico que, racionalmente, maximiza seu próprio interesse, desconsiderando que, recentemente, o estudo do comportamento econômico tem se voltado mais para os desvios da racionalidade na preferência dos indivíduos.

Outra falha da teoria é ignorar o controle dos impulsos e a importância de desenvolver bons hábitos. Consoante Brennam (1993), se é verdade que muitas pessoas são incentivadas por dinheiro, não é verdade que sejam motivadas apenas por ele. Nesse ponto, a teoria falha em explicar a estrutura de compensação dos executivos. Um executivo coloca em risco seu emprego e reputação ao tomar decisões difíceis, por isso sua compensação será decorrente dos riscos que assume, e não somente do esforço, ao passo que a teoria presume uma relação paritária entre esforço e resultado.

Goshal (2005) revela que o modelo econômico não se concretiza nos modelos testados. Mesmo com essa falta de evidências empíricas, ele domina as teorias relacionadas ao gerenciamento por motivos ideológicos. Essa ideologia tem sua origem em teorias econômicas com conceitos radicais de individualismo, ao que ele denomina *teorias más* que destroem as boas práticas gerenciais.

Essa questão de modelagem também é criticada por Hendry (2005), isto é, se o agente tende a maximizar sua utilidade (e isso pode ser expresso matematicamente), então é possível

modelar e prever seu comportamento. Porém, segundo ele, um comportamento com possibilidade de ocorrência e que pode ser modelado é muito difícil de ser encontrado. É difícil precificar a gratificação psicológica, assim como assumir que o interesse pecuniário é o único motivador financeiro.

Na mesma senda, Brennam (1993) lembra que o modelo omite a complexidade das tomadas de decisão e nem sempre um melhor resultado é decorrente de mais trabalho; além disso, os incentivos podem gerar resultados que não estão alinhados aos objetivos da organização. Por fim, essa necessidade de incentivo tem assumido importância apenas no ambiente dos negócios e não em outras organizações, como em exércitos ou naquelas ligadas à saúde.

Nessa mesma linha, Goshal (2005) coloca que a teoria da agência tem pouco poder explicativo e preditivo para suportar a hipótese de maximização do valor do acionista. As soluções propostas pela teoria geralmente envolvem aumentar o policiamento sobre as decisões, expandir o número de conselheiros independentes e dividir o poder de decisões entre os executivos e os conselhos. Segundo o autor, nenhum desses fatores tem gerado o desempenho esperado nas corporações. Revisando 54 estudos para verificar se a composição do conselho tem efeito na performance da organização, constatou que não resultaram em evidências significativas.

As suposições colocadas pela teoria da agência têm prevalecido nas pesquisas sobre governança corporativa, e isso tem prejudicado o desenvolvimento de melhores práticas. Robert, McNulty e Stiles (2005), julgam que as principais deficiências dessa teoria são os resultados empíricos equivocados, as suposições teóricas duvidosas e uma metodologia que permanece muito distante dos fenômenos e da dinâmica que envolvem a administração de uma organização. Para os autores, há uma necessidade de ampliação do debate teórico e de se dar uma atenção maior aos detalhes do processo de gerenciamento.

Outro ponto fraco da teoria da agência, na opinião de Hendry (2005), é assumir que todos os agentes têm a mesma competência, por isso tendem a se comportar de forma racional. Isso leva os pesquisadores a assumirem que, diante de escolhas, as pessoas tomarão a decisão que maximize a sua utilidade. Porém, se elas tiverem alguma incompetência, decidirão de forma diferente, o que não pode ser previsto.

Para Jensen (1994) as pessoas racionais sempre têm interesses próprios, e, mesmo assim, podem tentar reduzir os conflitos e compartilhar seus ganhos; a contribuição da teoria é, pois, fornecer uma estrutura geral para a solução desses problemas.

Vale observar o que Eisenhardt (1989) ensina: mesmo que não gostemos, a teoria da agência nos ajuda a lembrar que muito da vida organizacional está baseado no interesse próprio das pessoas e coloca a importância do incentivo no pensamento organizacional.

4.6 EVIDÊNCIAS BRASILEIRAS

Uma análise da composição dos conselhos de administração no Brasil foi realizada por Dutra e Saito (2002). Os resultados mostram que os conselhos de administração são compostos, em sua grande maioria por representantes dos acionistas controladores. A sua participação atinge 49% contra apenas 21% que podem ser classificados como profissionais independentes. Essa estrutura pode interferir no exercício do papel fiscalizador dos conselhos, uma vez que, medidas propostas pelos executivos que tragam benefícios aos controladores, dificilmente poderiam ser contrariadas dentro do conselho.

Conforme Leal, Silva e Valadares (2002), o conflito de agência não fica restrito ao relacionamento entre agentes e principais. A concentração de capital votante pode permitir a um acionista influenciar os gestores e, assim, gerar conflito entre controladores e minoritários. Em seu estudo, eles mostram que as empresas brasileiras possuem um elevado grau de concentração do capital votante. Na grande maioria das empresas existe um acionista controlador ou um pequeno grupo que mantém o controle, assim como existe por parte dos controladores, uma diferença significativa entre a sua participação no capital votante e no capital total. Nesse contexto, é mais provável o conflito entre acionistas majoritários e minoritários ao invés de acionistas e gestores.

Silveira, Barros e Famá (2005) investigaram a relação entre qualidade da governança corporativa e o valor das companhias abertas brasileiras. As suas abordagens econométricas mostraram uma relação positiva entre a qualidade da governança e as variáveis de valor das empresas. Além disso, sugerem uma relação causal entre o aumento da qualidade da governança e maior capitalização das empresas.

De acordo com Leal e Silva (2005), a estrutura de governança pode mostrar um potencial problema de agência, onde os gestores não maximizam o valor do acionista. Os custos de agência de acordo com Jensen e Meckling (1976), se referem aos gastos com monitoramento, auditoria e conseqüentemente aumentariam os custos de capital. Conforme Leal (2006), boas práticas de governança podem reduzir esses custos. Leal e Silva (2005) construíram um índice de governança corporativa e com base nele analisaram a relação entre qualidade da governança, valorização e performance das empresas. O estudo realizado entre 1998 a 2002 mostra um alto grau de concentração de votos em relação ao capital total. Com

base no ano de 2002, a maioria das empresas (70%) foi colocada no grupo com nível médio de governança. No entanto, menos de 4% das empresas foram classificadas como tendo boa governança. Considerando os dados desse mesmo ano, a maioria dos conselhos (64%) é claramente composta por membros internos e acionistas controladores.

Santos e Silveira (2007) estudaram a participação dos conselheiros em várias companhias e os efeitos no valor das empresas. O estudo verificou que é comum um conselheiro participar da gestão de várias empresas, e os aspectos que mais influenciam essa prática são a composição e tamanho do conselho de administração, o porte da empresa, e o nível de dispersão do controle. Os autores encontram evidências de que a participação de conselheiros em múltiplas companhias tem um impacto negativo no valor da empresa. Companhias de grande porte têm uma tendência maior de possuírem, em seus conselhos, profissionais que pertençam a outras companhias. A existência de um controlador acionário reduz o número de conselheiros com atuação em várias empresas, possivelmente pela exigência de maior dedicação ou devido à menor contratação de conselheiros profissionais.

5 HIPÓTESE DE MAXIMIZAÇÃO DO VALOR DO ACIONISTA

Essa hipótese prevê que a empresa se dedicará a gerenciar os riscos apenas se eles aumentarem o valor da empresa e, por consequência, o valor da riqueza do acionista. Conforme Smith e Stulz (1985), esse aumento de valor pode se originar de três fontes principais: 1- minimização dos custos de falência e de *distress* financeiro. 2- minimização dos custos de tributos; e 3- redução dos custos de captação de recursos.

5.1 CUSTOS DE FALÊNCIA E *DISTRESS* FINANCEIRO

Stulz (1996) assume: para entender esses custos, é preciso considerar uma empresa cujo fluxo de caixa flutua aleatoriamente com o passar do tempo. Se ela tem dívidas, pode acontecer que um período de redução de entradas de recursos leve a empresa à falência. Quando isso ocorre, são gerados custos reais, como pagamento de advogados e custas judiciais, reduzindo o valor da empresa. Se a empresa pode implementar uma política de gerenciamento de riscos, para eliminar ou reduzir essa probabilidade, reduzirá esses custos e aumentará o valor da empresa.

O mesmo argumento vale para custos de dificuldades financeiras. Se, eventualmente, a empresa torna-se financeiramente fraca, fica mais difícil captar recursos e, assim, torna-se incapaz de implementar investimentos lucrativos. Essa incapacidade de investimento é um custo para a empresa. Por extensão, o gerenciamento de riscos reduz a probabilidade de futuras dificuldades financeiras, e isso reduz o custo dos recursos, aumentando o valor da empresa. Com base em estudos realizados sob uma grande variedade de especificações econométricas, Tufano (1996), não encontrou suporte para essa hipótese.

5.2 MINIMIZAÇÃO DOS CUSTOS TRIBUTÁRIOS

Se a carga tributária da empresa é representada por uma função convexa dos lucros, Smith e Stulz (1985) mostram que o gerenciamento de riscos diminui o valor esperado dos tributos a pagar sobre os lucros. Assim, a empresa gera mais lucro líquido, pagando menos tributos. As alíquotas progressivas são um modelo de tributação convexa, bem como o carregamento de prejuízos para os períodos seguintes.

Graham e Rogers (2002) não encontram evidências de que a convexidade dos tributos seja uma determinante para a prática de gerenciamento de riscos, fazendo *hedge* com o uso de derivativos.

5.3 REDUÇÃO DOS CUSTOS DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS E SUBINVESTIMENTO

Quando os recursos gerados internamente são insuficientes para a empresa investir em projetos com valor presente líquido positivo, os gestores poderão se decidir por não fazer os investimentos ou, então, buscar recursos no mercado. Froot, Scharfstein e Stein (1993) colocam que essa é a razão mais importante para a empresa gerenciar os riscos, pois os recursos gerados internamente são a fonte mais importante de capital e esses podem ser negativamente afetados, devido a mudanças nas taxas de juros, alteração no preço das *commodities* ou mudanças nas taxas de câmbio. Um programa de gestão de riscos protege essa importante fonte de recursos. Por outro lado, se, mesmo assim, os recursos não são suficientes, ela os poderá buscar em fontes externas; dessa forma, um programa de gerenciamento de riscos reduz a assimetria informacional e reduz os custos de captação.

Estudo realizado com 372 empresas da revista *Fortune*, por Geczy, Minton e Schrand (1997), mostra que empresas com grandes oportunidades de crescimento e com limitações financeiras são mais propensas a usar derivativos de moedas. A probabilidade desse uso está diretamente relacionada com tributação, vendas e dívidas em moeda estrangeira, comprovando o argumento dos autores de que os benefícios do *hedge* são maiores que os custos para uma exposição extensiva.

Estudos realizados por Graham e Rogers (2002) encontram evidências de que as empresas utilizam a gestão de riscos para aumentar sua capacidade de endividamento, e concluem que os benefícios fiscais do *hedge* podem chegar a 1,1% do valor do patrimônio da empresa.

Considerando o argumento de Froot, Scharfstein e Stein (1993), tem-se que as imperfeições do mercado de capitais tornam os custos das captações de recursos externos maiores que os recursos gerados internamente, por isso, os programas de gestão de riscos podem aumentar o valor das empresas, desde que evitem dificuldades financeiras, como o excesso de endividamento. O modelo está baseado nas premissas dos benefícios dos programas de gestão, que impedem oscilações nos investimentos e endividamento. Essas oscilações são causadas pela exposição a um fator de risco.

O desenvolvimento desse modelo se baseia em algumas suposições envolvendo a geração de recursos e os investimentos da empresa. Considera-se, para tanto, uma empresa que toma decisões de investimento e financiamento em dois períodos de tempo, sendo que os resultados são distribuídos num terceiro momento. O modelo colocado na linha do tempo está no quadro 3 a seguir, o qual ilustra os dois períodos de decisão e, mais um terceiro período, correspondente à distribuição do capital resultante. No primeiro período (t_0), a empresa tem um montante de recursos líquidos w , no qual ela deve escolher seus gastos em investimentos e a necessidade de recursos externos. Num segundo momento (t_1), o rendimento do investimento é realizado, e o saldo dos recursos é aplicado em novos projetos de investimentos. Num terceiro momento (t_2), os investidores externos são remunerados, e o resultado financeiro do projeto é distribuído.

No momento de decidir o montante a ser alocado, o valor presente líquido dos gastos com investimentos é dado por:

$$F(I) = f(I) - I \quad (1)$$

onde

I = representa o nível de investimento e

$f(I)$ = representa o rendimento esperado do novo projeto.

A empresa prefere se financiar com recursos internos. Contudo, a companhia aumentará os investimentos externos (e) de forma que:

$$I = w + e \quad (2)$$

É considerada a existência de custos adicionais para a obtenção de capital externo, os quais são indicados por C , calculados C/e acima da taxa de riscos. Esses custos, conforme os autores, aumentam por várias razões: podem originar-se dos custos de falência e *distress*, os quais incluem gastos diretos (taxas legais), bem como os indiretos. Alguns custos aumentam devido aos conflitos de agência, causados pela assimetria informacional entre gerentes e investidores ou através da obtenção de benefícios dos gestores, que, de posse de recursos, limitam a sua dependência dos investidores externos.

Esses custos são representados por $C = C(e)$, onde $C(e) > 0$.

Tempo zero	Tempo 1	Tempo 2
Decisão de Hedge da empresa: Gerentes decidem se fazem <i>hedge</i> para se proteger da incerteza do fluxo de caixa no tempo 1.	Realização do fluxo de caixa dos ativos e pagamento dos contratos de <i>hedge</i> , se foi <i>hedgeado</i> .	-
	Decisão financeira da empresa: Gerentes decidem se buscam financiamento externo para implementar projetos de VPL positivo.	-
	Decisão do mercado de capitais: Mercado de capitais fornece recursos escolhendo se financia projetos de VPL positivo.	-
	Decisão de investimento da empresa: Havendo recursos, provenientes de fontes internas ou externas, implementam projetos de VPL positivos	São realizados os projetos com VPL positivo
	Havendo recursos sobrando, são investidos em aplicações financeiras com menos riscos.	Fluxos de caixa são alocados com menos riscos
		Se existem problemas de agência, gerentes consomem parte dos retornos dos investimentos em VPL positivo, antes de distribuir os fundos ao mercado de capitais ou aos acionistas.
		Empresa reembolsa os fornecedores de fundos do mercado de capitais, inclusive, pagando os custos do financiamento externo.
		Se houver residual será distribuído aos acionistas da empresa.

Quadro 3: Modelo de decisão do *Hedge* colocado na linha de tempo

Fonte: Adaptado de Tufano (1998, p. 72)

No primeiro período do modelo de Froot, Scharfstein e Stein (1993), quando é tomada a decisão de investimento, a empresa deve decidir a forma de financiamento, ou seja, o montante de recursos internos w e externos e . Assim, a equação (2) pode ser transformada para $e = I + e$. Nesse contexto, o lucro P pode ser definido como a maximização do lucro líquido dos investimentos, subtraídos os custos C , ou seja:

$$P(w) = \max_I F(I) - C(e) \quad (3)$$

Considerando que, num segundo momento, o retorno dos investimentos realizados no primeiro período será reinvestido, a gestão de riscos, através do *hedge* se torna importante, uma vez que os recursos líquidos w se tornam incertos do primeiro para o segundo período. Dessa forma, deve-se incluir a incerteza ε no retorno dos recursos disponíveis no segundo momento.

No segundo momento, o retorno dos investimentos dos novos projetos pode ser escrito na seguinte equação:

$$F(I) = \theta f(I) - I \quad (4)$$

onde $\theta = \alpha(\varepsilon - \bar{\varepsilon}) + 1$. Na fórmula α é uma medida de correlação entre oportunidade de investimento e o risco a ser *hedgeado*.

$f(I)$ = representa o valor presente dos novos projetos.

No modelo desenvolvido por Froot, Scharfstein e Stein (1993), é feita uma simplificação, sendo que a incerteza é distribuída normalmente com média 1 e variância de σ^2 . Considerando uma estratégia de *hedge* linear, a decisão de manter os recursos pode ser escrita desta forma:

$$w = w_0(h + (1-h)\varepsilon) \quad (5)$$

onde

w_0 = representa o montante de recursos internos disponíveis no primeiro período de decisão.

h = representa o índice de *hedge*

ε = índice de incerteza.

Sendo o *hedge* determinado pela interação entre investimentos e financiamentos, ele é benéfico, satisfazendo duas condições: a primeira é que o retorno marginal deve ser decrescente, e os investimentos adicionais resultam em incrementos cada vez menores. A segunda é que o nível de recursos internos deve ter um impacto positivo no nível ótimo de investimento; essa é uma característica presente em muitos modelos de finanças externas. Conforme os autores, há significativa evidência empírica de que os investimentos são sensíveis ao nível de fluxo de caixa interno.

No primeiro período, a empresa deve escolher o volume de *hedge* (h) para maximizar a expectativa de lucro:

$$\max_h E[P(w)] \quad (6)$$

Se $h = 1$, significa que o *hedge* é completo e, dessa forma, não haverá incerteza em relação aos recursos internos disponíveis no período seguinte. Se $h = 0$, então os recursos futuros serão incertos, sendo expressos por: $w = w_0\varepsilon$; nesse contexto, passado o período de decisão, os recursos internos futuros refletirão toda a possível variabilidade do risco expresso por ε .

A equação 6 pode ser escrita como:

$$E[P_w(1 - \varepsilon)] = 0 \quad (7)$$

Que pode ser simplificada para:

$$\text{cov}(P_w, \varepsilon) = 0 \quad (8)$$

O nível ótimo de *hedge* é encontrado com a correlação entre oportunidades de investimento e disponibilidade de recursos internos. A equação pode ser escrita desta forma:

$$h = 1 + \alpha(f(i), P_{ww}) \quad (9)$$

Se $\alpha = 0$, significa que não há correlação entre oportunidades de investimento e a disponibilidade de recursos internos, assim, o *hedge* total é igual a 1.

Conforme Froot, Scharfestein e Stein (1993), se $\alpha > 0$, a empresa não precisa buscar muito *hedge*, porque o índice de incerteza (ε) é baixo, então a empresa pode ter pouco volume de recursos disponíveis, desde que tenha poucas oportunidades de investimento. Quando ocorre o contrário, ou seja, quando o índice (ε) é alto, a empresa tem boas oportunidades de investimento, necessitando gerar recursos internamente.

5.4 EVIDÊNCIAS BRASILEIRAS

A maioria dos estudos sobre gestão de riscos são realizados em economias maduras, porém, a sua administração pode ter motivações diferentes em economias emergentes, principalmente devido à maior volatilidade das moedas e das taxas de juros. Schiozer e Saito (2009) investigaram o gerenciamento de riscos em empresas Latino Americanas. Os resultados mostram que, para o gerenciamento de riscos, os derivativos são mais importantes para as empresas latinas do que para as empresas americanas. O estudo conclui que a economia de escala e a redução do “distress” financeiro são importantes na decisão do uso de derivativos, por isso há uma correlação positiva entre tamanho de empresa e uso de derivativos.

Em linha com os principais estudos do assunto, os resultados mostram que os custos de dificuldades financeiras relacionadas com a exposição cambial são um dos principais direcionadores para o uso de derivativos. Os autores encontram, também, evidências de que o gerenciamento de riscos é utilizado para evitar problemas de subinvestimento. A assimetria informacional e as oportunidades de crescimento estão positivamente relacionadas com as decisões de *hedge*, demonstrando que as empresas o utilizam para assegurar a geração interna de recursos e para minimizar os problemas de agência.

6 HIPÓTESES DA MAXIMIZAÇÃO DA UTILIDADE GERENCIAL

Quando os interesses dos acionistas não estão perfeitamente alinhados com os dos gestores, esses podem utilizar estratégias que atendam aos seus interesses, mesmo que gerem custos para a empresa e, com isso, reduzir a riqueza dos acionistas. Essas hipóteses são divididas em: aversão gerencial ao risco e sinalização de habilidades gerenciais.

6.1 AVERSÃO GERENCIAL AO RISCO

A motivação para os gestores gerenciarem os riscos, na reflexão de Jensen e Meckling (1976), pode ser decorrente de interesses conflitantes com os de outros agentes, principalmente os acionistas. E os custos decorrentes de possíveis dificuldades financeiras nem sempre são suficientes para compensar os custos de transação com gerenciamento de riscos. Uma das fontes de conflito advém do fato de os gestores possuírem menos possibilidade de diversificação financeira, uma vez que grande parte de suas rendas se origina de seu emprego. Outra fonte de conflito pode ser a aversão a riscos por parte dos gestores, o que os leva a diversificar os riscos da empresa, contrariando os interesses dos acionistas, os quais podem diversificar seus riscos no mercado, muitas vezes, de maneira mais barata e eficiente. A estrutura de remuneração dos gerentes, normalmente atrelada a resultados financeiros de curto prazo, também pode dar origem a problemas de agência.

Os gestores têm menos possibilidade de diversificação de seu portfólio, mesmo porque, grande parte de seus investimentos é formada por seu trabalho na gestão da empresa. Smith e Stulz (1985) entendem que eles tenderão a reduzir fortemente os riscos aos quais estão expostos. O modelo desenvolvido por eles prevê que gestores com maior propriedade de ações se envolverão mais em gerenciamento de riscos, enquanto os gestores remunerados com opções, atribuem menos importância ao controle dos riscos. A explicação é que o pagamento das ações é mais linear, enquanto opções resultam em lucros convexos e, nesse contexto, as opções tendem a induzir os gerentes a assumir maiores riscos.

Estudo realizado por Tufano (1996), em empresas mineradoras de ouro, encontra suporte para essa teoria. Empresas, das quais os gestores possuem mais opções de ações, gerenciam menos os riscos do preço do ouro, ao contrário daquelas que possuem maior número de ações e gerenciam mais os riscos de preços.

A forma de mensurar a aversão a riscos tem desafiado os pesquisadores. A teoria da agência prevê que os incentivos gerenciais estão ligados às medidas de performance, que

informam sobre os esforços gerenciais. Contudo, essa teoria também prevê que o uso de incentivos e medidas de performance dependem das características específicas dos gestores, ou seja, da sua aversão ao risco.

Guay e Kothari (2003) sugerem que a gestão de riscos está ligada aos programas de remuneração dos executivos, que estabelecem resultados contábeis de curto prazo. Assim, o *hedge* pode ser utilizado para regular os resultados, conforme os objetivos estabelecidos.

Nesse aspecto, Moers e Peek (2005) referem que a sensibilidade dos gestores ao pagamento por performance pode ser pequena, devido à sua aversão ao risco. Em seu estudo, eles identificaram duas *proxies* para medir a aversão ao risco: (a) variância da compensação; e (b) compensação média dividida pela variância da compensação. A primeira *proxy* está baseada na hipótese de que os gestores preferem menos riscos, conseqüentemente, a variância da sua remuneração será mais baixa. A segunda *proxy* se baseia na hipótese de que os gestores, mesmo sendo avessos, vão exigir um prêmio de risco. Assim, a relação entre compensação média e variância da compensação deverá ser maior para gestores mais avessos a riscos.

Os resultados, medidos através de regressões, mostram que a aversão a riscos afeta negativamente a sensibilidade do pagamento por performance. Eles revelam, também, que a variância do pagamento em espécie é positivamente não relacionada com a participação do patrimônio que os gestores possuem na empresa.

6.2 SINALIZAÇÃO DE HABILIDADES GERENCIAIS

Como os acionistas avaliam as informações contábeis e a preocupação dos gestores com sua reputação são abordagens de DeMarzo e Duffie (1995), para a gestão de riscos. Em seu modelo, os agentes externos à organização não conseguem avaliar os resultados da empresa, decorrentes da qualidade gerencial. Nesse cenário, os gestores podem se envolver em atividades de gerenciamento de risco como uma forma de comunicar melhor suas habilidades ao mercado.

6.3 PRINCIPAIS DECISÕES EM RELAÇÃO AOS RISCOS

Com base nas teorias apresentadas foi elaborado o quadro 4, em que é mostrada a relação entre volatilidade do fluxo de caixa e alavancagem financeira, considerada por Brigham e Houston (1999) como sendo a origem dos principais riscos corporativos.

VOLATILIDADE DO FLUXO DE CAIXA (sensibilidade a fatores de riscos)			
ALAVANCAGEM FINANCEIRA		Alta	Baixa
		Alta	<ul style="list-style-type: none"> - Equivalente a <i>distress</i> financeiro - Maiores riscos de falência - A empresa deve correr mais riscos buscando algum valor - Maior necessidade de gerenciamento de riscos - Maior gerenciamento para nível baixo de caixa (TUFANO,1996)
Baixa	<ul style="list-style-type: none"> - Pouca probabilidade de <i>distress</i> financeiro. (STULZ, 1996) - Garantir o fluxo de caixa de curto prazo - Empresa deveria alavancar e gerenciar os riscos - Reduz os custos de captação com o gerenciamento de riscos. (GECZY, MNTON e SCHRAND, 1997) - Buscar benefícios fiscais com dívida e hedge.(GRAHAM e ROGERS, 2002) 	<ul style="list-style-type: none"> - Possibilidade de sub investimento - Passividade gerencial - Possibilidade ganhos com a habilidade gerencial - Melhorar os resultados com alavancagem e gerenciamento de riscos (STULZ, 1996) - Utilizar a habilidade e o conhecimento do mercado para gerar resultados (STULZ, 1996) 	

Quadro 4: Relação entre alavancagem e volatilidade do fluxo de caixa

Fonte: elaborado pelo autor

6.3.1 Relação entre propriedade e gerenciamento de riscos

O quadro 5 mostra um resumo teórico sobre a probabilidade de gerenciamento de riscos relacionada às condições financeiras dos gestores.

PROBABILIDADE DE GERENCIAMENTO DE RISCOS			
RIQUEZA DOS GESTORES		Alta	Baixa
		Alta	<ul style="list-style-type: none"> Possuem ações ordinárias da empresa (Tufano) - Mais ações levam os gestores a maior gerenciamento de risco. (Smith, Stulz,1985)
Baixa	<ul style="list-style-type: none"> - Incentivos para fazerem apostas e aumentarem o valor da empresa (Stulz, 1996) - Ganhos sobre os acertos sem prejuízo sobre as perdas (Stulz,1996) 	<ul style="list-style-type: none"> - Gestores com pequenas parcelas de ações gerenciam menos os riscos (Stulz, 1996) 	

Quadro5: Relação entre Riscos e os gestores

Fonte: elaborado pelo autor

O Quadro 6 foi adaptado de um estudo de Geczy, Minton e Schrand (1997). Nele é feito um resumo das variáveis analisadas pelas teorias. Os autores são indicados da seguinte forma: Smith e Stulz (1985), como S&S, De Marzo e Duffie (1991) como D&D e Froot, Scharfstein e Stein (1993) estão indicados como FS&S. Os sinais + ou - indicam a expectativa teórica para as variáveis utilizadas como *proxies* para identificar o incentivo do uso de derivativos de moedas estrangeiras. A expressão *Na* significa que o modelo não utiliza ou não aplica aquela variável.

VARIÁVEL ANALISADA	SIGNIFICADO DA VARIÁVEL	S&S	D&D	FS&S
GERENTES	Gestores avessos a riscos ou que, maximizando a sua função, poderão fazer uso de derivativos.			
Riqueza gerencial	Smith e Stulz (1985) gerentes avessos a riscos, com ações farão mais <i>hedge</i> da empresa.	+	Na	na
Gerentes com opções	Smith e Stulz (1985), os gerentes podem aumentar o risco da empresa para aumentar o valor das opções. Eles preveem uma relação negativa entre opções e o uso de derivativos para <i>hedging</i> .	-	Na	na
CREDORES	Smith e Stulz (1985) mostram que o <i>hedge</i> ótimo aumenta a confiança dos credores, pois reduz os custos exógenos de falência. Esses custos podem incluir a deterioração das relações com fornecedores e clientes.			
Índice de cobertura de juros	O baixo índice de cobertura de juros e o aumento de dívida de longo prazo aumentam a possibilidade de <i>distress</i> financeiro. Assim, é mais provável que faça uso de derivativos.	-	Na	-
Índice de dívida de longo prazo	Maior dívida de longo prazo pode interferir no <i>distress</i> financeiro, assim, é mais provável o uso de derivativos.	+	Na	+
Gastos P&D/vendas	Evita o subinvestimento, relação positiva entre potencial subinvestimentos e benefícios do <i>hedging</i> .	+	+	+
Fábricas, propriedade e equipamentos	Gastos da empresa com esses itens em relação às dívidas. É um indicador do tamanho da empresa.	+	+	+

Quadro 6 – continua...

Invest./tamanho contábil versus mercado	Gastos em investimentos para o tamanho da empresa, medido como valor contábil da dívida da empresa e ações preferenciais mais o valor de mercado do patrimônio.	-	-	-
SUBSTITUTOS DE ATIVOS FORA DO BALANÇO	Substitutos para ativos que podem estar fora das demonstrações financeiras.			
Dívida conversível / tamanho	Nance, Smith e Smithson (1993) argumentam que as empresas podem controlar não somente com <i>hedge</i> , mas com emissão de dívida conversível, que são substitutos para <i>hedge</i> .	-	NA	+
Ações preferenciais / tamanho	Froot, Scharfestein e Stein (1996), argumentam que empresas com restrições financeiras são mais expostas a custos de subinvestimento. Essa hipótese assume que ações preferenciais e dívida conversível refletem a alavancagem adicional, que restringe o acesso da empresa a fundos externos.	-	NA	+
Índice de liquidez	Disponibilidades e aplicações de curto prazo, divididos pela dívida corrente, conforme Froot, Scharfestein e Stein, capturam o conceito de disponibilidades internas. A maior liquidez e o pagamento de dividendos reduzem o <i>distress</i> e os custos de agência da dívida. Predizem uma associação negativa entre liquidez e <i>hedging</i> .	-	NA	-
Retorno de dividendos	Maior pagamento de dividendos geram mais confiança dos investidores e reduzem a possibilidade de <i>distress</i> financeiros	+	NA	-
PROPRIETÁRIOS	Smith e Stulz (1985) demonstram que o hedge aumenta a expectativa de valor dos proprietários.			
Compensação de perdas/ativos totais	Em média, a disponibilidade de itens de impostos preferenciais usando o valor contábil das perdas operacionais líquidas compensadas, divididos pelo ativo total.	+	NA	-
Tamanho da empresa	Conforme Nance et al. há argumentos para a relação positiva e negativa entre <i>hedge</i> e tamanho da empresa. Refere-se a economias de escala. É uma medida ambígua. Os autores optaram por uma relação negativa indireta.	?	-	?

Quadro 6 – continua...

ASSIMETRIA INFORMACIONAL	DeMarzo e Duffie argumentam que os proprietários podem beneficiar-se do <i>hedge</i> quando os gestores têm informações privadas sobre riscos não observáveis que afetam os resultados da empresa. Eles sugerem que os benefícios aumentam quanto maior for a assimetria informacional.			
Propriedade institucional	Quanto mais instituições possuem ações, maior será a exigência por mais informações.	na	-	na
Número de analistas que avaliam a empresa	Maior número de analistas segue a um maior número de investidores institucionais e estão positivamente relacionados à informação disponível e, negativamente, relacionados a probabilidade de <i>hedge</i> .	NA	-	NA

Quadro 6: Relação entre as variáveis analisadas por Smith e Stulz (S&S, 1985), De Marzo e Duffie (D&D, 1981) e Froot, Scharfestein e Stein (FS&S, 1993) e sinal esperado para as variáveis em cada modelo.

Fonte: Adaptado de Géczy, Minton e Schrand (1997, p. 1.327).

Na sua análise sobre o uso de derivativos de taxas de juros, Borokovich et al. (2004) demonstram uma relação positiva entre a composição do conselho e o uso de derivativos. No quadro 7 estão colocadas as características dos executivos e dos conselheiros, utilizadas no seu estudo. Na opinião dos autores, isso demonstra que os conselheiros externos têm um papel ativo na política de riscos, e que as empresas utilizam o *hedge* na defesa dos interesses dos acionistas.

No Brasil, nem todas as informações constantes do quadro 7 estão disponíveis ao público, dessa forma, a análise deverá ser feita com base nas respostas dos questionários a serem enviados a executivos e conselheiros.

CARACTERÍSTICAS DOS EXECUTIVOS	
Propriedade do CEO (%)	Propriedade total do CEO expresso como porcentagem dos votos
Propriedade de opções / (salário total + bônus) para os 5 principais executivos	Igual
Características do Conselho de Administração	
Gerentes atuais e gerentes anteriores do conselho (conselheiros internos)	Gerentes, gerentes anteriores, cônjuges e filhos dos gestores no Conselho de Administração. Calculado como uma porcentagem do total de conselheiros.
Conselheiros externos	Todos os conselheiros que não são ligados à empresa. Excluídos executivos de bancos, companhias de seguros, e incluídos executivos de outras empresas não ligadas, políticos, investidores e filantrópicas. Calculada como uma porcentagem do total de conselheiros
Conselheiros “cinza”	Conselheiros que são executivos de bancos, advogados, consultores e executivos de companhias de seguros (baseados em Weisbach, (1988)). Calculado como uma porcentagem do total de conselheiros.
Executivos de bancos	Diretores que são executivos de bancos. Calculado como uma porcentagem do total de conselheiros.
Conselheiros externos menos conselheiros internos (DIFDIR)	Diferença entre conselheiros externos menos conselheiros internos. Calculado como uma porcentagem do total de conselheiros.
Número total de diretores no conselho	Número total de diretores no conselho.

Quadro 7: Características de executivos e conselhos das empresas

Fonte : Borokovich et al. (2004)

7 FORMULAÇÃO DE HIPÓTESES

A relação entre a gestão de riscos e os benefícios resultantes está ilustrada na figura 3. Conforme consta na literatura, há benefícios que podem ser mensurados. A questão de pesquisa é com referência à atuação dos conselhos, o relacionamento deste com os gestores e seu reflexo nas políticas de riscos.

A amplitude e a intensidade dessas atividades dependem da avaliação de riscos e do retorno por parte das organizações. Saito e Schiozer (2005) realizaram pesquisa sobre a motivação para uso de derivativos por parte das empresas brasileiras. A pesquisa realizada com empresas não financeiras mostra que o uso de derivativos segue os padrões internacionais, ou seja, a sua utilização é para a gestão de riscos, em operações de *hedge*, sendo, o principal, o risco cambial, seguido pelo risco da taxa de juros. Em vista dessas constatações, a motivação para o uso de derivativos deve ser abordada sob a ótica de gestão de riscos.

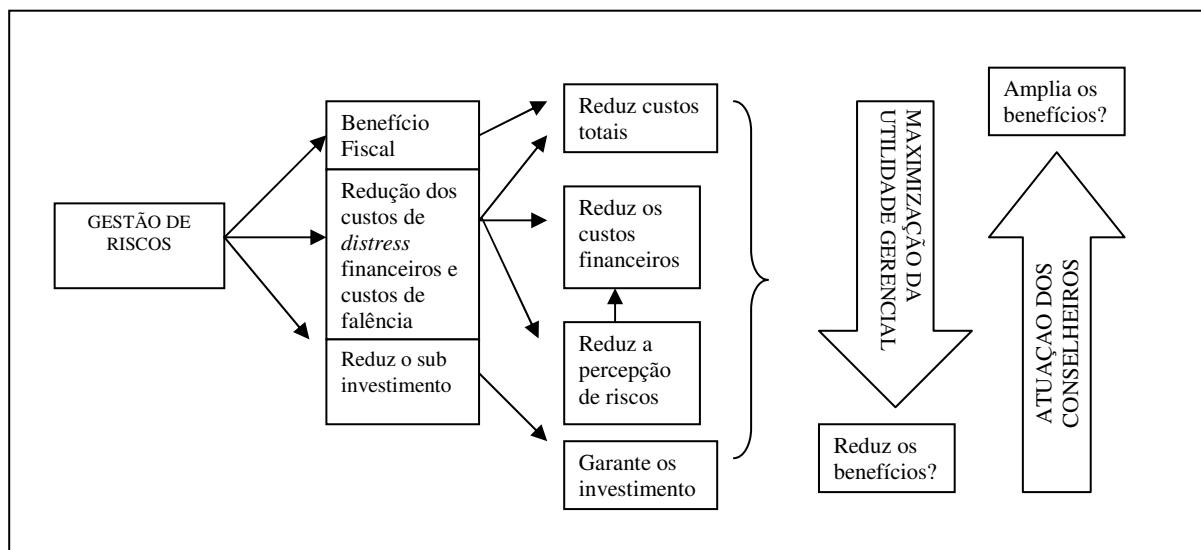


Figura 3 Relação entre gestão de riscos e possíveis efeitos

Fonte: Elaborada pelo autor

Havendo benefícios reconhecidos de um lado e conflitos de interesses de outro, a questão a ser colocada é sobre quem avalia o desempenho dos gestores, ou seja, qual é o papel desempenhado pelos conselhos na defesa dos interesses dos acionistas. Buckley e Van Der Nat (2003) questionam: “*Do non-executive directors have the wherewithal to overview a corporation’s integrity, quality of performance and management in the area of derivatives*

policy? O estudo, feito através de *survey*, foca a governança corporativa e o uso de derivativos, utilizando uma amostra de 80 conselheiros de companhias do Reino Unido, da Holanda, dos Estados Unidos e da África do Sul. Suas evidências sugerem que os mecanismos de governança são mais fracos do que aparentam ser, uma vez que 75% dos entrevistados são favoráveis ao uso de derivativos com propósitos de *hedge*, porém 66% deles confessaram não conhecer adequadamente o assunto.

Nesta pesquisa, o objetivo é verificar as diferenças de percepção entre os executivos e os conselheiros das empresas, com relação à gestão de riscos. Sendo o conselho o representante dos acionistas, a investigação buscará detectar divergências e concordâncias relacionadas à política de riscos. O quadro 8 resume as hipóteses de estudo e sua relação com a literatura.

HIPÓTESE	REFERÊNCIA TEÓRICA
1- A participação do conselho é considerada mais importante pelos conselheiros do que pelos executivos.	Borokovich et al. (2004) - influencia do conselho em relação a derivativos. Buckley e Van Der Nat (2003) Conhecimento sobre o assunto
2 - Os executivos consideram a sua atuação mais importante que a dos conselheiros.	Stulz (1984) - motivação dos gestores. Geczy (1997) - conhecimento sobre mecanismos de gestão.
3 - Os conselheiros consideram a formalização de políticas de riscos mais importantes que os executivos.	Lel (2006) - a forte governança está relacionada com as políticas de riscos.
4 - Os benefícios da gestão de riscos são mais importantes para os conselheiros do que para os executivos.	Stulz (1996) Tufano (1996) - dificuldade de captação de recursos. Smith e Stulz (1985) - redução dos tributos a pagar sobre lucros.
5 - O problema do subinvestimento é mais importante para os conselheiros do que para os executivos.	Froot, schafferstein e Stein (1993) - manter a fonte de geração de recursos internos.
6- A relação risco/retorno é mais importante para os conselheiros do que para os executivos	Smith e Stulz (1985); Guay e Kothari (2003); Moers e Peek (2005) - sensibilidade dos gestores em relação à remuneração.
7 - Os gestores são mais avessos a riscos do que os conselheiros.	Myers (1977); DeMarzo e Duffie (1995); Smith (1995); Stulz (1996) - incentivo gerencial, assimetria informacional.

Quadro 8: Relação entre hipóteses e referências teóricas

Fonte: Elaborado pelo autor

A relação entre a composição do conselho e o uso de derivativos de taxas de juros é abordada por Borokovich, et al. (2004). O estudo foi realizado, em 1995, com uma amostra de 370 empresas americanas não financeiras pertencentes ao S&P 500. As evidências indicam

que o Conselho de Administração tem influência nas decisões sobre o uso de derivativos de taxas de juros, e que essa decisão é variável de acordo com a composição do conselho.

A utilização de mecanismos de governança corporativa e o uso de derivativos são investigados por LeI (2006). Com uma amostra de empresas de 24 países, utilizando regressões para análise, ele encontra uma relação positiva entre forte governança e o uso de derivativos com o objetivo de maximização da riqueza dos acionistas.

7.1 PARTICIPAÇÃO DO CONSELHO NAS POLÍTICAS DE ADMINISTRAÇÃO DE RISCOS

Borokovich et al. (2004) mostram que o conselho de administração tem influência nas decisões sobre o uso de derivativos. Em seu estudo, eles colocam que os conselheiros independentes são importantes na elaboração de políticas de riscos, e o uso de derivativos para a administração tem o objetivo de maximizar a riqueza do acionista.

Estudo de Buckley e Van Der Nat (2003) constata que os conselheiros concordam com a administração de riscos, porém, a maioria confessa desconhecer adequadamente o assunto. As formas pelas quais os conselheiros podem participar ativamente da gestão de riscos são: monitoramento dos riscos, avaliação dos custos e benefícios, debate do assunto nas reuniões do conselho, participação na elaboração dos objetivos de riscos, conhecimento de mecanismos de derivativos, e sua opinião sobre as responsabilidades. Para tanto, foi formulada a seguinte hipótese:

HIPÓTESE 1: A participação do conselho é considerada mais importante pelos conselheiros do que pelos executivos.

7.2 PARTICIPAÇÃO DOS EXECUTIVOS E GESTORES NA ELABORAÇÃO DAS POLÍTICAS DE RISCOS

Stulz (1984) afirma que os gestores estarão motivados para aumentar a riqueza dos acionistas, quando seus interesses estiverem alinhados. Além disso, conforme Geczi (1997), é necessário ter conhecimento sobre os mecanismos de gestão. Para avaliar a participação dos executivos, foi elaborada a seguinte hipótese:

HIPÓTESE 2: Os executivos consideram a sua atuação mais importante que a dos conselheiros.

7.3 FORMALIZAÇÃO DE POLÍTICAS DE RISCOS

De acordo com Lel (2006), empresas com forte governança usam as políticas de riscos para maximizar a riqueza dos acionistas. Isso pode ser verificado através da importância da formalização de políticas, se o conselho concede autonomia aos executivos e como é assumida a responsabilidade pelas políticas estabelecidas. Para isso foi formulada a seguinte hipótese:

HIPÓTESE 3: Conselheiros consideram a formalização de políticas de riscos mais importantes que os executivos.

7.4 BENEFÍCIOS DA ADMINISTRAÇÃO DE RISCOS

Entre os benefícios apontados pela literatura, a gestão de riscos pode reduzir os custos de falência e o *distress* financeiro e, em alguns casos, pode reduzir a carga tributária. Um bloco de questões foi elaborado para verificar se os respondentes identificam esses benefícios.

7.4.1 - Minimização dos custos de dificuldades financeiras

Nesse viés, Stulz (1996) refere que, se a empresa tem dívidas, pode acontecer de um período de redução de entradas de recursos levar a empresa à falência. Tufano (1996) coloca a possibilidade de, eventualmente, a empresa tornar-se financeiramente fraca, ficando mais difícil captar recursos e, assim, ficará incapaz de implementar investimentos lucrativos.

7.4.2 - Redução da carga tributária

Smith e Stulz (1985) mostram que o gerenciamento de riscos diminui o valor esperado dos tributos a pagar sobre os lucros. Assim, a empresa gera mais lucro líquido, pagando menos tributos. Por outro lado, Graham e Rogers (2002) não encontram evidências de que a convexidade dos tributos seja uma determinante para a prática de gerenciamento de riscos.

Com base nesses benefícios apontados pela literatura, foram elaboradas as seguintes hipóteses:

HIPÓTESE 4: Os benefícios da gestão de riscos são mais importantes para os conselheiros do que para os executivos.

7.5 REDUÇÃO DOS PROBLEMAS DE SUBINVESTIMENTO

Froot, Scharfstein e Stein (1993) colocam que a redução dos problemas de subinvestimento é a razão mais importante para a empresa gerenciar os riscos, pois os recursos gerados internamente são a fonte mais importante de capital e podem ser negativamente afetados, devido a mudanças nas taxas de juros, alteração no preço das *commodities* ou mudanças nas taxas de câmbio. Estudo realizado por Graham e Rogers (2002) encontra evidências de que as empresas utilizam a gestão de riscos para aumentar sua capacidade de endividamento; os autores concluem que os benefícios fiscais do *hedge* podem chegar a 1,1% do valor do patrimônio da empresa. Com base nisso formula-se a seguinte hipótese:

HIPÓTESE 5: O problema do subinvestimento é mais importante para os conselheiros do que para os executivos.

7.6 RELAÇÃO ENTRE VOLUME DE *HEDGE* E AVERSÃO GERENCIAL DO RISCO

Smith e Stulz (1985) colocam que gestores com maior propriedade de ações se envolverão mais em gerenciamento de riscos, enquanto os gestores remunerados com opções atribuem menos importância ao controle dos riscos.

Estudo realizado por Tufano (1996), em empresas mineradoras de ouro, encontra suporte para essa teoria. Nas empresas em que os gestores possuem mais opções de ações gerenciam menos os riscos do preço do ouro, ao contrário daqueles que possuem maior número de ações e gerenciam mais os riscos de preços.

Guay e Kothari (2003) sugerem que a gestão de riscos está ligada aos programas de remuneração dos executivos, que estabelecem resultados contábeis de curto prazo. De acordo com Moers e Peek (2005), a sensibilidade dos gestores ao pagamento por performance pode ser pequena, devido à sua aversão a riscos.

Para Fatemi e Luft (2002), os gestores avessos a riscos farão o *hedge* total. Assim tenderão a eliminar todos os desvios que estarão abaixo e acima do fluxo de caixa projetado. Considerando essas diferenças de postura ante os riscos, formula-se a seguinte hipótese:

HIPÓTESE 6: A relação risco e retorno é mais importante para os conselheiros do que para os executivos.

7.7 AVERSÃO AO RISCO DO ENTREVISTADO

De acordo com a literatura a aversão a riscos pode se manifestar através da política de investimentos que pode gerar o subinvestimento; das informações disponibilizadas, do incentivo aos gestores para assumirem riscos e do nível de alavancagem financeira que adotam na gestão.

7.7.1 Subinvestimento

Conforme Myers (1977) e Smith (1985), as empresas podem optar por pagar dívidas ao invés de investir em projetos de VPL positivo. Smith (1985) coloca que o *hedge* pode tornar isso menos provável, uma vez que ele torna previsível o fluxo de caixa futuro.

7.7.2 Assimetria de informações

Na concepção de DeMarzo e Duffie (1995), a assimetria informacional pode beneficiar os gestores quando esses possuem informações sobre riscos, que não são observáveis pelos agentes externos, e essas podem afetar o resultado da empresa.

7.7.3 Incentivo gerencial

Outra forma de alinhar os interesses dos gestores aos dos acionistas é através do esquema de compensações, ligando a remuneração dos gestores a vários indicadores de performance, como lucros ou preço das ações.

Consoante com Stulz (1996), a gestão de riscos pode reduzir o impacto dos riscos financeiros não relacionados ao valor da firma e, assim, fortalecer a relação entre preço das ações e performance gerencial. Ao mesmo tempo, torna-se fácil distinguir gestores eficientes daqueles ineficientes.

7.7.4 Reduzir o “distress”

Smith (1995), refere-se que as empresas com problemas de caixa podem deixar de investir ou aumentar as dívidas e, com isso, os custos financeiros aumentarão.

7.7.5 - Alavancagem financeira

Conforme Smith e Stulz (1985), a alavancagem coloca pressão na empresa, uma vez que as taxas de juros e o pagamento do principal da dívida constituem obrigações para as quais os credores estão legalmente habilitados. O aumento do volume de dívidas, assim como a probabilidade de falência, cria custos substanciais que levam a um impacto negativo no valor da empresa.

De acordo com os tópicos da literatura colocados acima, foi elaborada a seguinte hipótese:

HIPOTESE 7: Os gestores são mais avessos ao risco do que os conselheiros.

8 MÉTODO DE PESQUISA

O método utilizado nesta pesquisa foi dividido em duas etapas, conforme está ilustrado na figura 4. A primeira etapa foi exploratória e constou da revisão de teoria, da análise dos trabalhos relacionados e desenvolvimento e validação do instrumento de pesquisa. A segunda etapa foi a pesquisa descritiva, sendo que um questionário foi aplicado aos executivos e conselheiros das empresas.

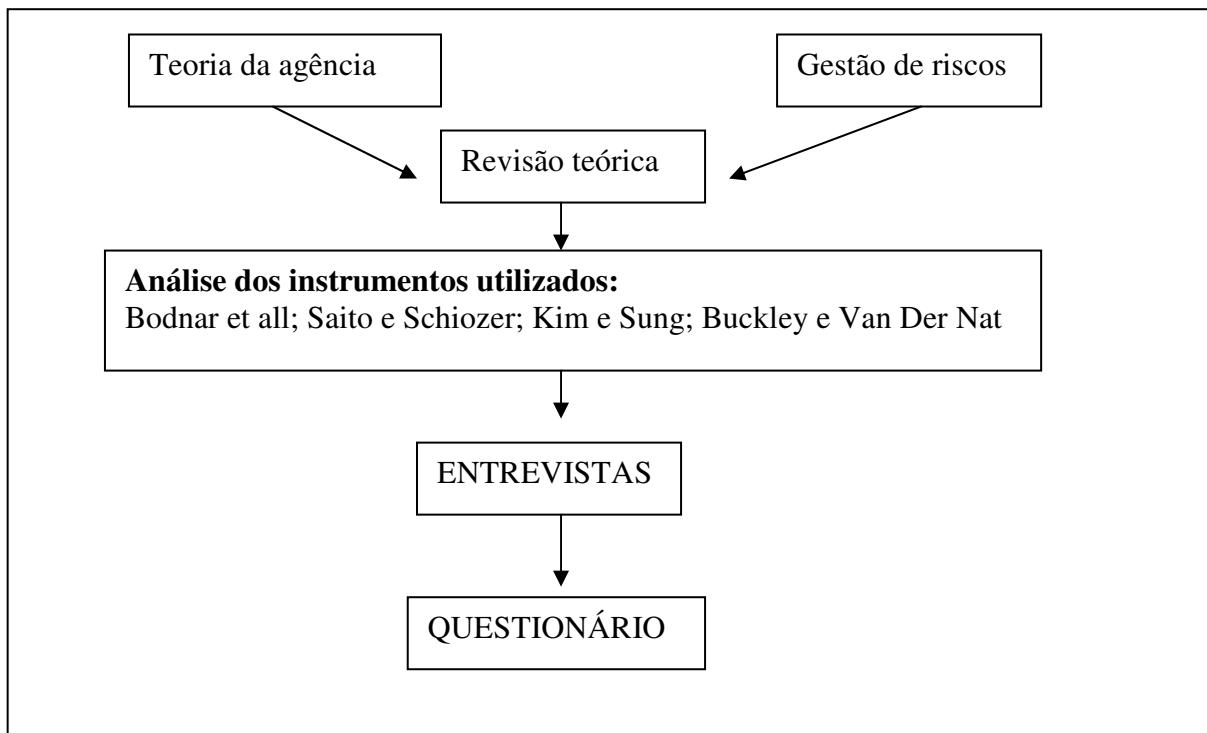


Figura 4: Etapas da elaboração do instrumento de pesquisa

Fonte: Elaborada pelo autor

8.1 TRABALHOS RELACIONADOS

O desenvolvimento do questionário está representado na figura 4. Ele iniciou com a revisão de literatura, quando foram destacados os principais tópicos sobre riscos e que poderiam interessar aos acionistas e gestores. Em seguida, foram analisados os questionários utilizados em estudos relacionados ao assunto. Um dos primeiros estudos sobre o uso de derivativos nas empresas foi realizado por Bodnar et al. (1995), e consistiu num levantamento com empresas americanas não financeiras, cujo método de pesquisa era um questionário que deveria ser respondido pelos gestores financeiros das empresas. Essa pesquisa ficou

conhecida como *Wharton Derivatives Survey* e foi realizada por três edições, com empresas americanas. Os principais assuntos abordados foram:

- Uso de derivativos;
- Finalidade do uso;
- Tipos de exposição;
- Tipos de derivativos;
- Tipos de *hedge*;
- Prazos do *hedge*;
- Procedimentos de controle;

Pesquisa semelhante foi feita por Saito e Schiozer, no Brasil, em março de 2004. As questões, com pequenas adaptações, são as mesmas para ambas as pesquisas, e o propósito desses estudos é compreender os mecanismos que levam os gestores a usar derivativos financeiros; quais são os tipos de riscos mais gerenciados; e as principais preocupações dos gestores. Eles concluíram que o uso de derivativos financeiros é feito principalmente com o objetivo de proteger a empresa de riscos, a principal motivação é a administração do valor a receber nas operações internacionais e a grande preocupação é o tratamento tributário das operações.

Em 2003, Buckley e Van Der Nat realizaram pesquisa através de questionário, com 80 empresas dos Estados Unidos, do Reino Unido, da Holanda e da África do Sul, com o objetivo de verificar se o conselho de administração das empresas tinha conhecimento sobre o uso de derivativos, e como era realizado o monitoramento pelos conselheiros não executivos, com relação ao uso de derivativos de taxas de juros por parte dos executivos. Os principais tópicos questionados foram:

- Aprovação de derivativos para usos específicos por parte do conselho;
- Formalização de políticas e estratégias para o uso de derivativos por parte do conselho e sua comunicação aos executivos.
- Conhecimento dos gestores;
- Relatórios fornecidos aos conselheiros; e
- Conhecimento de executivos e conselheiros sobre as consequências do uso de derivativos.

Os resultados mostraram que 75% dos conselheiros sem cargos executivos eram favoráveis à utilização de derivativos como *hedge*, porém, dois terços deles confessaram ter pouco conhecimento sobre o assunto.

Um estudo de Borokovich et al. (2004) examinou a relação entre a composição do conselho de administração e o uso de derivativos de taxas de juros, e se as empresas que têm o conselho dominado por “conselheiros externos” usam mais instrumentos derivativos de taxas de juros. Essa evidência seria consistente com o fato de que os conselheiros têm um papel ativo nas decisões de derivativos. Espera-se que essa influência dos *outsider* venha em benefício dos acionistas. Por outro lado, se o conselho é dominado por conselheiros internos e se a empresa usa mais derivativos de taxas de juros, isso evidenciaria que a política de derivativos seria utilizada em benefício dos gestores. Os autores concluem que empresas com forte governança utilizam derivativos de forma mais consistente com a teoria de maximização do valor do acionista, e as que foram consideradas como tendo governança fraca utilizam-nos por razões consistentes com a teoria de maximização da utilidade gerencial.

Kim e Sung (2005) realizaram pesquisa com empresas coreanas, cujo foco do estudo era a motivação das empresas para fazerem *hedge* de exposição cambial. Apesar de seguir a mesma linha de Wharton Survey, o estudo traz novas contribuições, como o fato de ter sido realizada em um mercado emergente, com a preocupação focada na legislação sobre o uso de derivativos, surgida em decorrência da crise dos mercados asiáticos. Os resultados mostram que a maioria das empresas pesquisadas tem uma política de riscos com o objetivo de limitar as perdas com a exposição de moedas. Entre os fatores determinantes das operações de *hedge*, estão os custos das operações e o tamanho da empresa, ou seja, empresas maiores são as que estabelecem uma política de administração dos riscos cambiais.

8.2 ENTREVISTAS

Após a revisão da literatura e com base nos tópicos apontados pela teoria, foram realizadas algumas pesquisas exploratórias com executivos e conselheiros de algumas empresas. O objetivo dessas entrevistas foi verificar: a importância dos riscos; se os executivos conheciam as implicações da sua gestão e a utilização dos instrumentos financeiros disponíveis; e se os conselheiros interferiam ou acompanhavam a gestão desse tópico específico.

Foram entrevistadas seis pessoas ligadas a três empresas, com os perfis descritos na tabela 1, sendo que duas delas são importadoras de *commodities*, e a outra é exportadora de móveis.

Conforme Hoppen, Lapointe e Moreau (1997), o instrumento deve ter um vocabulário adequado aos propósitos da medição. Em busca desse objetivo, foi elaborado um questionário semiestruturado, a ser usado nesta pesquisa exploratória, abordando as seguintes questões:

- Principais riscos na empresa que são identificados pelo entrevistado;
- A existência de políticas formalizadas para os níveis de exposição de riscos;
- Ocorrência de debates sobre esses riscos nas reuniões de executivos e/ou de acionistas;
- Como é feita a gestão dos riscos identificados;
- Como o acionista participa da gestão de riscos;
- Como o executivo relata ao conselho os resultados e os custos da gestão dos riscos;
- Utilização de derivativos ou outros instrumentos financeiros para a administração de riscos; e
- A exposição de riscos era motivo de atritos entre os executivos ou entre executivos e acionistas.

Personalidade Jurídica	Risco identificado	Mercado de atuação	de Entrevistados
S.A. capital fechado	Importadora de “commodities”	Interno	1 Executivo 1 conselheiro
S.A. capital fechado	Importadora de “commodities”	Interno	1 Executivo 1 conselheiro
Limitada	Exportadora	externo	1 Executivo 1 Proprietário

Tabela 1: Características das entrevistas de prospecção

Fonte: Elaborado pelo autor

Os objetivos eram verificar como a gestão de riscos vinha sendo abordada pelas empresas; identificar se algum ponto importante estava sendo omitido nos objetivos da pesquisa; e se a linguagem utilizada estava de acordo com o público a ser pesquisado.

8.3 CONSTRUÇÃO DO QUESTIONÁRIO

Dawson (2007) entende que, na construção do questionário, as palavras a serem usadas devem ser bem pensadas, evitando o máximo possível o uso de jargões e termos

técnicos, pois isso pode deixar o significado ambíguo. Seguindo essa orientação, foram substituídas algumas palavras com significado mais técnico por outras como: ao invés de *hedge*, foi utilizada a palavra proteção ou gestão de riscos; A expressão *distress* financeiro foi alterada para dificuldades financeiras; o termo *subinvestimento* foi mudado para *garantia de investimentos futuros*, evitando, dessa forma, uma terminologia que é comum no ambiente acadêmico, mas que, provavelmente é pouco utilizada no meio empresarial.

8.3.1 - Questões indiretas

Inicialmente, as questões foram elaboradas de forma a tornar clara a informação que era buscada, evitando o uso de palavras que pressupõem certos conhecimentos. Em seguida, as mesmas foram elaboradas de forma indireta. De acordo com Dawson (2007), alguns assuntos podem ser sensíveis aos respondentes, e a melhor maneira de obter a informação é elaborar as questões de forma indireta. Prometer confidencialidade e anonimato pode ajudar, porém, muitos respondentes podem não entender ou não acreditar nessas promessas, por isso poderão responder com certa tendência, isto é, ao invés de dar a sua opinião, poderiam responder o que consideravam correto. Nessa pesquisa, o respondente foi abordado por telefone e identificado em sua função e de acordo com sua relação com a empresa, não sendo possível prometer anonimato. Conforme Muñoz (2003), para evitar o problema de o entrevistado querer ocultar o que pensa, as questões devem ser formuladas de forma indireta, não perguntando sobre o respondente, mas sobre as pessoas de sua relação.

Para conseguir informações sobre crenças, sentimentos ou atitudes, o melhor é recorrer a perguntas sobre o que fariam em situações parecidas, criando uma situação fictícia. Assim, segundo Dawson (2007), o melhor é elaborar questões nas quais o respondente possa relacionar sua resposta com outras pessoas. Com base nisso, as questões não foram dirigidas à atuação dos respondentes, pois que o enunciado ressalta que as perguntas referem-se às pessoas que ele conhece, por isso, ao ser feita a questão, deve ser enfatizado que elas se referem “aos conselheiros ou aos executivos que ele conhece”.

O quadro 9 ilustra as questões elaboradas de forma direta, e de forma indireta e o objetivo de cada pergunta.

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5, “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica, DESCONSIDERANDO a situação específica da sua empresa na sua resposta.		
Forma direta	FORMA INDIRETA	Objetivo
1. A gestão de riscos deve ser monitorada e avaliada pelo conselho.	Todos os conselheiros que o senhor conhece monitoram e avaliam a gestão de riscos.	Verificar se há monitoramento dos riscos por parte do conselho.
2. Os custos e benefícios da gestão de riscos devem ser identificados pelos conselheiros.	Os conselheiros que o senhor conhece identificam os custos e benefícios relacionados com a gestão de riscos.	Verificar se reconhecem os custos e benefícios.
3. O conselho da empresa deve estabelecer objetivos com relação aos níveis de riscos da empresa.	O conselho das empresas que o senhor conhece estabelece os objetivos de riscos.	Avaliar se os riscos fazem parte dos assuntos do conselho.
4. Deve haver participação de executivos e conselheiros no estabelecimento das políticas de riscos.	As políticas de riscos deveriam ser estabelecidas em conjunto entre executivos e conselheiros.	Verificar quem se responsabiliza pelas políticas de riscos.
5. Os riscos devem ser quantificados pela empresa e debatidos no conselho.	A empresa deve quantificar os riscos e informar ao conselho para que sejam debatidos.	Avaliar se o conselho considera que os riscos é assunto do executivo e não do conselho.
6. O conselho da empresa deve conhecer as estratégias de gestão de riscos que podem ser utilizadas.	Se uma empresa estiver exposta ao risco cambial e pedisse sua opinião, qual dessas estratégias o senhor aconselharia como proteção? swap / forward / opções collar / floor / nenhuma delas	Verificar o conhecimento dos respondentes com relação a mecanismos financeiros.
7- O conselho deve conceder autonomia aos executivos para a gestão de riscos.	A maioria dos conselheiros que o senhor conhece prefere que a gestão de riscos fique a cargo apenas dos executivos.	Verificar se o conselho se sente responsável pelas políticas de riscos.

Quadro 9: Formulação das questões de forma indireta

Fonte: Elaborado pelo autor

Günther (2003) refere que, após conseguir a atenção do respondente, não convém começar a entrevista por questões burocráticas, como nome e idade, nem por questões delicadas, como renda familiar. Seguindo essa orientação, o questionário inicia com a avaliação dos diversos tipos de risco e a sua importância na saúde financeira da empresa.

1. Em sua opinião, qual é o grau de importância dos tipos de riscos, relacionados a seguir, na saúde financeira da sua empresa, sendo que 1 representa “pouco importante” e 5 “muito importante”?

- Risco de Taxa de Juros
- Risco de *Commodities*/Preços de Matérias Primas
- Risco de Taxa de Câmbio
- Risco de Inflação
- Outro Risco: Qual ? _____

As demais questões estão divididas em 8 assuntos de pesquisa que estão resumidas no quadro 10.

Hipótese	Assunto a ser pesquisado	Questões
1	Atuação dos conselheiros	2 a 5
2	Atuação dos executivos	6 a 15
3	Formalização de políticas	16 e 17
4 e 5	Identificação dos benefícios	19 a 21
	Identificação dos beneficiados	23 a 25
	Problema do subinvestimento	18 e 22
6	Atitudes do respondente em relação aos riscos	26 a 32
7	Aversão ao risco do respondente	33 a 36
	Quantificando a aversão ao risco do respondente	37 e 38
-	Avaliar o conhecimento do respondente quanto aos instrumentos financeiros	40
-	Caracterização da empresa e do respondente	41 a 46

Quadro 10: Relação entre assunto pesquisado e questões elaboradas

Fonte: Elaborado pelo autor

A sessão seguinte do questionário diz respeito as características dos respondentes e os seus cargos nas empresas pesquisadas.

Com base nos assuntos de pesquisa definidos, foram formuladas questões sobre a gestão de riscos. As questões de 2 a 15 se referem à participação do conselho e dos executivos na elaboração de políticas de riscos das empresas, bem como as motivações e os incentivos para assumirem riscos. As questões 16 e 17, sobre governança, estão baseadas em Borokovich et al. (2004), haja vista que eles encontram que as empresas com maior nível de governança têm uma política de gestão mais formalizada. De acordo com a literatura, existem algumas

vantagens na gestão de riscos, e as questões 18 a 25 buscam verificar se os benefícios são identificados e comparar a opinião dos executivos e dos conselheiros sobre eles.

Os interesses de gestores e acionistas podem ser conflitantes, conforme a teoria da agência proposta por Jensen e Meckling (1976); as questões 26 a 32 buscam verificar se o monitoramento do conselho afeta o comportamento dos gestores em relação aos riscos. Os aspectos contábeis e tributários das empresas podem ser analisados por todos os interessados, uma vez que estarão nas demonstrações financeiras; o objetivo das questões 33 a 36 é verificar se eles são mais importantes para os acionistas ou para os gestores. As questões 37 e 38 se destinam a verificar a avaliação dos custos em relação aos benefícios de cada um dos públicos a serem pesquisados.

8.4 ELABORAÇÃO DAS QUESTÕES E SUA RELAÇÃO COM AS HIPÓTESES

Para a verificação das hipóteses formuladas no capítulo anterior foi elaborado um questionário com questões fechadas, utilizando uma escala do tipo *Likert de 5 pontos*, sendo o menor ponto da escala o número 1, que significa “discordo totalmente” e o maior ponto, o número 5, que significa “concordo totalmente”.

A seguir serão colocadas as questões elaboradas para verificação das hipóteses correspondentes.

HIPÓTESE 1: A participação do conselho é considerada mais importante pelos conselheiros do que pelos executivos

Para a verificação dessa hipótese foram elaboradas 4 questões que constam abaixo:

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5 “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.

2. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece monitoram e avaliam a gestão de riscos.
3. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece identificam os custos e benefícios relacionados com a gestão de riscos.
4. Os conselhos das empresas que o senhor conhece estabelecem as políticas de riscos para essas empresas.
5. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece estabelecem os objetivos das políticas de riscos em conjunto com os executivos.

HIPÓTESE 2: Os executivos consideram a sua atuação mais importante que a dos conselheiros.

Com base nessa hipótese, foram elaboradas as questões abaixo que verificam se eles identificam os riscos da empresa, bem como se há compartilhamento de informações e como é a relação de autoridade entre conselheiros e executivos.

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5 “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.

6. Os executivos das empresas que o senhor conhece quantificam os riscos e informam ao conselho de administração para que sejam debatidos.
7. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece preferem que a gestão de riscos fique a cargo apenas dos executivos.
8. Os executivos das empresas que o senhor conhece sabem identificar os riscos que afetam as empresas.
9. Os executivos das empresas que o senhor conhece têm conhecimento sobre as formas de administrar os riscos.
10. Os executivos das empresas que o senhor conhece fornecem regularmente ao conselho informações sobre a gestão de riscos.
11. Os executivos das empresas que o senhor conhece são questionados pelo conselho sobre riscos e sua gestão.
12. Os executivos das empresas que o senhor conhece aceitam correr riscos em busca de melhores resultados para a empresa.
13. Os executivos de empresas que o senhor conhece tem a sua atuação em relação aos riscos influenciada pelos questionamentos dos conselheiros.
14. Nas empresas em que o conselho supervisiona as políticas de riscos, os executivos das empresas que o senhor conhece são mais propensos a seguir as normas de gestão de risco.
15. Os executivos das empresas que o senhor conhece assumem mais riscos quando têm mais autonomia do conselho.

HIPÓTESE 3: Conselheiros consideram a formalização de políticas de riscos mais importantes que os executivos.

Para sua verificação, foram formuladas as seguintes questões:

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5 “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.

16. Considerando as empresas que o senhor conhece, as políticas de riscos estão integradas às demais políticas dessas empresas.
17. A formalização das políticas de riscos nas empresas que o senhor conhece é decorrente da atuação dos conselheiros.

HIPÓTESE 4: Os benefícios da gestão de riscos são mais importantes para os conselheiros do que para os executivos.

Para a verificação dessas hipóteses foram elaboradas as seguintes questões:

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5 “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.

19. A gestão de riscos reduz o custo financeiro da empresa.
20. A gestão de riscos aumenta a previsibilidade do fluxo de caixa projetado.
21. A gestão de riscos ajuda a reduzir a carga tributária.
23. A gestão de riscos traz benefícios para os acionistas.
24. A gestão de riscos traz benefícios para os executivos.
25. A gestão de riscos traz mais benefícios para os acionistas do que para os executivos.

HIPÓTESE 5: O problema do subinvestimento é mais importante para os conselheiros do que para os executivos

Para a verificação do problema com subinvestimento, foram elaboradas as questões seguem e que permitirão verificar a opinião dos respondentes sobre a importância do fluxo de caixa gerado internamente e sobre a ampliação da capacidade de endividamento. Conforme está colocado na teoria, são os principais pontos relacionados ao subinvestimento.

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5 “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.

- 18 - Nas empresas que o senhor conhece, os recursos gerados internamente são a principal fonte para novos investimentos.
- 26 A gestão de riscos permite à empresa ampliar sua capacidade de endividamento.

HIPÓTESE 6: A relação risco e retorno é mais importante para os conselheiros do que para os executivos.

Para verificar se os respondentes fazem uma análise entre custos de riscos e o retorno, foram elaboradas as seguintes questões.

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5 “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.

- 26 Todos os riscos das empresas deveriam ser reduzidos independentemente dos custos da gestão de riscos.
- 27 Havendo ganhos potenciais, a empresa deve correr riscos.
- 28 Os riscos devem ser administrados apenas quando os benefícios forem superiores aos custos.
- 29 A proteção parcial dos riscos é a melhor estratégia para as empresas.
- 30 Administrar o risco da empresa é o mesmo que administrar o risco dos acionistas.
- 31 Havendo *expertise* nas empresas, elas devem tomar mais riscos com a possibilidade de obter ganhos.
- 32 A gestão de riscos pode ser um substituto para garantias reais.

A partir da questão 19, não é mais utilizada a expressão “executivos que o senhor conhece” ou “conselheiros que o senhor conhece”, com isso, as questões deixam de ser formulados de forma indireta e objetivam conhecer a opinião pessoal do entrevistado sobre as afirmações que estão sendo feitas. As questões 33 a 36 abordam situações de decisão sobre a utilização de recursos financeiros que é parte da teoria do subinvestimento. Uma questão é sobre a qualidade das informações que são transmitidas ao conselho para verificar se há assimetria de informações, outra questão é sobre o incentivo gerencial para os riscos. Por fim, há uma questão sobre *distress* financeiro e outra sobre alavancagem financeira.

Para o fim do questionário foram feitas duas questões quantitativas, nos mesmos moldes que foram utilizadas por Kahneman e Tversky (1979), para verificar a aversão ao risco dos respondentes. Seguindo a orientação de Muñoz (2003), as perguntas foram simplificadas para evitar muitos cálculos de memória. As questões quantitativas consideram situações de lucro e prejuízo para verificar a decisão dos respondentes nessas situações, bem como foi elaborada uma questão sobre estratégias de gestão de riscos com derivativos financeiros para medir o conhecimento dos entrevistados. Essas questões têm o objetivo de testar a seguinte hipótese:

HIPOTESE 7: Os gestores são mais avessos a riscos do que os conselheiros.

- 33- Os recursos gerados pela empresa devem reduzir o endividamento ao invés de serem aplicados em novos empreendimentos
- 34- As informações fornecidas ao conselho são suficientes para analisar o desempenho da empresa
- 35- Os executivos devem ser incentivados a assumir riscos.
- 36- As empresas devem manter recursos disponíveis para evitar dificuldades financeiras
- 37- Em sua opinião qual o percentual de endividamento ideal em relação ao ativo total da empresa? _____%.

Para verificar as respostas com relação aos ganhos e prejuízos, foram elaboradas duas questões adaptadas do estudo de Kahneman e Tversky (1979), onde eles colocam que as escolhas podem ser alteradas por diferentes representações dos resultados. Por essa razão, a questão 38 aborda uma possibilidade de prejuízo, e a questão 39, a redução de ganhos.

“A seguir faremos algumas perguntas sobre sua opinião quanto a operações específicas de gestão de riscos:”

38- Uma empresa tem possibilidade de obter um prejuízo de 8% sobre uma determinada transação. Quanto do valor da transação o senhor investiria para evitar essa perda?

0% 1% a 3% 3% a 5% 5% a 7% 8% ou mais

39 Uma empresa realizou uma transação com um lucro de 10%. Havendo mudança na cotação da moeda, esse lucro pode cair para 2%. Quanto do valor da operação o senhor investiria para garantir o lucro original?

0% 1% a 3% 3% a 5% 5% a 7% 8% ou mais

De acordo com Buckely e Van Der Nat (2003), os conselheiros demonstraram pouco conhecimento sobre o uso de derivativos e, para verificar o conhecimento dos entrevistados, foi elaborada a questão 40, colocando as principais operações com derivativos disponíveis no mercado financeiro.

40 - Se uma empresa exposta ao risco cambial pedisse sua opinião, qual dessas estratégias o senhor aconselharia como proteção? Sendo 1 “não aconselharia” e 5 “aconselharia fortemente”.

- *Collar*
- *Floor*
- *Forward*
- Opções
- *Swap*
- Nenhuma Delas
- Não Conheço
- Não Sei

Embora não haja uma regra clara, Dawson (2007) aconselha a colocar as questões pessoais e informativas no fim do questionário. Assim, as características da empresa e dos entrevistados foram deixadas para o fim do questionário, sendo as seguintes:

Para caracterizar a nossa amostra necessitamos de algumas informações sobre a SUA empresa:

41. Como o senhor caracterizaria a natureza do CAPITAL MAJORITÁRIO da sua empresa:

() Familiar () Privado Nacional () Estrangeiro/Multinacional () Estatal

42. Qual o percentual anual de receita em moeda estrangeira? ____%

43. Qual o percentual que corresponde à sua percentagem anual de GASTOS em moeda estrangeira? _____%
44. Qual o custo atual de captação de recursos em reais? (em taxas ANUAIS) _____%

Concluindo, gostaríamos de fazer algumas perguntas para melhor caracterizar os respondentes desta pesquisa:

45. O senhor exerce algum cargo em outra empresa?
 SIM NÃO
46. Se a resposta da questão anterior for SIM, qual?
 Executivo Conselheiro Outro—Qual? _____

8.5 VALIDAÇÃO DO QUESTIONÁRIO

O processo de validação do instrumento de pesquisa foi realizado através de um painel de juízes. Para isso foi elaborado um formulário com o questionário a ser aplicado e uma escala de avaliação tipo *Likert*, onde os juízes dariam notas de 1 a 5 para a clareza de linguagem e para a pertinência prática. Para cada item avaliado havia um espaço para comentários e sugestões.

O primeiro item a ser avaliado era a “clareza de linguagem”, ou seja, se a linguagem utilizada no questionário era a mais adequada, tendo em vista o grupo de respondentes. Nesse trabalho, o público a ser pesquisado é composto de executivos e conselheiros de empresas de capital aberto, que têm seus ativos negociados na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. A pergunta que os avaliadores tinham que responder era se as questões formuladas estavam suficientemente claras, portanto, compreensíveis à população a ser pesquisada e qual era o nível de clareza.

O segundo ponto a ser avaliado era a “pertinência prática”. Esse item buscava avaliar se o tema abordado em cada questão era relevante para a realidade dos executivos das empresas brasileiras. Os avaliadores tinham que responder se julgavam que o item era pertinente à população a ser pesquisada e em que nível.

Foram convidados oito juízes para fazer a avaliação do instrumento de pesquisa, todos eles com formação acadêmica, e alguns com atuação em organizações como conselheiros ou executivos. Seis avaliadores responderam ao convite, e o seu perfil consta no quadro 11 abaixo:

	Maior titulação	Tempo Experiência profissional	Atividades exercidas
Juiz 1	Doutor	26	Professor/Conselheiro
Juiz 2	Mestre	15	Professor/Conselheiro
Juiz 3	Doutor	20	Professor
Juiz 4	Doutor	11	Professor
Juiz 5	Mestre	28	Professor/ Executivo
Juiz 6	Mestre	40	Professor/Conselheiro

Quadro 11: Perfil dos juizes avaliadores

Fonte: Elaborado pelo autor

O questionário a ser avaliado é composto de 46 questões, porém, foi solicitado aos juízes que avaliassem, além das questões, a introdução e as instruções relativas às questões, com isso totalizaram 65 itens a serem avaliados. Portanto, o que denomina *itens* é a união da questão propriamente dita, das instruções de respostas, e de alguns itens de escolha que fazem parte da resposta às questões. Os avaliadores deveriam colocar as notas de 1 a 5 em cada item. A nota dos juízes foi tabulada e, depois, foi calculado o Coeficiente de Validade de conteúdo (CVC) conforme desenvolvido por Hernández Nieto (2002). Para o autor, esta análise deve ser feita com, no mínimo, 3 juízes e no máximo cinco.

8.5.1 Análise da validação

Foram recebidas seis avaliações. Portanto, uma além do recomendado. A opção foi por tabular todos os resultados para uma posterior análise. Hernández Nieto (2002) sugere que o Coeficiente de Validade de Conteúdo (CVC) deve ser acima de 0,8 para que a questão seja aceitável. Contudo, Balbinotti (2004) indica que esse valor pode ser 0,7 quando há uma variedade grande de juízes. Nesse caso, dos seis avaliadores, três têm profundo conhecimento teórico, em função das atividades acadêmicas, e três possuem, além do conhecimento teórico, conhecimento prático, decorrente de suas atividades como executivos ou conselheiros em organizações. Devido a essas características, o valor de 0,7 foi considerado como limite de

aceitação, e abaixo desse valor foi considerado insatisfatório. Após a tabulação dos dados com a avaliação dos seis juízes, foi calculado o CVC, avaliada a “clareza de linguagem” resultou em 19 itens com valor abaixo de 0,7 e de acordo com o autor, insatisfatório.

Considerando que o item obtido corresponde às respostas de seis avaliadores, e o número máximo de avaliadores deve ser cinco, isso significa que uma das avaliações poderia ser descartada, conforme recomendado por Hernández Nieto (2002). Foi realizada uma análise individual das avaliações de cada juiz, identificando itens não respondidos e o escore médio das avaliações, pois isso ajudaria a decidir sobre a exclusão de uma delas. O quadro 12 abaixo, mostra os resultados de cada juiz avaliador.

Escore	Juiz 1	Juiz 2	Juiz 3	Juiz 4	Juiz 5	Juiz 6	Média
Média	3,569	4,4355	3,9063	4,0769	4,3125	3,6167	3,986132
Desvio padrão	0,8532	0,8912	1,3313	1,1904	0,9980	1,3915	1,109299
Não respondidas	7	3	1	13	1	5	5

Quadro 12: Resumo das avaliações de cada juiz

Fonte: Elaborado pelo autor

Com base nessa análise, uma das possibilidades é descartar a avaliação que contém maior número de questões não respondidas ou, então, aquela que apresenta as menores médias em relação às dos demais respondentes, o que pode representar uma distorção em relação aos demais avaliadores. Dessa forma, a avaliação ficaria mais equilibrada, e o número de avaliadores ficaria no limite indicado pela literatura.

A primeira análise considerou o número de itens não respondidos, desconsiderando a avaliação do juiz 4, que deixou em branco 13 itens; o questionário ficaria, então, com 18 itens abaixo do limite mínimo de 0,7. Não computando a avaliação do juiz 1, que deixou em branco 7 itens, também ficaríamos com 18 itens abaixo do escore mínimo.

Outro critério que poderia ser utilizado seria excluir a avaliação que estivesse muito abaixo da média das respostas; assim, ficaríamos com o número indicado de avaliadores e haveria uma avaliação mais harmônica. Seguindo esse critério, deveríamos desconsiderar o juiz 1, porém, o resultado seria o mesmo da situação anterior, ou seja, 18 itens com avaliação abaixo do mínimo desejado para ser aceito.

Considerando os 18 itens com escore baixo, 13 questões deveriam ser eliminadas. A avaliação total do instrumento resultou em 0,8; considerando a opinião dos seis juízes, esse escore, de acordo com Hernández Nieto (2002) significa que o instrumento está aprovado,

mesmo com avaliação baixa, que ocorreu em algumas questões. Se for descartada uma das avaliações, para adequar ao número máximo de juízes, o índice CVC ficaria acima de 0,8, ou seja, no mínimo aceitável.

Uma nova simulação foi realizada descartando os itens que ficaram abaixo de 0,7 e calculando o novo CVC do questionário. O resultado ficou em 0,87, ou seja, com todos os itens, incluindo aqueles com avaliação abaixo de 0,7, o instrumento ficaria com CVC de 0,8. Ao serem eliminados itens com baixa avaliação, o CVC do instrumento ficaria em 0,87. Pode-se deduzir que os itens com baixa avaliação não comprometem a validade do instrumento de coleta de dados.

Questão	Juiz 1	Juiz 2	Juiz 3	Juiz 4	Juiz 5	Juiz 6
3		x	x	x		x
4		x	x	x		x
7.1		x	x	x		x
7.2		x	x	x		x
7.3		x	x	x		x
7.4		x	x	x		x
7.5		x	x	x		x
7.6		x	x	x		x
12		x	x	x		x
13			x	x		x
14	x	x	x	x		
17		x	x	x		x
27			x	x		
30			x	x		
34		x	x	x		x
35		x	x	x		x
38		x	x	x		x
42			x	x	x	
43			x	x		x

Quadro 13 – Questões comentadas pelos juízes.

Fonte: elaborado pelo autor

O procedimento seguinte foi verificar se as questões, avaliadas com índice abaixo do mínimo aceitável, foram comentadas pelos juízes avaliadores. Todas elas continham dois ou

mais comentários dos avaliadores e, com base neles, foi possível reformular as questões para que ficassem com o conteúdo mais claro. O quadro 13 mostra as questões comentadas e o número de juízes que fizeram comentários.

O coeficiente de pertinência prática obteve o índice de 0,936, o que, na opinião de Hernández Nieto (2002), significa validade perfeita. Apenas três itens tiveram o índice de 0,796, os demais tiveram sua validade acima de 0,80. Com isso, foi considerado aprovado o item *pertinência prática*, tendo que ser melhorada a clareza da linguagem.

8.5.1.1 – Agrupamento por perfil

Outra análise foi realizada classificando os avaliadores pela sua função principal, ou seja, se a principal atividade do avaliador era no ambiente acadêmico ou em outras organizações como executivo ou conselheiro. De acordo com esse critério, haveria três avaliadores em cada categoria, denominadas de “acadêmicos” e “profissionais”.

O resumo da avaliação dos dois grupos está no quadro 14. O quadro resume o CVC em cada faixa de avaliação: menor de 0,7 entre 0,7 e 0,89 e acima de 0,9, de acordo com o perfil dos avaliadores. A primeira constatação é que a avaliação dos dois grupos fica abaixo da avaliação geral, sendo que os acadêmicos teriam avaliado o questionário com o CVC 0,79. Os profissionais avaliaram o questionário com o índice de 0,73, bem abaixo dos 0,8, que seriam obtidos com os seis avaliadores, ou 0,81, descartando uma das avaliações.

CVC	Acadêmicos	Profissionais
Menor de 0,7	22	24
Entre 0,7 e 0,89	14	37
Acima de 0,90	29	4
Coeficiente total	0,7937	0,73886

Quadro 14: Avaliação das questões de acordo com o perfil dos avaliadores

Fonte: elaborado pelo autor

Na avaliação do grupo dos acadêmicos, 22 itens ficariam com índice inferior a 0,70, 14 itens, entre 0,7 e 0,89, e 29 itens com índice superior a 0,9. No grupo dos “profissionais”, 24 itens ficaram abaixo do índice mínimo de 0,7; na escala intermediária de 0,7 a 0,89 ficaram 37 itens, e apenas 4 tiveram avaliação superior a 0,9.

Outra análise realizada foi sobre a ocorrência de divergências nas avaliações entre os dois grupos. Dos 65 itens, apenas 18 ficaram na mesma faixa de avaliação, conforme demonstrado no quadro 14, mostrando que houve concordância no índice estabelecido em somente 27,6% dos tópicos avaliados. A análise individual das questões em que houve concordância dos dois grupos, mostra que, na faixa inferior a 0,7 ficaram dez itens; na primeira faixa de aprovação entre 0,7 e 0,89, os grupos concordaram em quatro itens, e na faixa superior a 0,9, os grupos também concordaram em quatro itens. Uma análise mais detalhada das avaliações poderá indicar divergências de entendimento sobre as expressões utilizadas.

8.5.2 – Reformulação das questões

Como se pôde observar no quadro 13, todos os itens que não foram aprovados continham sugestões de melhorias. Dois itens continham observações feitas por dois avaliadores, três itens foram comentados por três avaliadores, e 14 itens continham sugestões e comentários de quatro avaliadores. Buscando aperfeiçoar o instrumento de pesquisa, os itens foram alterados segundo sugestões dos avaliadores.

Após a reformulação das questões, um novo questionário foi elaborado e enviado para seis avaliadores, todos eles professores da área financeira, para que fizessem uma avaliação apenas da “clareza de linguagem”. Dos itens do questionário, o menor CVC foi de 0,76 em dois itens. Coeficiente entre 0,8 e 0,9 foi obtido por 22 itens; os demais 43 itens obtiveram uma avaliação entre 0,9 e 0,99. O CVC do instrumento ficou em 0,945, considerado por Hernández Nieto (2002) como sendo de validade perfeita.

O procedimento final de validação do questionário foi a sua aplicação a uma turma de alunos de pós graduação Lato Senso em finanças na Universidade do Vale dos Sinos (Unisinos), com o objetivo de verificar a sua compreensão e o tempo necessário para responder. Foram obtidas 27 respostas. O quadro 15 mostra a distribuição de respostas em função do tempo. O menor tempo utilizado para responder foi de 14 minutos, e o tempo máximo, de 22 minutos. A concentração maior de respostas foi entre 14 e 17 minutos. O tempo médio ficou em 17,04 minutos. Como o questionário será aplicado por telefone, acredita-se que o tempo será menor, porque não haverá motivos para dispersar a atenção, e o interesse dos respondentes será de concluir a entrevista com a maior brevidade possível.

Minutos	Número de respondentes	Tempo Total
14	3	42
15	5	75
16	4	64
17	5	85
18	4	72
19	2	38
20	2	40
22	2	44
total	27	460
	Média	17,04

Quadro 15: Tempo médio de respostas

Fonte: Elaborado pelo autor

Dos respondentes, três indicaram outros tipos de risco que não constavam no questionário: risco de crédito, risco de queda no consumo e risco dos órgãos reguladores.

Com relação às questões não respondidas, apenas as questões mais técnicas (que envolvem derivativos tais como *Collar*, *Floor*), não foram respondidas por 21 alunos. A alternativa de *Forward* foi deixada em branco por 17 respondentes. A alternativa de escolha entre opções e *swap* não foi respondida por 12 e 11 respondentes, respectivamente.

Os alunos do pós graduação mostraram a maior convergência de opinião nas questões sobre o benefício da gestão de riscos com média de 4,4 e desvio padrão de 0,95. A maior divergência decorreu da questão: se a empresa deve assumir mais riscos para obter ganhos. O escore médio foi de 2,88, e o desvio padrão, de 1,28, mostrando a divergência de opinião entre os respondentes. Uma questão sobre a gestão de riscos relacionada com a carga tributária também resultou em respostas divergentes, com escore médio de 3,25 e desvio padrão de 1,37.

9 COLETA DE DADOS

O presente capítulo relata os procedimentos necessários para a coleta de dados, como foram obtidas as informações dos executivos e dos conselheiros das empresas e algumas dificuldades enfrentadas para a realização das entrevistas.

9.1 PROCEDIMENTOS DE AMOSTRAGEM

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) disponibiliza um arquivo das empresas registradas naquele órgão, e o cadastro das empresas foi obtido através do seguinte endereço <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Investidor/ParticipantesdoMercado/tabid/252/Default.aspx>, onde esta colocado um *link* para uma consulta ao cadastro geral <http://www.cvm.gov.br/port/cadastro/ftp.asp> e, dentro desse portal está o cadastro das companhias abertas, em um arquivo “txt” que, após ser convertido em planilha, foi utilizado para a análise dos dados. Nesse arquivo constam as principais características, tais como: a situação da empresa, a data da situação, o endereço, o nome do diretor de relações com investidores, os papéis emitidos, entre outros.

Em novembro de 2008, foi baixado o arquivo e depois foi convertido em formato Excel; em seguida foram corrigidos os erros gerados na conversão. Conforme pode ser observado no quadro 16, no arquivo constam 1915 empresas, sendo que apenas 616 estão em

Situação da empresa	Quantidade	%
Fase Operacional	616	32,17
Canceladas	1185	61,88
Suspenso Decisão Administrativa	46	2,40
Em recuperação Judicial	7	0,36
Fase pré-operacional	40	2,09
Concordatárias	3	0,15
Paralisadas	8	0,42
Liquidação	1	0,05
Liquidação extrajudicial	3	0,15
Falidas	6	0,31
Total	1915	100

Quadro 16: Situação das empresas

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Elaborado pelo autor

“fase operacional”; o maior número de empresas, 1186, engloba as que tiveram seu registro cancelado. Para este estudo o universo a ser pesquisado são as empresas na fase operacional, pois as demais não possuem o conselho de administração instalado e, muitas vezes, nem a diretoria totalmente constituída.

Esse arquivo foi considerado padrão para todo o processo de coleta de dados, mesmo que às vezes as informações não fossem confirmadas pelos dados disponibilizados pela Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa).

De acordo com os papéis emitidos, a grande maioria das empresas, 89.72%, emitiu ações; as debêntures simples ficaram em segundo lugar. O quadro 17 abaixo resume os papéis emitidos pelas empresas, onde se verifica também os tipos de papéis emitidos.

Papéis emitidos pelas empresas	Quantidade	%
Ações	1718	89,71
Debêntures simples	152	7,94
Debêntures conversíveis	25	1,31
Partes beneficiárias	8	0,42
Bônus de subscrição	3	0,15
Nada consta	9	0,48
TOTAL	1915	100

Quadro 17: Resumo dos papéis emitidos

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Elaborado pelo autor.

Das 152 empresas que lançaram debêntures simples, apenas 43 continuavam em operação, sendo que 101 tiveram seu registro cancelado. O quadro 18 resume a situação das empresas emissoras de debêntures.

Situação da empresa	Quantidade	%
Em operação	43	28,29
Canceladas	101	66,45
Falidas	1	0,65
Fase pré-operacional	4	2,63
Suspensa	3	1,97
Total	152	100

Quadro 18: Empresas emissoras de debêntures

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados da CVM.

O quadro 19 resume a situação das empresas emissoras de ações. Do total de 1.917 empresas, 1.720 emitiram ações e, dessas, 569 encontram-se em operação. O maior número,

1.045, cancelou seu registro na CVM.

SITUAÇÃO DA EMPRESA	NÚMERO	%
Em operação	568	33,06
Canceladas	1.045	60,83
Falidas	5	0,29
Fase pré-operacional	35	2,04
Suspensas	43	2,50
Concordatárias	3	0,17
Em recuperação judicial	7	0,42
Paralisadas	8	0,47
Liquidação	1	0,05
Liquidação extrajudicial	3	0,17
TOTAL	1.718	100

Quadro 19: Empresas emissoras de ações

Fonte: Elaborado pelo autor com base na CVM

Das 1.915 empresas, 176 delas fizeram mais de uma emissão de títulos, sendo que o maior número fez emissão de ações e de debêntures simples. O quadro 20 resume as empresas que tiveram duas emissões de papéis de acordo com os registros da CVM.

Papel 1	Papel 2	Total de empresas	%
Ações	Ações	3	1,70
Ações	Debêntures simples	88	50,0
Ações	Debêntures conversíveis	53	30,11
Ações	Partes beneficiárias	1	0,56
Ações	Bônus de conversão	8	4,56
Debêntures simples	Ações	14	7,95
Debêntures simples	Debêntures conversíveis	8	4,56
Debêntures simples	Partes beneficiárias	1	0,56
TOTAL		176	100

Quadro 20: Número de empresas emissoras de dois tipos de papéis

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Elaborado pelo autor.

Empresas que fizeram três emissões de papéis totalizam 37 o quadro 21 abaixo resume os papéis emitidos,

Papel 1	Papel 2	Papel 3	Total	%
Ações	Debêntures simples	Debêntures conversíveis	19	51,35
Debêntures simples	Ações	Debêntures simples	6	16,22
Ações	Debêntures conversíveis	Partes Beneficiárias	5	13,51
Ações	Debêntures simples	Debêntures simples	3	8,11
Ações	Debêntures simples	Partes Beneficiárias	2	5,41
Debêntures simples	Debêntures simples	Debêntures simples	1	2,70
Debêntures simples	Debêntures conversíveis	Partes beneficiárias	1	2,70
Total			37	100

Quadro 21: Número de empresas que fizeram três emissões de papéis

Fonte: Elaborado pelo autor. Com base nos dados da CVM

Das empresas constantes do quadro 21 acima, apenas 18 continuam em operação, 18 estão com registrado cancelado, e uma está em fase pré-operacional.

9.2 CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS ENTREVISTADAS

Das 616 empresas em fase operacional que serão pesquisadas, conforme o quadro 22, constam 568 que emitiram ações, 43 são emissoras de debêntures simples e cinco emissoras de debêntures conversíveis.

Ativos emitidos	Quantidade de empresas	%
Ações	568	92,21
Debêntures simples	43	6,98
Debêntures conversíveis	5	0,81
Total	616	100

Quadro 22: Papéis emitidos pelas empresas

Fonte: Elaborado pelo autor. Com base nos dados da CVM

Das empresas a serem pesquisadas, 71 fizeram mais de uma emissão de ativos sendo que o que mais aparece é a emissão de ações com debêntures simples, que foi realizada por 39 das empresas.

Conforme o controle acionário, a grande maioria das empresas é de controle privado, ficando em segundo lugar as empresas de controle estatal. O quadro 23 abaixo traça um perfil detalhado do controle acionário das empresas.

Controle acionário	Quantidade	% s/ total
Privado	456	74,03%
Privado holding	86	13,96%
Estatal	40	6,49%
Estrangeiro	18	2,92%
Estrangeiro Holding	11	1,79%
Não identificados	5	0,81%
Total	616	100%

Quadro 23: Controle Acionário das empresas

Fonte: Elaborado pelo autor. Com base nos dados da CVM

9.3 - EMPRESAS ENTREVISTADAS POR SEGMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

Quando se comparam as informações fornecidas pela CVM, com as que constam na Bovespa, são encontradas algumas divergências. O quadro 24 resume essas informações e compara com o número de empresas entrevistadas. Como se pode observar, a principal diferença está no mercado de balcão. No cadastro da CVM, constam 197 empresas, sendo 86 no balcão organizado, e 112 no balcão não organizado, totalizando 197 empresas, enquanto no cadastro da Bovespa constam 121 empresas nos dois tipos de balcão. Isso pode ser decorrência da pouca atenção que é dada ao mercado de balcão não organizado, onde as informações financeiras, na maioria das vezes, não estão disponíveis.

Conforme pode ser observado no quadro 24, a taxa de retorno foi de 37,10% das empresas constantes do cadastro da CVM. Há uma divergência em relação às empresas listadas na Bovespa, no que se refere ao mercado de balcão. As informações, coletadas de acordo com o mercado de atuação da Bovespa, ficaram proporcional à listagem, o que demonstra que a amostra por empresas é representativa.

TIPO DE MERCADO	Bovespa	%	LISTAGEM CVM	%	Empresas Entrevistadas	%
Bolsa	261	48,42	Não consta		106	46,29
Nível 1	40	7,42	Não consta		17	7,42
Nível 2	18	3,34	Não consta		10	4,37
Novo mercado	99	18,37	Não consta		45	19,65
TOTAL	418	77,55	418	67,86	178	77,73
Balcão organizado	93	17,26	86	13,96	26	11,35
Balcão não organizado	28	5,19	112	18,18	25	10,92
TOTAL	539	100	616	100	229	100

Quadro 24: Empresas entrevistadas conforme o tipo de mercado da Bovespa

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da CVM e da Bovespa

9.4 PESQUISA COM EXECUTIVOS

Após serem tabulados os dados das empresas, foi acessado o banco de dados da Bovespa para coletar informações sobre a diretoria e os conselhos das empresas. Esses dados constam no portal da Bovespa e tem que ser acessados de forma individual para cada empresa. Em um arquivo consta o nome dos diretores; em outro, o nome dos membros do conselho de administração, e num terceiro, consta o conselho fiscal, se esse estiver oficialmente instalado.

A pesquisa foi feita por telefone e teve início em 2 de Dezembro de 2008. O foco inicial era entrevistar os executivos, uma vez que esses são mais fáceis de localizar. Foi enviada mensagem eletrônica ao diretor de Relações com investidores de todas as empresas listadas, informando sobre a pesquisa e pedindo a gentileza de retransmitir a mensagem aos demais executivos e conselheiros. Um grande número de mensagens retornou porque o endereço eletrônico constante no cadastro da CVM estava desatualizado.

Após o envio da mensagem eletrônica, foi iniciada a coleta por telefone. A principal dificuldade nesse caso era ultrapassar a barreira imposta pelos assessores ou pela secretária e chegar até o executivo. Geralmente era necessário enviar novamente uma mensagem pelo correio eletrônico para depois tentar agendar uma entrevista.

As entrevistas continuaram até o dia 17 de dezembro, sendo suspensas devido às festas de fim de ano e à dificuldade de serem encontrados os entrevistados. Durante os meses de janeiro e fevereiro, as tentativas de entrevistas se mostraram pouco produtivas devido ao

período de férias, por isso, foram suspensas, sendo retomadas no mês de março de 2009, as quais se estenderam até o fim do mês de abril de 2009.

Foram entrevistados 141 executivos de uma população estimada em 1840, isso representa uma taxa de retorno de 7,66%. Muitos desses executivos provavelmente desempenham a função em mais de uma empresa, porém, esse dado é difícil de obter em virtude de não haver um banco de dados com as informações consolidadas.

9.5 - PESQUISA COM OS CONSELHEIROS

O trabalho de criação do banco de dados dos conselheiros iniciou com o levantamento dos nomes e o endereço que constam nas atas de eleição disponíveis no *site* da Bovespa.

Das 616 empresas constantes do cadastro apenas 127 têm o conselho fiscal instalado. Conforme a legislação, a instalação do conselho fiscal deve ser solicitada pelo conselho administrativo. Dessa forma, nosso universo de pesquisa compreende os executivos e conselheiros administrativos das 616 empresas listadas e os conselheiros fiscais das 127 empresas que já têm o conselho fiscal instalado.

9.5.1 – Conselheiros fiscais

No Cadastro da CVM constam 127 empresas com conselho fiscal instalado. Catalogando as informações individuais de cada empresa, foram encontrados 498 conselheiros fiscais, destes, 81 participam de mais de uma empresa, e 30 também são conselheiros administrativos. Como o número de conselheiros fiscais é bem menor que o número de conselheiros administrativos, quando eles se repetem nos dois conselhos, optou-se por mantê-los no cadastro do conselho fiscal. Entre as pessoas que pertencem ao conselho de mais de uma empresa, foi encontrada uma que participa de nove empresas, de segmentos diversos, como prestadora de serviços de internet, a empresas de saúde e indústrias metalúrgicas. Outra pessoa faz parte de 5 conselhos, o quadro 25 abaixo traça um perfil do número de conselheiros fiscais e como estão distribuídos. Como se pode observar existem 53 conselheiros que participam de mais de uma empresa, resultando que esses nome são repetidos em 81 vezes.

Conselheiro fiscal	Número de empresas em que participa	Frequência que aparece
1	9	9
1	5	5
3	4	12
11	3	33
37	2	74
53	TOTAL	134

Quadro 25: Conselheiros fiscais que participam de várias empresas

Fonte: Elaborado pelo autor com base na Bovespa.

Excluídos os nomes que se repetem em várias empresas, os potenciais entrevistados (como membros do conselho fiscal) resultam em 417; desses foram entrevistados 49, com uma taxa de retorno de 11,75% conforme está resumido no quadro 26.

Número de conselheiros fiscais	498
Participam de mais de uma empresa	81
Potenciais entrevistados	417
Número de entrevistados	49
Taxa de retorno	11,75%

Quadro 26: Características dos conselheiros fiscais

Fonte: Elaborado pelo autor com base na Bovespa.

9.5.2 Conselheiros Administrativos

Na página de cada empresa, consta o nomes dos conselheiros administrativos. Foi tentado obter um banco de dados consolidados que existe na CVM, porém ele não é disponibilizado ao público. Por isso, a coleta foi feita no *site* da Bovespa, nas informações individuais de cada empresa. Nessa pesquisa, foi constatado que 159 empresas tinham problemas nas atas. Em algumas, faltavam dados dos conselhos, e outras, por pertencerem a um grupo econômico as atas constavam do arquivo de apenas uma das empresas. Esse aspecto reduz o número de empresas a serem pesquisadas para 458. O levantamento dos nomes resultou num total de 2.329 conselheiros; após o levantamento, foi realizada uma revisão para retirar os nomes duplicados. Em seguida, foi necessário consultar a lista telefônica para encontrar o número do telefone em nome do conselheiro.

A dificuldade, nesses casos, está no fato de que muitos dos conselheiros não constam

das listas telefônicas. A grande maioria dos telefones é do tipo residencial; em muitos casos eram da casa de praia ou da casa do campo. Nesses casos, o pesquisador ligava ao telefone disponível e solicitava o telefone comercial, tarefa complexa, pois a insegurança das pessoas, decorrente do mau uso do telefone por criminosos, inibe as pessoas de dar essas informações.

A forma de superar esses obstáculos foi treinar os pesquisadores para informar a origem da ligação como sendo da universidade; em segundo lugar, informar que tinha conhecimento sobre a pessoa, falando do seu cargo de conselheiro da empresa. Dessa forma, as pessoas se tornavam menos resistentes e forneciam o telefone comercial. Além disso, há conselheiros residentes no exterior e que por isso não consta o nome na lista telefônica brasileira. O quadro 27 resume os dados disponíveis.

Total de conselheiros	2329
Nomes repetidos	555
Constam como conselheiros fiscais	30
Residentes no exterior	133
Não constam na lista telefônica	791
Possíveis entrevistados	820
Entrevistados	125
Taxa de retorno	15,24%

Quadro 27: Características dos cons. administrativos

Fonte: Elaborado pelo autor com base na Bovespa.

Uma forma de ampliar o número de conselheiros entrevistados foi solicitar aos executivos que indicassem um conselheiro que pudesse responder à pesquisa. Observou-se muita resistência a isso, posto que, na maioria das vezes solicitavam o questionário por *e-mail* e o submetiam ao Departamento Jurídico. A mesma solicitação era feita aos conselheiros, e esses se mostraram mais receptivos.

Desperta a atenção o percentual de conselheiros que se repete, pois 555 num universo de 2.329 representam 23,83%. Considerando esse grande número de conselheiros que aparece como pertencente a várias empresas, foi feito um levantamento para verificar a frequência dessa repetição. O quadro 28 mostra o resultado: 366 pessoas participam do conselho de várias empresas, e muitos são conselheiros de empresas de segmentos completamente diferentes, o que pode ser objeto de estudos futuros.

Número de conselheiros administrativos	Número de empresas	Frequência que aparece
1	15	15
1	12	12
1	11	11
1	9	9
2	8	16
4	7	28
2	6	12
11	5	55
23	4	92
69	3	207
251	2	502
Total 366		921 – 366 = 555

Quadro 28: Conselheiros que participam de várias empresas

Fonte: Elaborado pelo autor com base na Bovespa.

Como o nome de 366 conselheiros se repetem, alguns em mais de uma empresa, o número de vezes que ele aparece totaliza 921, porém ele será entrevistado uma única vez, ou seja $921 - 366 = 555$, assim foi considerado que eles se repetem 555 vezes.

9.6 CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

Na coleta de dados, foram realizadas 315 entrevistas com 229 empresas de capital aberto de 31 setores diferentes. O quadro 29 resume os setores das empresas respondentes, sendo o setor de energia elétrica o que teve mais participação, ou seja, com 23, e o setor de máquinas e equipamentos vem a seguir com 19 empresas.

Setor de atuação	Número de empresas	%
Energia Elétrica	23	10,4
Máquinas e Equipamentos	19	8,30
Metalurgia e Siderurgia	18	7,86
Construção Civil	17	7,42
Telecomunicações	16	6,99
Serviços de Transporte	16	6,99
Banco	13	5,68
Alimentos	12	5,24
Têxtil e Vestuário	12	5,24
Comércio	9	3,93
Química e Petroquímica	9	3,93
Securitização de Recebíveis	8	3,49
Sem setor principal	6	2,62
Agricultura	5	2,18
Saneamento e Serviços	5	2,18
Petróleo e Gás	5	2,18
Extração Mineral	4	1,75
Hospedagem e Turismo	4	1,75
Serviços Médicos	3	1,31
Seguradora e Corretoras	3	1,31
Educação	3	1,31
Papel e Celulose	3	1,31
Embalagens	2	0,87
Farmacêutico e Higiene	2	0,87
Comunicação e Informática	2	0,87
Brinquedos e Lazer	2	0,87
Arrendamento Mercantil	2	0,87
Intermediação Financeira	2	0,87
Crédito Imobiliário	1	0,44
Reflorestamento	1	0,44
Financeiro	1	0,44
Bebidas e Fumo	1	0,44
TOTAL	229	100

Quadro 29: Empresas respondentes por setor de atuação

Fonte: Elaborado pelo autor

De acordo com o controle acionário, o maior número de empresas respondentes tem controle privado; em segundo lugar, são *holdings* privadas, o quadro 30 revela o perfil dos respondentes conforme o controle acionário.

Controle acionário	Número de empresas	%
Privado	182	79,5
Privado holding	15	6,6
Estatatal	17	7,4
Estatatal holding	01	0,4
Estrangeiro	09	3,9
Estrangeiro holding	03	1,3
Não informado	02	0,9
TOTAL	229	100

Quadro 30: Empresas respondentes conforme o controle acionário

Fonte: Elaborado pelo autor com base na Bovespa.

De acordo com o mercado de atuação, 175 empresas atuam na bolsa de valores; 26 atuam no balcão organizado; e 27 empresas pertencem ao balcão não organizado.

Dos 315 respondentes, o maior número se refere a conselheiros administrativos com 142 respostas; em seguida, vêm os executivos com 127 respondentes. O quadro 31 resume o cargo dos respondentes.

Cargo	Número respostas	%
Executivo	141	44,76
Conselho Fiscal	49	15,56
Conselho Administrativo	125	39,68
TOTAL	315	100

Quadro 31: Perfil dos respondentes conforme o cargo

Fonte: Elaborado pelo autor

O perfil dos respondentes, segundo o controle acionário das empresas, está demonstrado no quadro 32. Esse perfil foi estabelecido a partir da resposta dada pelos entrevistados. Foi incluída a expressão “familiar” que não consta na classificação da CVM, para identificar se essa característica implica diferença de opinião entre os entrevistados. Pode-se observar que o maior número de respondentes se refere a empresas de controle privado nacional; em seguida, estão as empresas familiares.

Capital Majoritário	Cons. Adm.	%	Executivos	%	Cons. Fiscais	%	Número de respostas	%
Familiar	43	34,4	35	24,9	17	34,7	95	30,2
Privado Nacional	68	54,4	77	54,6	24	49,0	169	53,6
Estrangeiro	7	5,6	14	9,9	6	12,2	27	8,6
Estatual	7	5,6	15	10,6	2	4,1	24	7,6
TOTAL	125	100	141	100	49	100	315	100

Quadro 32: Perfil dos respondentes conforme o capital majoritário

Fonte: elaborado pelo autor

Outro aspecto que interessa à pesquisa diz respeito à exposição cambial, na visão das pessoas entrevistadas. Para isso, foram elaboradas duas questões: uma sobre a receita e outra sobre gastos em moeda estrangeira.

O quadro 33 mostra os resultados sobre a receita. Como pode ser observado, mais da metade não sabem ou não quiseram responder, e a maioria dos respondentes se colocaram na faixa até 10%.

Receita	Frequência	%
0%	64	20,3
1% a 10%	28	8,9
11% a 25%	23	7,3
26% a 40%	13	4,1
41% a 50%	10	3,2
Acima de 51%	5	1,6
Não sabe ou não responderam	172	54,6
TOTAL	315	100

Quadro 33 – Receita em moeda estrangeira

Fonte: elaborado pelo autor

Os gastos em moeda estrangeira estão demonstrados no quadro 34. Como é possível verificar, a grande maioria dos respondentes não sabe ou não quiseram responder.

Gastos	Frequência	%
0%	63	20,0
1% a 10%	36	11,4
11% a 20%	12	3,8
21% a 50%	15	4,8
51% a 70%	6	1,9
Não sabe ou não responderam	183	56,8
TOTAL	315	100

Quadro 34: Gastos em moeda estrangeira

Fonte: elaborado pelo autor

Foi questionado aos entrevistados se eles exerciam algum cargo em outra empresa, um total de 110 respondeu *sim*, o que significa que 34,9% dos respondentes exercem outra atividade em outra empresa. Conforme o quadro 35, a principal atividade exercida é a de conselheiro.

Outra atividade	Frequência	%
Executivo	24	21,82
Conselheiro	73	66,36
Outro	13	11,82
Total	110	100

Quadro 35: Entrevistado com funções em mais de uma empresa

Fonte: Elaborado pelo autor

Das empresas listadas, em 37,18% delas ao menos uma pessoa foi entrevistada. No quadro 36 há um resumo da população e do percentual de respostas obtido, onde se pode observar a representatividade da amostra.

Caracterização	População	Amostra final	%
Empresas	616	229	37,18
Conselheiros Administrativos	820	125	15,24
Executivos	1840	141	7,66
Conselheiros Fiscais	417	49	11,75

Quadro 36: Quadro resumo da população e da amostra

Fonte: Elaborado pelo autor.

10 ANÁLISE INCONDICIONAL DOS RESULTADOS

A primeira análise foi realizada de forma incondicional às características das empresas, analisando as respostas das questões de acordo com as hipóteses de pesquisa.

10.1 IDENTIFICAÇÃO DOS RISCOS

A primeira questão tem como objetivo introduzir o assunto aos entrevistados e verificar qual é o risco mais importante. Conforme as respostas dispostas na tabela 2, o risco da taxa de juros é o mais importante tanto para os conselheiros administrativos como para os executivos. Em segundo lugar, vem o risco da taxa de câmbio para os dois grupos. Não há diferença de percepção para os riscos entre os dois grupos. O gráfico 1 ilustra o total das avaliações dos conselheiros administrativos e dos executivos. De acordo com o que pode ser observado, o risco de taxa de juros (item q1_1) foi o que obteve o maior número de avaliações nos itens 5 e 4 da escala (sendo 5 considerado muito importante), enquanto o risco de taxa de câmbio (q1_3) obteve o maior número de avaliações com escore 5 e 4 na escala.

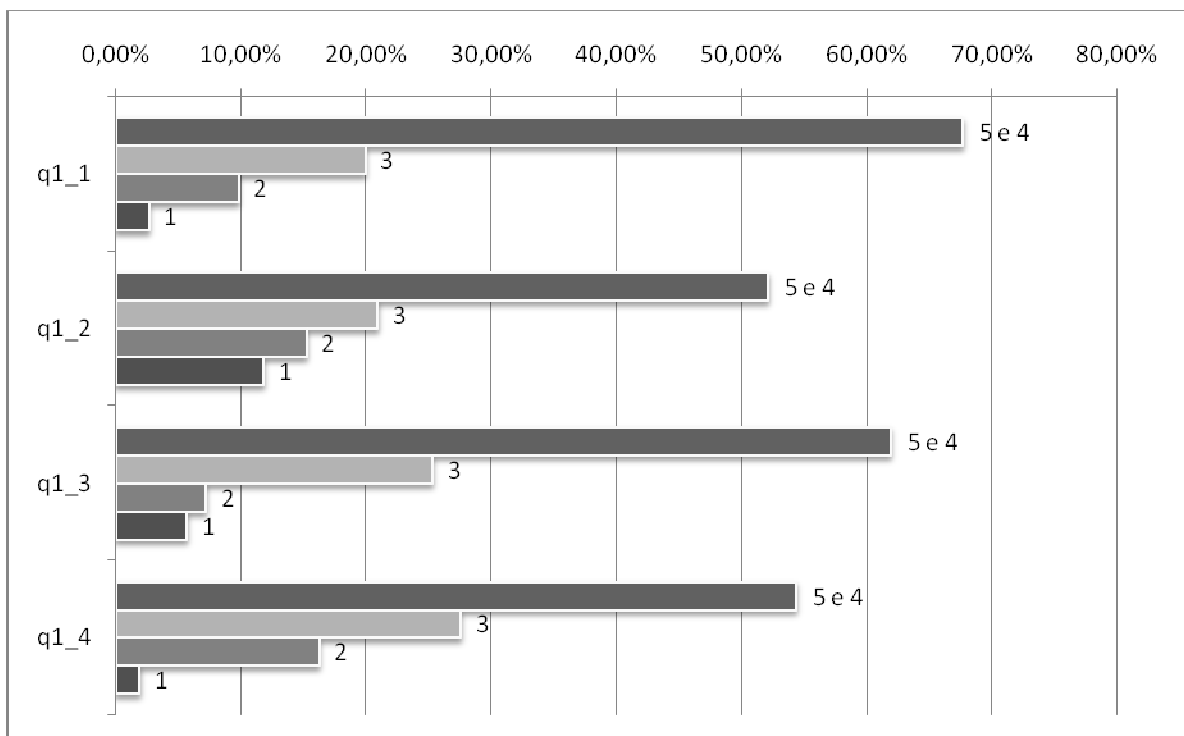


Gráfico 1: Questão 1 percentual das avaliações em cada item

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 2: Identificação dos riscos

Fonte: Elaborada pelo autor.

QUESTÃO	GERAL		Conselho Administrativo		Executivos		Diferenças	
	Número de respostas	Média	Número de respostas	Média	Número de respostas	Média	Teste F	Significância
1. Em sua opinião, qual é o grau de importância dos tipos de riscos, relacionados a seguir, na saúde financeira da sua empresa, sendo que 1 representa “pouco importante”, e 5, “muito importante”?								
▪ Risco de Taxa de Juros	266	3,88	125	3,85	141	3,91	0,252	0,616
▪ Risco de <i>Commodities</i> /Preços de Matérias Primas	263	3,39	122	3,29	141	3,48	1,321	0,251
▪ Risco de Taxa de Câmbio	265	3,75	124	3,70	141	3,79	0,37	0,543
▪ Risco de Inflação	265	3,58	124	3,52	141	3,64	0,848	0,358

Tabela 3: Participação dos conselheiros

Fonte: Elaborada pelo autor

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente”, e 5, “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica, DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.	GERAL		Conselho Administrativo		Executivos		Diferenças	
	Número de respostas	Média	Número de respostas	Média	Número de respostas	Média	Teste F	Significância
2. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece monitoram e avaliam a gestão de riscos.	265	3,78	124	3,84	141	3,73	0,63	0,428
3. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece identificam os custos e benefícios relacionados com a gestão de riscos.	265	3,60	125	3,64	140	3,56	0,42	0,518
4. Os conselhos das empresas que o senhor conhece estabelecem as políticas de riscos para essas empresas.	264	3,50	125	3,54	139	3,47	0,299	0,585
5. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece estabelecem os objetivos das políticas de riscos em conjunto com os executivos.	262	3,66	123	3,62	139	3,71	0,516	0,473

10.2 HIPÓTESE 1: A PARTICIPAÇÃO DO CONSELHO É CONSIDERADA MAIS IMPORTANTE PELOS CONSELHEIROS DO QUE PELOS EXECUTIVOS.

As quatro questões, elaboradas para verificar essa hipótese, não revelaram diferenças significativas. Conforme a tabela 3, a questão 2 obteve uma diferença de 0,11 no escore médio, porém o teste F não revelou significância. O mesmo ocorreu nas demais questões. Assim, com base nas respostas das quatro questões a hipótese 1 não pode ser confirmada. O gráfico 2 mostra a avaliação total dos conselheiros administrativos e executivos nas questões 2 a 5. Como pode ser observado, em todas elas as respostas se concentraram nos escores 4 e 5, sendo 5 “muito importante”.

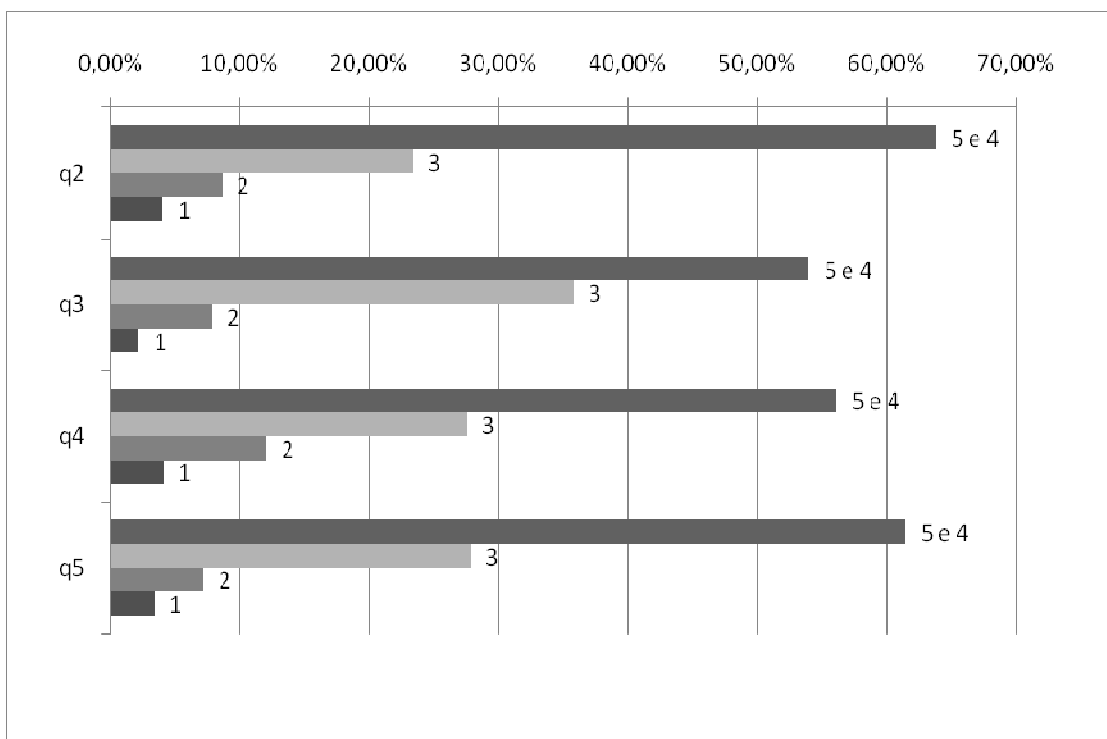


Gráfico 2: Percentual das avaliações nas questões 2 a 5

Fonte: Elaborado pelo autor.

10.3 HIPÓTESE 2: OS EXECUTIVOS CONSIDERAM A SUA ATUAÇÃO MAIS IMPORTANTE QUE A DOS CONSELHEIROS.

Conforme pode ser observado no gráfico 3, as avaliações 5 e 4 têm a maior frequência entre os respondentes. Comparadas às demais questões desse grupo, as questões 7 e 12 são as que tiveram menor frequência de avaliações 5 e 4, mesmo assim, essa diferença de avaliação não se revelou significativa entre os conselheiros administrativos e os executivos. Das dez questões elaboradas para verificar essa

hipótese, duas revelam diferenças entre as opiniões dos executivos e dos conselheiros, conforme está colocado na tabela 4. A questão 6 revela que os conselheiros avaliam as atividades dos executivos com um escore inferior à avaliação dos próprios executivos. Enquanto esses afirmam que os riscos são quantificados e informados ao conselho, com escore médio de 3,96, os conselheiros consideram que existe deficiência nesse aspecto, com escore médio de 3,72. O teste F revelou que a variância é significativa no nível 0,05.

O conflito pode ser confirmado na questão 8: enquanto os executivos consideram que eles sabem identificar os riscos das empresas, com escore médio de 3,94, os conselheiros administrativos avaliam esse aspecto com escore médio de 3,72 e acreditam que isso não ocorre.

Essas duas questões revelam divergências quanto à atividade dos executivos na quantificação e identificação dos riscos e sua comunicação com os conselheiros.

Com base nas respostas dessas questões, há algumas evidências que podem confirmar parcialmente a hipótese 2.

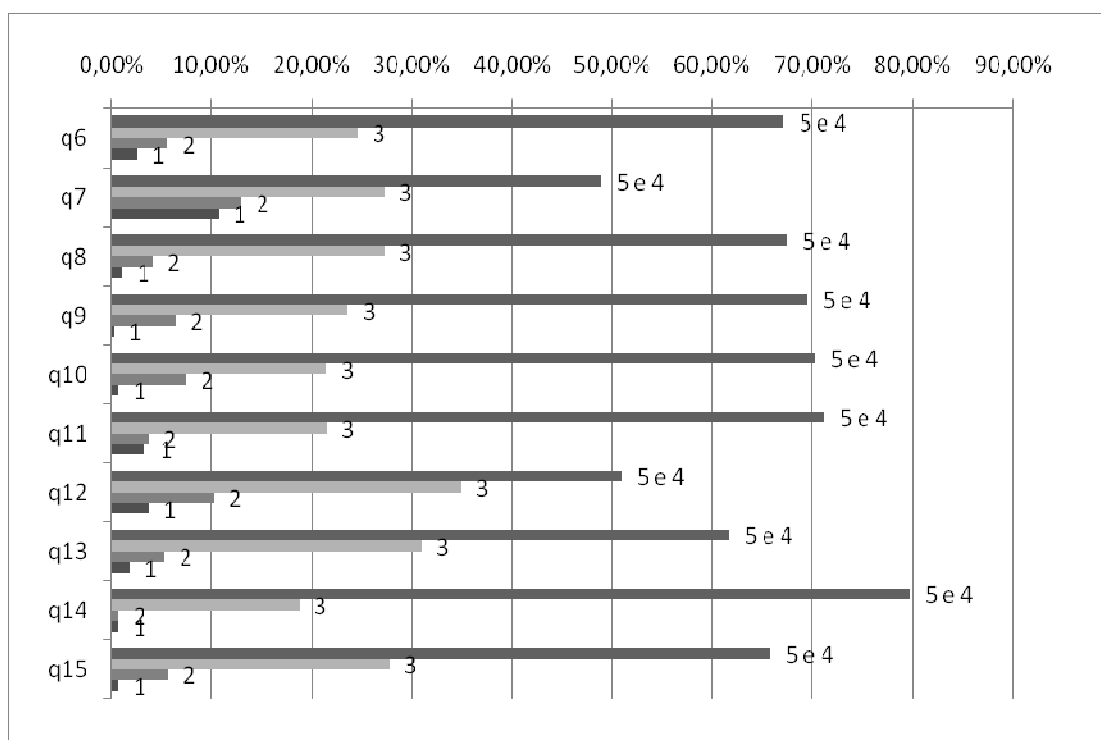


Gráfico 3: Percentual das avaliações nas questões 6 a 15

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 4 – Participação dos executivos

Fonte: Elaborada pelo autor

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente”, e 5, “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica, DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.	GERAL		Conselho Administrativo		Executivos		Diferenças	
	Número de respostas	Média	Número de respostas	Média	Número de respostas	Média	Teste F	Significância
6. Os executivos das empresas que o senhor conhece quantificam os riscos e informam ao conselho de administração para que sejam debatidos.	264	3,85	125	3,72	139	3,96	4,074	0,045
7. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece preferem que a gestão de riscos fique a cargo apenas dos executivos.	260	3,30	123	3,27	137	3,33	0,163	0,686
8. Os executivos das empresas que o senhor conhece sabem identificar os riscos que afetam as empresas.	264	3,83	125	3,72	139	3,94	4,169	0,042
9. Os executivos das empresas que o senhor conhece têm conhecimento sobre as formas de administrar os riscos.	262	3,81	123	3,83	139	3,79	0,137	0,712
10. Os executivos das empresas que o senhor conhece fornecem regularmente ao conselho informações sobre a gestão de riscos.	265	3,90	125	3,90	140	3,89	0,01	0,922
11. Os executivos das empresas que o senhor conhece são questionados pelo conselho sobre riscos e sua gestão.	264	3,92	125	3,87	139	3,96	0,485	0,487
12. Os executivos das empresas que o senhor conhece aceitam correr riscos em busca de melhores resultados para a empresa.	263	3,48	125	3,42	138	3,54	0,972	0,325
13. Os executivos de empresas que o senhor conhece tem a sua atuação em relação aos riscos influenciada pelos questionamentos dos conselheiros.	264	3,67	125	3,66	139	3,68	0,013	0,908
14. Nas empresas em que o conselho supervisiona as políticas de riscos, os executivos das empresas que o senhor conhece são mais propensos a seguir as normas de gestão de risco.	266	4,12	125	4,14	141	4,11	0,15	0,699
15. Os executivos das empresas que o senhor conhece assumem mais riscos quando têm mais autonomia do conselho.	263	3,82	124	3,74	139	3,89	1,917	0,167

10.4 HIPÓTESE 3: CONSELHEIROS CONSIDERAM A FORMALIZAÇÃO DE POLÍTICAS DE RISCOS MAIS IMPORTANTE QUE OS EXECUTIVOS.

O gráfico 4 mostra que o maior percentual dos escores dos respondentes ficou entre 3 e 5, mostrando equilíbrio nas respostas, uma vez que a soma das avaliações 4 e 5 ficou proporcional às avaliações com escore 3. De acordo com a tabela 5, as duas questões não resultaram em diferenças de opiniões. Apesar de a formalização ser considerada mais importante pelos conselheiros, com média de 3,51 os executivos atribuíram nota 3,29, e as diferenças não são significativas ao nível de 0,05. Com base nesses resultados, a hipótese 3 não pode ser confirmada.

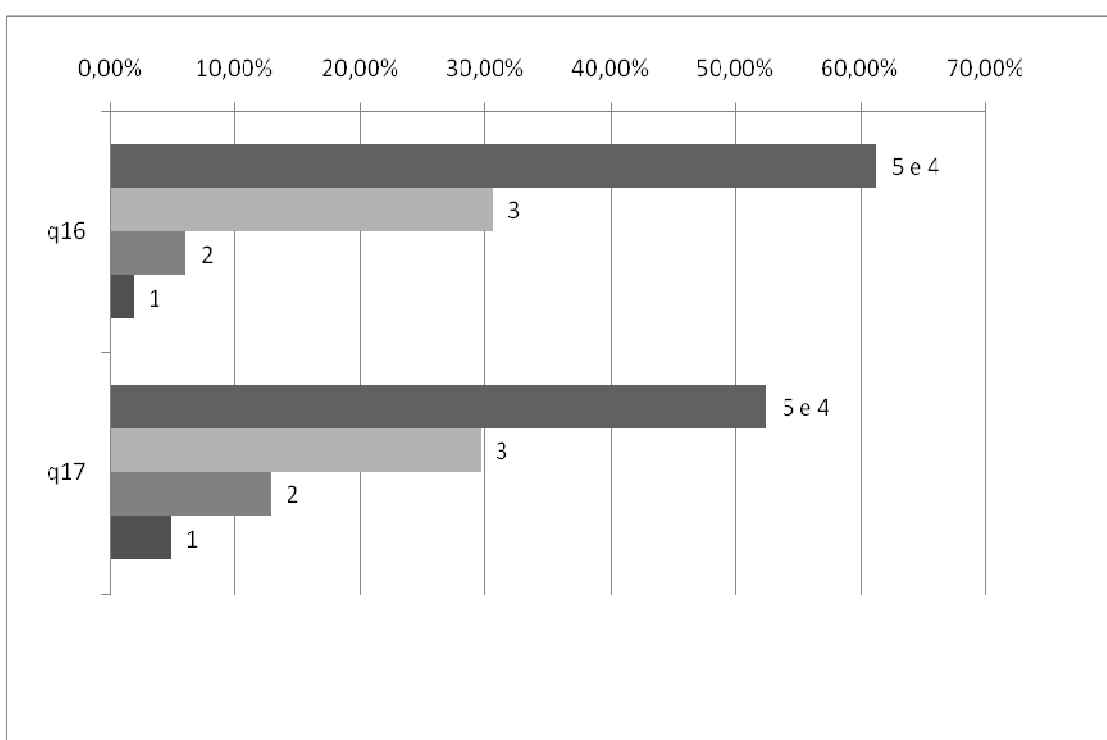


Gráfico 4: Percentual das avaliações nas questões 16 e 17

Fonte: Elaborado pelo autor.

10.5 HIPÓTESE 4: OS BENEFÍCIOS DA GESTÃO DE RISCOS SÃO MAIS IMPORTANTES PARA OS CONSELHEIROS DO QUE PARA OS EXECUTIVOS.

Conforme as respostas das questões constantes na tabela 6, os executivos identificam benefícios tanto para eles próprios como para os acionistas. O teste F revela uma diferença significativa dentro do intervalo de confiança estabelecido.

O gráfico 5 mostra que as questões 23 e 24 têm o maior percentual de respostas no escore máximo, enquanto a questão 21 tem o menor escore. Isso ilustra que alguns benefícios são bem identificados, enquanto outros não são.

Os benefícios da gestão de riscos revelam uma fonte de conflito. Segundo a questão 23, os executivos consideram que isso traz benefícios aos acionistas em grau superior aos conselheiros. A questão 24 revela que eles consideram isso benéfico também para eles numa avaliação superior à dos conselheiros administrativos. Esses benefícios são identificados pelos conselheiros administrativos, porém, num grau inferior à avaliação dos executivos, uma vez que o escore médio da avaliação nas duas questões é sempre menor e com grau de significância de 5%. Por outro lado, não é possível identificar quem é o maior beneficiado. Por isso, a hipótese 4 não pode ser confirmada, uma vez que os executivos identificam mais benefícios que os conselheiros.

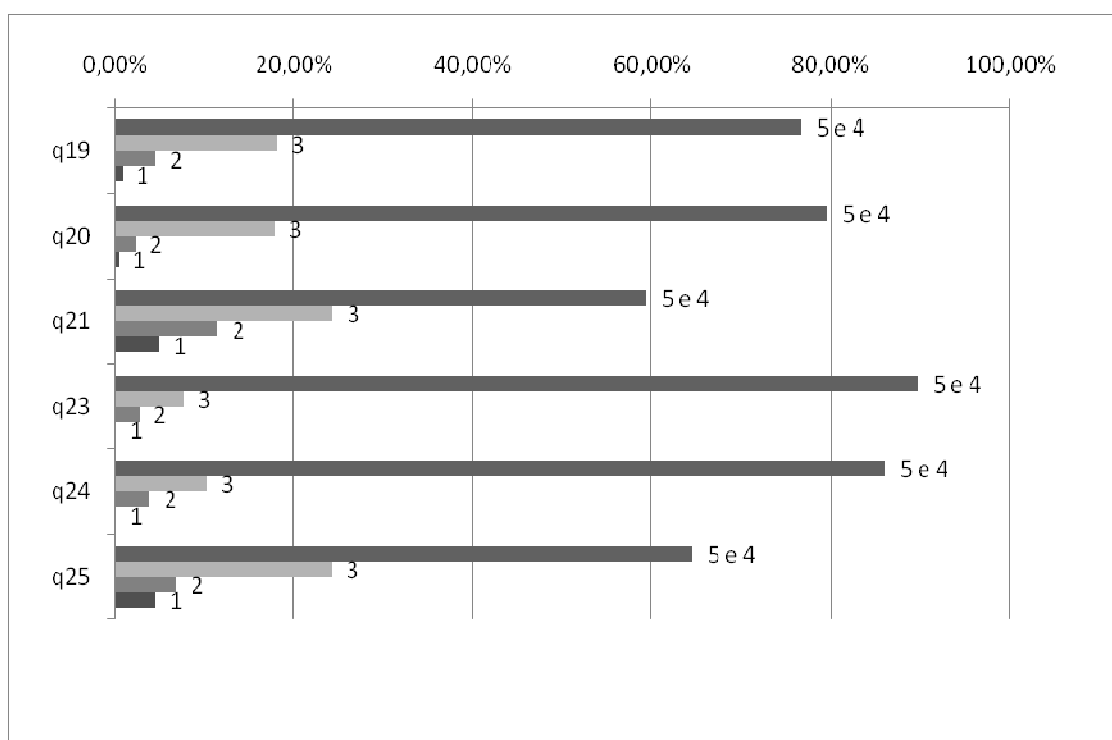


Gráfico 5: Percentual dos escores nas questões 19 a 25

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela 5: Formalização das políticas de riscos

Fonte: Elaborada pelo autor.

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente”, e 5, “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica, DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.	GERAL		Conselho Administrativo		Executivos		Diferenças	
	Número de respostas	Média	Número de respostas	Média	Número de respostas	Média	Teste F	Significância
16. Considerando as empresas que o senhor conhece, as políticas de riscos estão integradas às demais políticas dessas empresas.	261	3,69	122	3,65	139	3,73	0,599	0,44
17. A formalização das políticas de riscos nas empresas que o senhor conhece é decorrente da atuação dos conselheiros.	263	3,40	124	3,51	139	3,29	3,012	0,084

Tabela 6: Benefícios da Gestão de Riscos

Fonte: Elaborada pelo autor.

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5 “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.	GERAL		Conselho Administrativo		Executivos		Diferenças	
	Número de respostas	Média	Número de respostas	Média	Número de respostas	Média	Teste F	Significância
19 A gestão de riscos reduz o custo financeiro da empresa.	265	4,08	124	4,05	141	4,11	0,347	0,556
20 A gestão de riscos aumenta a previsibilidade do fluxo de caixa projetado.	264	4,11	123	4,03	141	4,17	1,968	0,162
21 A gestão de riscos ajuda a reduzir a carga tributária.	263	3,57	123	3,50	140	3,63	0,885	0,348
23. A gestão de riscos traz benefícios para os acionistas.	263	4,55	123	4,45	140	4,64	4,195	0,042
24. A gestão de riscos traz benefícios para os executivos.	265	4,40	125	4,26	140	4,51	6,279	0,013
25. A gestão de riscos traz mais benefícios para os acionistas do que para os executivos.	264	3,74	124	3,73	140	3,74	0,005	0,946

10.6 HIPÓTESE 5: O PROBLEMA DO SUBINVESTIMENTO É MAIS IMPORTANTE PARA OS CONSELHEIROS DO QUE PARA OS EXECUTIVOS

Pelas respostas das questões 18 e 22 constantes na tabela 7 o problema de subinvestimento não é identificado nem pelos conselheiros administrativos nem pelos executivos. O gráfico 6 ilustra a convergência de opiniões entre os entrevistados, com um grande percentual de respostas nos escores 4 e 5, provavelmente porque é difícil de verificar que os recursos não são totalmente investidos ou que novos projetos deixam de ser implementados para não elevar o endividamento. A hipótese 5 não pode ser confirmada, pois não apresenta diferenças significativas de opinião entre os dois grupos.

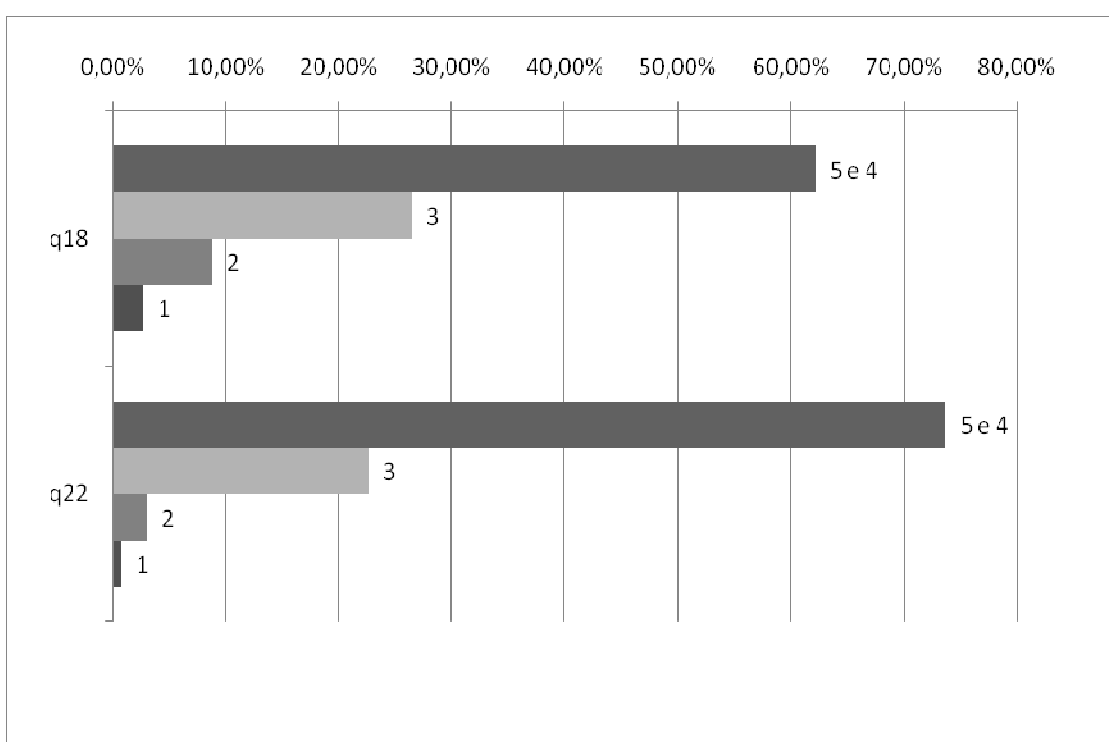


Gráfico 6: Percentual de escores nas questões 18 e 22

Fonte: Elaborado pelo autor.

10.7 - HIPÓTESE 6: A RELAÇÃO RISCO E RETORNO É MAIS IMPORTANTE PARA OS CONSELHEIROS DO QUE PARA OS EXECUTIVOS.

O gráfico 7 mostra o percentual dos escores de cada uma das questões. Como pode ser observado, somando os escores máximos, em quatro questões (26, 27, 29 e 32), o maior índice de respostas está nos escores 5 e 4, mostrando resposta em torno da média. Conforme a tabela 8, nenhuma das questões utilizadas para verificar essa hipótese

Tabela 7: O problema do subinvestimento

Fonte: Elaborada pelo autor

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5 “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.	GERAL		Conselho Administrativo		Executivos		Diferenças	
	Número de respostas	Média	Número de respostas	Média	Número de respostas	Média	Teste F	Significância
18 Nas empresas que o senhor conhece, os recursos gerados internamente são a principal fonte para novos investimentos.	261	3,63	123	3,64	138	3,62	0,052	0,82
22 A gestão de riscos permite à empresa ampliar sua capacidade de endividamento.	265	3,95	125	3,91	140	3,99	0,634	0,427

Tabela 8: Avaliação risco e retorno

Fonte: Elaborada pelo autor

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5 “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.	GERAL		Conselho Administrativo		Executivos		Diferenças	
	Número de respostas	Média	Número de respostas	Média	Número de respostas	Média	Teste F	Significância
26. Todos os riscos das empresas deveriam ser reduzidos independente dos custos da gestão de riscos.	264	3,32	123	3,41	141	3,23	1,77	0,185
27. Havendo ganhos potenciais, a empresa deve correr riscos.	260	3,16	122	3,19	138	3,14	0,148	0,7
28. Os riscos devem ser administrados apenas quando os benefícios forem superiores aos custos.	263	3,47	125	3,42	138	3,52	0,579	0,448
29. A proteção parcial dos riscos é a melhor estratégia para as empresas.	262	3,55	123	3,60	139	3,51	0,573	0,45
30. Administrar o risco da empresa é o mesmo que administrar o risco dos acionistas.	262	3,85	122	3,87	140	3,84	0,043	0,837
31. Havendo “expertise” nas empresas, elas devem tomar mais riscos com a possibilidade de obter ganhos.	259	3,58	125	3,58	134	3,58	0,003	0,957
32. A gestão de riscos pode ser um substituto para garantias reais.	260	3,26	124	3,19	136	3,32	0,854	0,356

resultou em diferenças de opiniões significativas. Não se pode afirmar que exista divergência de opiniões entre executivos e conselheiros administrativos com relação aos custos e ao retorno das políticas de gestão de riscos. Com base nesses dados, a hipótese 6 não pode ser confirmada.

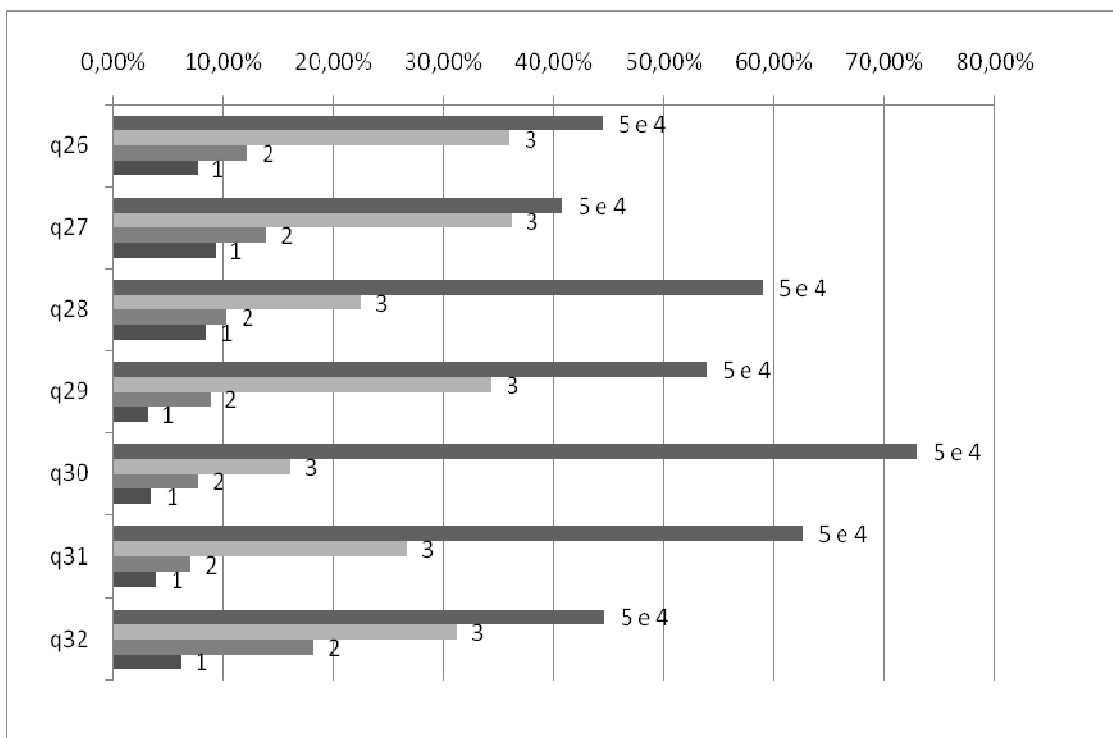


Gráfico 7: Percentual dos escores nas questões 26 a 32

Fonte: Elaborado pelo autor.

10.8 HIPÓTESE 7: OS EXECUTIVOS SÃO MAIS AVESSOS AO RISCO DO QUE OS CONSELHEIROS

As quatro questões que constam na tabela 9 foram utilizadas para verificar a aversão a riscos. Cada uma delas aborda um aspecto de como isso pode se manifestar. A questão 36 mostrou diferenças significativas entre a opinião dos executivos e a dos conselheiros, mostrando claramente que os executivos concordam em manter recursos disponíveis numa escala maior que os conselheiros administrativos; essa é uma característica da aversão ao risco. Os conselheiros avaliaram essa possibilidade com 3,93 os executivos deram nota 4,24, e o teste F de variância confirmou a diferença de média com significância de 0,003.

O gráfico 8 mostra os escores em cada um das questões. Desse bloco de questões as de números 34 e 36 foram as que resultaram em maior percentual de escores 4 e 5, porém como pode ser confirmado na tabela 9, na questão 34, a média dos escores é praticamente igual nos dois grupos, enquanto que questão 36, ela resulta em grande e significativa diferença.

Com base nessas respostas pode-se confirmar parcialmente a hipótese 7.

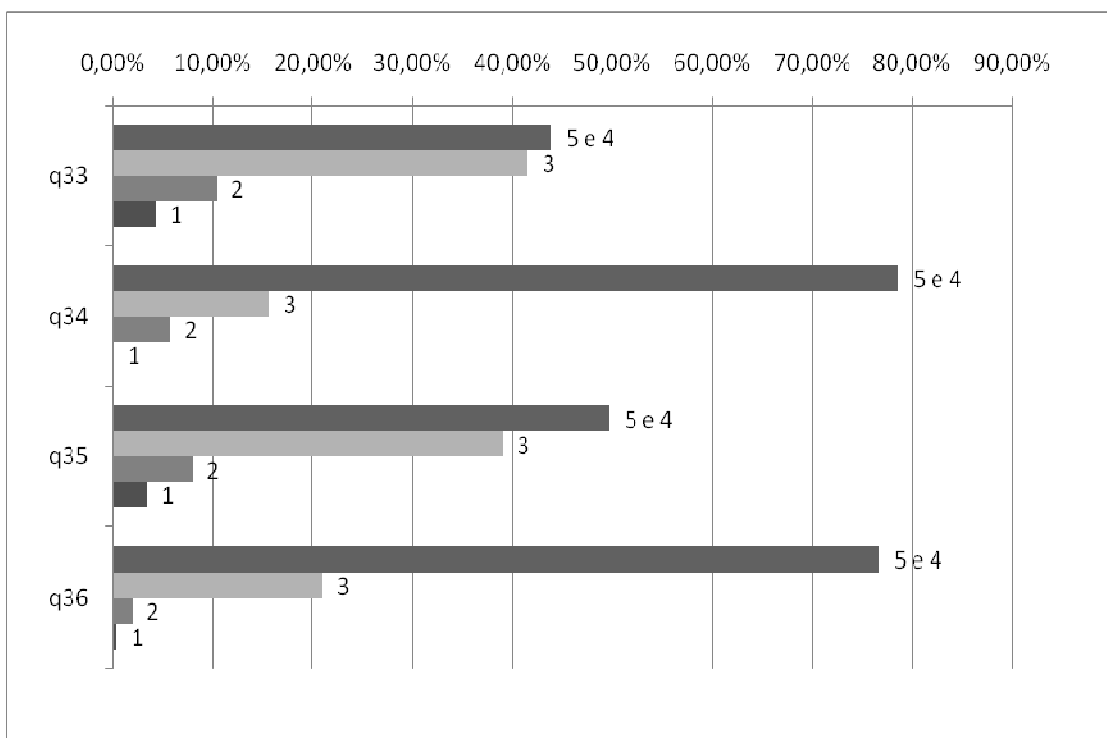


Gráfico 8: Percentual dos escores das questões 33 a 36

Fonte: elaborado pelo autor.

Essa questão também foi abordada em duas questões quantitativas (38 e 39) que tratam de lucros e prejuízos. Como é possível constatar na tabela 10, diante da possibilidade de prejuízo de 8%, 30,95% dos executivos entrevistados investiriam de 1% a 3% para evitar a perda, enquanto na questão 39, no caso de redução do lucro em 8% (queda de 10% para 2%), 29,6% dos executivos fariam um investimento maior, ou seja de 3% a 5%. Situação inversa ao dos conselheiros, 29,30% deles, na questão 38, investiriam um valor de 8% ou mais para evitar o prejuízo do que o valor para manter o lucro (1% a 3%) conforme destacado na tabela 10.

Tabela 9: Aversão ao risco

Fonte: Elaborado pelo autor

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente”, e 5, “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica, DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.	GERAL		Conselho Administrativo		Executivos		Diferenças	
	Número de respostas	Média	Número de respostas	Média	Número de respostas	Média	Teste F	Significância
33. Os recursos gerados pela empresa devem reduzir o endividamento ao invés de serem aplicados em novos empreendimentos.	260	3,32	122	3,41	138	3,24	2,29	0,131
34. As informações fornecidas ao conselho devem ser suficientes para analisar o desempenho da empresa.	262	4,06	123	4,07	139	4,06	0,022	0,882
35. Os executivos devem ser incentivados a assumir riscos.	264	3,50	123	3,57	141	3,44	1,206	0,273
36. As empresas devem manter recursos disponíveis para evitar dificuldades financeiras.	262	4,10	122	3,93	140	4,24	9,12	0,003

Tabela 10: Questões quantitativas sobre aversão ao risco

Fonte: Elaborado pelo autor.

38 - Uma empresa tem possibilidade de obter um prejuízo de 8% sobre uma determinada transação. Quanto do valor da transação o senhor investiria para evitar essa perda?	GERAL		Conselho Administrativo		Executivos	
	Número de respostas	%	Número de respostas	%	Número de respostas	%
0%	18	7,63	9	8,18	9	3,20
1% a 3%	68	28,81	29	26,36	39	30,95
3% a 5%	53	22,46	26	23,64	27	21,43
5% a 7%	28	11,86	13	11,82	15	11,90
8% ou mais	69	29,24	33	30,00	36	28,57
TOTAL	236	100%	110	100%	126	100
39 - Uma empresa realizou uma transação com um lucro de 10%. Havendo mudança na cotação da moeda, esse lucro pode cair para 2%. Quanto do valor da operação o senhor investiria para garantir o lucro original?	GERAL		Conselho Administrativo		Executivos	
	Número de respostas	%	Número de respostas	%	Número de respostas	%
0%	16	6,10	10	9,01	6	4,80
1% a 3%	60	25,40	29	26,13	31	24,80
3% a 5%	61	24,60	24	21,62	37	29,60
5% a 7%	48	20,00	24	21,62	24	19,20
8% ou mais	51	23,90	24	21,62	27	21,60
TOTAL	236	100	111	100	125	100

Na avaliação de Kahneman e Twersky (1979), a perda representa um impacto maior que a satisfação, se associada a ganho de mesmo valor. Essas questões podem mostrar que o prejuízo é mais importante para o conselheiro do que para o executivo.

No gráfico 9 estão os escores acumulados de todos os respondentes, onde se pode averiguar que, nos resultados acumulados, a maioria dos entrevistados investiria um valor próximo ao da perda. É visível que a questão 38, abordando o prejuízo, tem maiores oscilações nas respostas se comparadas à questão 39, cuja abordagem é sobre a redução de lucro.

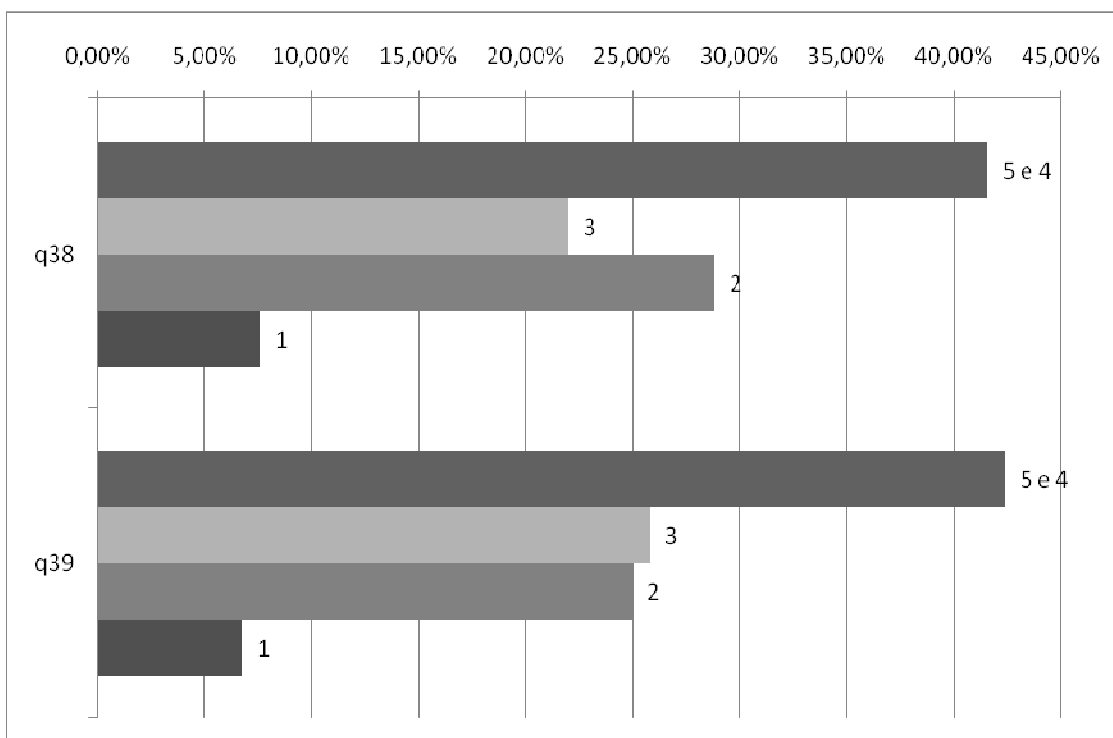


Gráfico 9: Percentual dos escores, questões 38 e 39

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com base na análise incondicional das características das empresas, apenas duas hipóteses foram confirmadas parcialmente. O quadro 37 resume as hipóteses e os devidos resultados.

HIPÓTESES	RESULTADO
1- A participação do conselho é considerada mais importante pelos conselheiros do que pelos executivos.	Não confirmada
2 - Os executivos consideram a sua atuação mais importante que a dos conselheiros.	Confirmada Parcialmente
3-Os conselheiros consideram a formalização de políticas de riscos mais importante que os executivos.	Não confirmada
4 - Os benefícios da gestão de riscos são mais importantes para os conselheiros do que para os executivos.	Não confirmada
5 - O problema do subinvestimento é mais importante para os conselheiros do que para os executivos.	Não confirmada
6 - A relação risco/retorno é mais importante para os conselheiros do que para os executivos.	Não confirmada
7 - Os executivos são mais avessos a riscos do que os conselheiros.	Confirmada parcialmente

Quadro 37 – Resumo dos resultados

Fonte: elaborado pelo autor

11 ANÁLISE DAS OPINIÕES CONDICIONADA A OUTRAS VARIÁVEIS

Para o fim de verificar se existem diferenças de opinião entre os respondentes, foram feitas análises condicionadas a outros fatores, tais como: composição do capital, o nível de governança das empresas, o tamanho das empresas medido pela receita líquida, as empresas que pertencem ou não ao índice Ibovespa, os respondentes que são indicados pelo controlador e se as opiniões podem ser diferentes quando o respondente exerce mais de um cargo, como, por exemplo, conselheiro e executivo.

11.1 ANÁLISE CONDICIONADA AO CAPITAL DE CONTROLE

Foi realizada uma análise para verificar se as diferenças de opinião dos respondentes poderiam estar relacionadas à composição do capital da empresa. Conforme Hair et al. (2005) isso pode ser verificado através do teste *Post Hoc*, que é um teste que mede a diferença entre todas as combinações de grupos e que deve ser usado com níveis de confiança muito restritos. Esse teste foi utilizado para verificar se existe alguma interação entre os diversos fatores. Foi considerado o capital de controle como variável dependente, e as respostas dos conselheiros, como variável independente.

11.1.1 Conselheiros administrativos

De acordo com a tabela 11 os conselheiros administrativos identificam como principal risco a taxa de juros, com escore médio de 3,85, porém aqueles pertencentes a empresas de capital estrangeiro identificam como principal o risco de taxa de câmbio, com escore de 4,29. O teste F não mostrou diferença significativa entre os vários grupos.

O teste F da análise de variância mostra uma diferença significativa nas questões 24 e 25, e os dados estão colocados na tabela 12, para melhorar a visualização, estão ressaltadas com negrito as questões com variância significativa. O teste *Post Hoc* indica onde há divergência de opiniões entre os grupos. O teste utilizado foi a Abordagem da Mínima Diferença Significante (LSD) de Tukey. Conforme consta na tabela 12, a questão 25 revela que os conselheiros das empresas familiares têm opinião divergente em relação a dos conselheiros das empresas privadas. Os primeiros não reconhecem que a gestão de riscos traz benefícios aos executivos, enquanto os segundos reconhecem

isso. Com isso pode-se afirmar que os conselheiros das empresas privadas concordam que as políticas de gestão de riscos trazem benefícios aos executivos enquanto os conselheiros das empresas familiares não concordam que haja esse benefício.

A questão 26 questiona quem é o mais beneficiado com a gestão de riscos: se os executivos ou os conselheiros. Os testes mostram divergência significativa de opiniões entre os conselheiros das empresas familiares com aqueles das empresas estrangeiras. Nas empresas familiares, os conselheiros não reconhecem que a gestão de riscos pode trazer mais benefícios aos acionistas do que aos executivos, enquanto nas empresas estrangeiras os conselheiros reconhecem esse benefício.

Os testes de diferença entre os grupos estão resumidos no quadro 38 e mostram divergências de opinião entre as empresas de controle familiar em relação às de capital privado.

Questão	Diferenças entre grupos	Significância
24 - A gestão de riscos traz benefícios para os executivos.	Familiar x privado	0,002
25 - A gestão de riscos traz mais benefícios para os acionistas do que para os executivos.	Familiar x privado	0,055
	Familiar x estrangeiro	0,02

Quadro 38 – Diferenças entre Conselheiros administrativos conforme o capital

Fonte: Elaborado pelo autor

Os resultados mostram que os conselheiros das empresas privadas reconhecem que a gestão de riscos traz benefícios para os executivos, e que sua opinião diverge dos conselheiros das empresas familiares.

A questão 25 é sobre quem é o maior beneficiado: se os acionistas ou os executivos. Conforme as respostas, os conselheiros das empresas estrangeiras reconhecem que o benefício é maior para os acionistas, diferentemente da opinião dos conselheiros das empresas privadas e familiares.

Tabela 11: Identificação dos riscos pelos conselheiros administrativos de acordo com o capital

Fonte: elaborado pelo autor

QUESTÃO	GERAL		Familiar		Privado		Estrangeiro		Estatal		Diferenças	
	N	Média	N	Média	N	Média	N	Média	N	Média	Teste F	Significância
1. Em sua opinião, qual é o grau de importância dos tipos de riscos, relacionados a seguir, na saúde financeira da sua empresa, sendo que 1 representa “pouco importante” e 5 “muito importante”?												
▪ Risco de Taxa de Juros	125	3,85	43	3,79	68	3,88	7	3,29	7	4,43	1,331	,268
▪ Risco de <i>Commodities</i> /Preços de Matérias Primas	122	3,29	42	3,05	66	3,39	7	3,29	7	3,71	,907	,440
▪ Risco de Taxa de Câmbio	124	3,70	43	3,67	67	3,66	7	4,29	7	3,71	,886	,451
▪ Risco de Inflação	124	3,52	43	3,53	68	3,49	7	3,29	6	4,00	,558	,644

Tabela 12: Opinião dos conselheiros administrativos conforme o capital de controle

Fonte: Elaborado pelo autor

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5 “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.	Conselheiros Administrativos											
	Geral		FAMILIAR		PRIVADO		Estrangeiro		Estatal		Diferenças	
	N	Média	N	Média	N	Média	N	Média	N	Média	F	Signif.
2. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece monitoram e avaliam a gestão de riscos.	124	3,84	43	3,7	67	3,94	7	3,71	7	3,86	0,506	0,679
3. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece identificam os custos e benefícios relacionados com a gestão de riscos.	125	3,64	43	3,47	68	3,74	7	3,57	7	3,86	0,823	0,484
4. Os conselhos das empresas que o senhor conhece estabelecem as políticas de riscos para essas empresas.	125	3,54	43	3,47	68	3,59	7	3,43	7	3,57	0,182	0,908
5. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece estabelecem os objetivos das políticas de riscos em conjunto com os executivos.	123	3,62	43	3,74	66	3,59	7	3,29	7	3,43	0,732	0,535
6. Os executivos das empresas que o senhor conhece quantificam os riscos e informam ao conselho de administração para que sejam debatidos.	125	3,72	43	3,72	68	3,76	7	3,29	7	3,71	0,545	0,652

Tabela 12 – continuação

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5 “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.	Conselheiros Administrativos											
	Geral		FAMILIAR		PRIVADO		Estrangeiro		Estatal		Diferenças	
	N	Média	N	Média	N	Média	N	Média	N	Média	F	Signif.
7. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece preferem que a gestão de riscos fique a cargo apenas dos executivos.	123	3,27	43	3,28	66	3,26	7	3,57	7	3	0,26	0,854
8. Os executivos das empresas que o senhor conhece sabem identificar os riscos que afetam as empresas.	125	3,72	43	3,77	68	3,71	7	3,14	7	4,14	1,742	0,162
9. Os executivos das empresas que o senhor conhece têm conhecimento sobre as formas de administrar os riscos.	123	3,83	43	3,98	66	3,73	7	4	7	3,71	1,035	0,38
10. Os executivos das empresas que o senhor conhece fornecem regularmente ao conselho informações sobre a gestão de riscos.	125	3,9	43	3,86	68	3,91	7	4,14	7	3,86	0,205	0,893
11. Os executivos das empresas que o senhor conhece são questionados pelo conselho sobre riscos e sua gestão.	125	3,87	43	3,93	68	3,84	7	4,14	7	3,57	0,436	0,727
12. Os executivos das empresas que o senhor conhece aceitam correr riscos em busca de melhores resultados para a empresa.	125	3,42	43	3,37	68	3,37	7	3,57	7	4	1,111	0,347
13. Os executivos de empresas que o senhor conhece têm a sua atuação em relação aos riscos influenciada pelos questionamentos dos conselheiros.	125	3,66	43	3,47	68	3,72	7	4,14	7	3,86	1,859	0,14
14. Nas empresas em que o conselho supervisiona as políticas de riscos, os executivos das empresas que o senhor conhece são mais propensos a seguir as normas de gestão de risco.	125	4,14	43	4,12	68	4,18	7	4,14	7	4	0,15	0,929
15. Os executivos das empresas que o senhor conhece assumem mais riscos quando têm mais autonomia do conselho.	124	3,74	43	3,65	67	3,75	7	4	7	4	0,534	0,66
16. Considerando as empresas que o senhor conhece, as políticas de riscos estão integradas às demais políticas dessas empresas.	122	3,65	42	3,57	67	3,6	7	4,29	6	4	1,718	0,167
17. A formalização das políticas de riscos nas empresas que o senhor conhece é decorrente da atuação dos conselheiros.	124	3,51	43	3,44	68	3,54	7	3,14	6	4	1,129	0,34
18. Nas empresas que o senhor conhece, os recursos gerados internamente são a principal fonte para novos investimentos.	123	3,64	43	3,74	67	3,6	7	3,71	6	3,33	0,556	0,645
19. A gestão de riscos reduz o custo financeiro da empresa.	124	4,05	43	4,05	67	4,07	7	3,71	7	4,14	0,42	0,739
20. A gestão de riscos aumenta a previsibilidade do fluxo de caixa projetado.	123	4,03	42	4,12	68	3,94	7	4,14	6	4,33	0,727	0,538

Tabela 12 – continuação

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5 “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.	Conselheiros Administrativos											
	Geral		FAMILIAR		PRIVADO		Estrangeiro		Estatal		Diferenças	
	N	Média	N	Média	N	Média	N	Média	N	Média	F	Signif.
21. A gestão de riscos ajuda a reduzir a carga tributária.	123	3,5	43	3,42	66	3,67	7	2,86	7	3,14	1,552	0,205
22. A gestão de riscos permite à empresa ampliar sua capacidade de endividamento.	125	3,91	43	3,79	68	3,97	7	3,86	7	4,14	0,573	0,634
23. A gestão de riscos traz benefícios para os acionistas.	123	4,45	43	4,21	66	4,59	7	4,43	7	4,57	2,026	0,114
24. A gestão de riscos traz benefícios para os executivos.	125	4,26	43	3,98	68	4,47	7	4,00	7	4,29	3,442	0,019
25. A gestão de riscos traz mais benefícios para os acionistas do que para os executivos.	124	3,73	42	3,43	68	3,82	7	4,43	7	4	2,567	0,058
26. Todos os riscos das empresas deveriam ser reduzidos independente dos custos da gestão de riscos.	123	3,41	42	3,38	67	3,42	7	3,29	7	3,71	0,24	0,868
27. Havendo ganhos potenciais, a empresa deve correr riscos.	122	3,19	41	3,1	67	3,19	7	3,29	7	3,57	0,465	0,707
28. Os riscos devem ser administrados apenas quando os benefícios forem superiores aos custos.	125	3,42	43	3,3	68	3,4	7	3,71	7	4	1,074	0,363
29. A proteção parcial dos riscos é a melhor estratégia para as empresas.	123	3,6	42	3,64	68	3,56	7	3,29	6	4,17	1,257	0,292
30. Administrar o risco da empresa é o mesmo que administrar o risco dos acionistas.	122	3,87	43	3,74	66	3,83	7	4,43	6	4,5	2,086	0,106
31. Havendo “expertise” nas empresas, elas devem tomar mais riscos com a possibilidade de obter ganhos.	125	3,58	43	3,37	68	3,69	7	3,86	7	3,43	1,381	0,252
32. A gestão de riscos pode ser um substituto para garantias reais.	124	3,19	43	3,21	68	3,15	7	2,86	6	4	1,465	0,228
33. Os recursos gerados pela empresa devem reduzir o endividamento ao invés de serem aplicados em novos empreendimentos.	122	3,41	41	3,34	67	3,46	7	3,29	7	3,43	0,216	0,885
34. As informações fornecidas ao conselho devem ser suficientes para analisar o desempenho da empresa.	123	4,07	42	4,05	67	4,06	7	4,43	7	4	0,48	0,697
35. Os executivos devem ser incentivados a assumir riscos.	123	3,57	43	3,51	67	3,67	7	3,29	6	3,17	0,802	0,495
36. As empresas devem manter recursos disponíveis para evitar dificuldades financeiras.	122	3,93	43	4,02	66	3,88	6	4	7	3,86	0,265	0,851

11.1.2 Executivos

Os executivos não mostram divergências de opiniões quando a análise é condicionada ao capital majoritário. Na identificação dos riscos, a média geral indica como principal risco a taxa de juros, sendo o maior dos escores entre todos os grupos. As respostas não revelaram diferenças significativas de opinião. Quanto às questões que envolvem as opiniões, uma única questão, a de número 23 sobre o benefício da gestão de riscos aos acionistas, mostra diferença de média, porém fica fora do intervalo de confiança de 95%. Devido a esses resultados, considera-se desnecessário colocar a tabela com os cálculos da variância. A tabela com a média das opiniões encontra-se no apêndice A.

11.1.3 Resumo das análises

O quadro 39 Resume os resultados das opiniões dos conselheiros administrativos condicionados ao capital majoritário das empresas. Com base nele, é possível concluir que aqueles pertencentes a empresas de capital majoritário familiar tem divergências de opinião em relação aos que pertencem a empresas de capital privado sobre os benefícios da gestão de riscos e quem são os beneficiados. Outro aspecto de divergência é sobre quem se beneficia mais com a gestão de riscos; os conselheiros das empresas estrangeiras concordam em maior grau do que os conselheiros das empresas familiares que os acionistas são mais beneficiados do que os executivos.

CAPITAL MAJORITÁRIO	Benefícios da gestão de riscos para os executivos. (q24)	Beneficia mais os acionistas que os executivos. (q25)
FAMILIAR	NÃO	NÃO
PRIVADO	SIM	SIM
ESTRANGEIRO	Sem diferenças	SIM

Quadro 39: Resumo dos resultados dos conselheiros administrativos conforme o capital

Fonte: Elaborado pelo autor

11.2 NÍVEL DE GOVERNANÇA

Considerando que a Bovespa estabelece níveis diferenciados de governança corporativa às empresas listadas, foi realizada uma análise para verificar as diferenças de opinião entre os diferentes segmentos.

Para tanto, da amostra coletada, foram criados dois grupos de acordo com o nível de governança: o primeiro grupo, denominado “outros”, é composto por empresas que possuem seus ativos negociados no mercado de bolsa tradicional, além do mercado de balcão organizado e mercado de balcão não organizado; o segundo grupo denominado “governança”; é composto por empresas listadas nos segmentos denominados *Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2* de governança corporativa da Bovespa.

11.2.1 Análise geral

A primeira análise foi feita com um grupo composto de conselheiros administrativos e executivos. A análise de variância com teste F indicou que existem diferenças significantes de opinião entre os dois grupos em três questões. Os resultados das opiniões dos entrevistados condicionados ao nível de governança estão colocados na tabela 13.

Com relação à responsabilidade sobre a formulação de políticas de riscos formulada na questão 7, o escore mais baixo do grupo “governança” mostra que esses conselheiros têm uma participação mais ativa nas políticas de riscos. Isso pode ser confirmado pelos resultados da questão 11, que mostra que os executivos e conselheiros administrativos do grupo “governança” têm uma avaliação positiva sobre os questionamentos realizados pelos conselheiros com os executivos.

Os entrevistados do grupo “governança” demonstram estar dispostos a correr mais riscos do que o grupo “outros”, pois os testes mostram diferenças significativas na questão 35 sobre o incentivo aos executivos para assumirem mais riscos.

11.2.2 – Conselheiros Administrativos

A análise de variância das respostas dos conselheiros administrativos conforme o nível de governança das empresas resultou em diferença significativa em apenas uma

questão, a de número 7. Os dados estão colocados na tabela 14, onde se pode observar que, na opinião dos conselheiros das empresas que possuem algum nível de governança, eles optam por ser mais participativos na gestão de riscos que os conselheiros do outro grupo. Esses dados confirmam os resultados obtidos na análise de todos os respondentes, conforme revela a tabela 16, pois que os respondentes do grupo “outros” concordam em maior grau que o grupo “governança” que os conselheiros preferem que a gestão de riscos fique sob a responsabilidade apenas dos executivos.

11.2.3 – Executivos

As respostas dos executivos resultaram em diferenças significativas em apenas duas questões, conforme está colocado na tabela 17. Os executivos do grupo “outros” concordam em maior grau que o grupo “governança” que os conselheiros participam da elaboração dos objetivos das políticas de riscos, de acordo com as respostas da questão 5. Essa opinião dos executivos não é compartilhada com os conselheiros administrativos, pois, na questão 7, esses colocam que preferem que os executivos se encarreguem da gestão de riscos.

A questão 35 mostra divergências entre os dois grupos: os executivos das empresas com nível de “governança” concordam num grau maior que devem ser incentivados a assumirem riscos, diferente do grupo “outros”.

Tabela 13 – Análise condicionada ao nível de governança

Fonte: Elaborado pelo autor

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente”, e 5, “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica, DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.	Conselheiros Adm. E Executivos							
	Geral		Governança		Outros		Diferenças	
	N	Média	N	Média	N	Média	Teste F	Signif.
7 - Os conselheiros das empresas que o senhor conhece preferem que a gestão de riscos fique a cargo apenas dos executivos.	259	3,29	83	3,02	176	3,42	6,346	,012
11- Os executivos das empresas que o senhor conhece são questionados pelo conselho sobre riscos e sua gestão.	263	3,91	85	4,13	178	3,81	6,189	,013
35 - Os executivos devem ser incentivados a assumir riscos.	263	3,50	84	3,67	179	3,42	3,874	0,05

Tabela 14 – Opinião dos conselheiros administrativos, condicionado ao nível de governança

Fonte: Elaborado pelo autor

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5 “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.	Conselheiros Administrativos							
	Geral		Governança		Outros		Diferenças	
	N	Média	N	Média	N	Média	Teste F	Signif.
7 - Os conselheiros das empresas que o senhor conhece preferem que a gestão de riscos fique a cargo apenas dos executivos.	123	3,27	41	2,95	82	3,43	4,351	0,039

Tabela 15 – Opinião dos executivos condicionada ao nível de governança

Fonte: Elaborada pelo autor

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5 “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.	EXECUTIVOS							
	Geral		Governança		Outros		Diferenças	
	N	Média	N	Média	N	Média	Teste F	Signif.
5 - Os conselheiros das empresas que o senhor conhece estabelecem os objetivos das políticas de riscos em conjunto com os executivos.	139	3,71	43	3,44	96	3,82	3,976	,048
35 - Os executivos devem ser incentivados a assumir riscos.	141	3,44	43	3,70	98	3,33	4,992	,027

11.3 ELEITO PELO CONTROLADOR

Outro ponto que foi analisado é se há diferenças nas respostas se o entrevistado ocupa o cargo por indicação do acionista controlador. Os resultados mostram que os respondentes indicados pelo controlador não revelam tantas opiniões divergentes se comparados com aqueles que não foram indicados. Apenas duas questões resultaram em diferenças significativas. Conforme consta na tabela 16, a atuação dos executivos é avaliada de forma positiva pelos respondentes (conselheiros administrativos e executivos) que não são eleitos pelo controlador. Esses concordam em maior grau que os eleitos pelo controlador no sentido de que os executivos identificam os riscos e conhecem as formas de administração.

11.4 PERTENCENTES AO ÍNDICE BOVESPA

Foram comparadas as opiniões dos respondentes das empresas pertencentes ao índice Ibovespa com aquelas que não pertencem ao índice. De acordo com a tabela 17, apenas cinco questões mostraram diferenças significativas de opinião.

Nas empresas que pertencem ao índice Bovespa, a avaliação dos respondentes sobre a atuação dos conselheiros das empresas é superior ao das empresas que não pertencem ao índice. Conforme pode ser observado na tabela 17, nas questões 2 e 7, a avaliação da atuação dos conselheiros é mais elevada nas empresas que pertencem ao índice.

A atuação dos executivos também é avaliada com um escore maior pelas empresas pertencentes ao índice. Como pode ser visto na tabela 17, as questões 12, 13 e 34 se referem à atuação dos executivos e se eles são influenciados pela atuação dos conselheiros. Os resultados mostram diferenças significativas entre os dois grupos de empresas. Com relação à atuação dos executivos, os respondentes das empresas pertencentes ao índice Ibovespa concordam que os questionamentos dos conselheiros influenciam na atuação.

11.5 – EXERCÍCIO MAIS DE UM CARGO

Os entrevistados foram questionados se exerciam outro cargo em outra empresa. O objetivo era verificar se o fato de exercerem duas atividades podia gerar opiniões

diferentes. Do total de entrevistados, 110 exercem outras atividades conforme está resumido no quadro 40. As atividades classificadas como “outra” estão divididas em cargos como: consultor, advogado, auditor, entre outras.

Outra Atividade Cargo na Empresa	Executivo	Conselheiro	Outra	TOTAL
Conselheiro administrativo	7	46	3	56
Conselheiro fiscal	3	18	6	27
Executivo	14	9	4	27
Total	24	73	13	110

Quadro 40: Respondentes com vários cargos

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para essa análise, o interesse recai sobre os conselheiros que exercem o cargo de executivo e vice-versa; portanto, foram desconsiderados os cargos denominados “outros”. Assim, nossa amostra totaliza 97 pessoas. Os dados da primeira coluna do quadro 40 se referem ao cargo pelo qual a pessoa foi entrevistada; a segunda coluna denominada “executivo” e a terceira coluna denominada “conselheiro” se referem ao “outro cargo” mencionado pelo entrevistado. Assim, dos 53 conselheiros administrativos entrevistados, 46 exercem o mesmo cargo em outra empresa, e sete exercem o cargo de executivo. Dos 21 entrevistados como conselheiros fiscais, três exercem também um cargo executivo, e 18 exercem o cargo de conselheiro em outra empresa. Dos executivos, 23 têm um cargo em outra empresa, sendo 14 como executivos e nove como conselheiros.

Após a separação da amostra em dois grupos, foi feita a análise da variância (Anova) para verificar se havia diferença significativa nas respostas dos dois grupos. Nenhuma das questões resultou em diferenças significantes, por esse motivo as tabelas com as médias e os testes de significância não foram colocadas no trabalho.

Tabela 16: Respondentes indicados pelo controlador

Fonte: Elaborado pelo autor

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5 “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.	ELEITO PELO CONTROLADOR							
	Geral		NÃO		SIM		Diferenças	
	N	Média	N	Média	N	Média	Teste F	Signif.
8 - Os executivos das empresas que o senhor conhece sabem identificar os riscos que afetam as empresas.	263	3,83	179	3,91	84	3,65	5,153	0,024
9 - Os executivos das empresas que o senhor conhece têm conhecimento sobre as formas de administrar os riscos.	261	3,81	178	3,88	83	3,66	3,810	0,052

Tabela 17: Respondentes pertencentes ao índice Bovespa

Fonte: Elaborado pelo autor

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5 “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.	PERTENCENTE AO INDICE BOVESPA							
	Geral		NÃO		SIM		Diferenças	
	N	Média	N	Média	N	Média	Teste F	Signif.
2 - Os conselheiros das empresas que o senhor conhece monitoram e avaliam a gestão de riscos.	264	3,78	236	3,73	28	4,18	4,090	,044
7 - Os conselheiros das empresas que o senhor conhece preferem que a gestão de riscos fique a cargo apenas dos executivos.	259	3,29	232	3,24	27	3,78	5,039	,026
12 - Os executivos das empresas que o senhor conhece aceitam correr riscos em busca de melhores resultados para a empresa.	262	3,47	234	3,42	28	3,93	6,846	,009
13 - Os executivos de empresas que o senhor conhece tem a sua atuação em relação aos riscos influenciada pelos questionamentos dos conselheiros.	263	3,67	235	3,63	28	3,96	3,758	,054
34 - As informações fornecidas ao conselho devem ser suficientes para analisar o desempenho da empresa.	261	4,07	233	4,02	28	4,43	5,839	,016

11.6 – TAMANHO DE EMPRESA

Para verificar se existem diferenças de opinião entre os entrevistados foi feita a análise das respostas em função da receita líquida da empresa no ano de 2008. Entre as empresas entrevistadas, a empresa com menor receita é de R\$ 144.000,00 e a com maior receita é de R\$ 161.709.506.000,00. Com base na mediana de R\$ 406.615.000,00 as empresas foram separadas em dois grupos: empresa pequena seriam aquelas que ficaram abaixo da mediana, e empresas grandes, aquelas em que a receita líquida ficou acima.

11.6.1 Conselheiros administrativos e executivos

Analisando as respostas agrupadas dos conselheiros administrativos junto com as dos executivos, em somente duas questões aparecem opiniões divergentes em termos expressivos.

Segundo pode ser observado na tabela 18, nas questões 23 e 24, o grupo das grandes empresas concorda em maior grau com o grupo das pequenas empresas de que a gestão de riscos traz benefícios aos acionistas e aos executivos.

Tabela 18: Conselho administrativo e executivo conforme receita líquida

Fonte: Elaborada pelo autor

	Geral		Grande		Pequena		Diferença	
	N	Média	N	Média	N	Média	F	Signif.
23 - A gestão de riscos traz benefícios para os acionistas.	204	4,58	96	4,70	108	4,47	5,496	0,02
24 - A gestão de riscos traz benefícios para os executivos.	206	4,40	98	4,59	108	4,23	11,64	0,001

11.7 RESUMO DAS ANÁLISES CONDICIONADAS

As divergências de opinião entre os entrevistados surgem em situações específicas o que dificulta afirmar a existência de problemas de agência de forma geral. O quadro 41 ilustra esse aspecto. Quando são analisadas questões condicionadas a alguns fatores, surgem divergências em algumas questões que não se repetem nos fatores condicionantes seguintes. Quanto ao nível de “governança”, na análise geral, surgem divergências significativas em três questões, (7, 11, 35), porém, na análise por cargos, há apenas a questão 7 que se repete no conselho administrativo, e a questão 35 que se repete nas respostas dos executivos.

Utilizando como fator condicionante as empresas que compõem a carteira teórica do índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) podem ser comparadas as opiniões dos respondentes dos dois grupos de entrevistados. O resultado mostra divergências em cinco questões sendo que apenas uma delas se repete nesta análise e no nível de “governança”.

A condição de os respondentes serem eleitos pelo controlador também não revela grandes diferenças de opinião; conforme resumido no quadro 41 apenas duas questões mostram diferenças importantes.

A análise das respostas separadas pelo volume de receita líquida também não resultou em diferenças expressivas, sendo que apenas duas questões resultaram em diferenças significativas.

O quadro 41 dá, ainda, uma visão geral de como o conflito de agência pode estar disperso e se manifestar de acordo com as características e circunstâncias. Das 12 questões que resultaram em diferenças de opinião significativas, apenas duas se repetem quando se alteram as características das empresas analisadas. Esse fato não significa que o conflito não exista, mas que ele pode se revelar de acordo com as condições das empresas.

Questões	Nível de governança	Índice Bovespa	Eleito pelo controlador	Receita da empresa
2 - Os conselheiros das empresas que o senhor conhece monitoram e avaliam a gestão de riscos.	-	Sim	-	-
7 - Os conselheiros das empresas que o senhor conhece preferem que a gestão de riscos fique a cargo apenas dos executivos.	Outros	Sim	-	-
8 - Os executivos das empresas que o senhor conhece sabem identificar os riscos que afetam as empresas.	-	-	Não	-
9 - Os executivos das empresas que o senhor conhece têm conhecimento sobre as formas de administrar os riscos.	-	-	Não	-
11- Os executivos das empresas que o senhor conhece são questionados pelo conselho sobre riscos e sua gestão.	Governança	-	-	-
12 - Os executivos das empresas que o senhor conhece aceitam correr riscos em busca de melhores resultados para a empresa.	-	Sim	-	-
13 - Os executivos das empresas que o senhor conhece têm a sua atuação em relação aos riscos influenciada pelos questionamentos dos conselheiros.	-	Sim	-	-
23 - A gestão de riscos traz benefícios para os acionistas.	-	-	-	Sim
24 - A gestão de riscos traz benefícios para os executivos.	-	-	-	Sim
26 - Todos os riscos das empresas deveriam ser reduzidos independentemente dos custos da gestão de riscos.	-	-	Sim	-
34 - As informações fornecidas ao conselho devem ser suficientes para analisar o desempenho da empresa.	-	Sim	-	-
35 - Os executivos devem ser incentivados a assumir riscos.	Governança	-	-	-

Quadro 41: Resumo das análises condicionadas

Fonte: Elaborado pelo autor.

11.8 ANÁLISE FATORIAL

A análise fatorial tem por escopo verificar se um grupo de variáveis se agrupará, representando uma idéia única e subjacente responsável pelas correlações entre elas. Conforme Hair et al. (2005), a análise fatorial é uma técnica de interdependência na qual todas as variáveis são consideradas simultaneamente, cada uma relacionada com as demais.

Fator	GERAL	C. Admin.	Executivo	C. Fiscal
1	q2	q2	q2	q2
1	q3	q3	q3	q3
1	q4	q4	q4	q4
1	q5	q5	q5	q5
1	q6	q6	q6	q6
1	q9	q9	q9	q9
1	q10	q10	q10	q10
1	q11	q11	q11	q11
1	q13	q13	q13	q13
1	q16	q16	q16	q16
1	q17	q17	q17	q17
1	q18	q18	q18	q18
1	q26	q26	q26	q26
1	q30	q30	q30	
1	q32	q32	q32	
1	q33	q33		
1	q36	q36	q36	q36
Alfa de Cronbach	0,85	0,85	0,85	0,89
2	q12	q12		q12
2	q15	q15	q15	q15
2	q25	q25	q25	q25
2	q27	q27	q27	q27
2	q28	q28	q28	q28
2	q31	q31	q31	q31
2	q35		q35	q35
Alfa de Cronbach	0,61	0,67	0,54	0,81
3	q19		q19	q19
3	q20		q20	q20
3	q21		q21	q21
3	q22		q22	q22
3	q23	q23	q23	q23
3	q24	q24	q24	q24
Alfa de Cronbach	0,72	0,73	0,72	0,75

Quadro 42: Fatores

Fonte: Elaborado pelo autor

No presente trabalho, foi utilizada a análise fatorial com o objetivo de identificar características entre as respostas de forma a criar um conjunto de variáveis representativas.

O propósito fundamental da análise dos fatores é medir a covariância entre as variáveis, ou seja, descrever, quando possível, as relações entre as variáveis com outras variáveis subjacentes muitas vezes não observáveis. Na visão de Hair et al. (2005), o tamanho da amostra, para ser feita uma análise fatorial deve ser maior ou igual a 100. Como temos 315 entrevistados podemos fazer esse tipo de análise.

No quadro 42, estão resumidas as questões que se agruparam em cada fator. A consistência interna dos fatores foi medida pelo alfa de Cronbach. O fator 4 não foi colocado porque o alfa de Cronbach ficou abaixo de 0,30. As questões com as maiores cargas fatoriais estão assinaladas com um círculo.

Foram definidos os fatores para o maior grupo de entrevistados denominado de “geral”, que envolve os conselheiros administrativos e executivos. Em seguida foi feita a análise para cada grupo e por fim os fatores foram comparados com o grupo de conselheiros fiscais.

11.8.1 Grupo geral

A análise fatorial dos dois maiores grupos: conselheiros administrativos e executivos, que se denominou de grupo “geral”, resultou em dez autovalores com índice acima de 1, e que explicam 61% da variância. Em seguida, foram extraídos quatro fatores. Foi realizada a rotação dos fatores pelo método Varimax com normalização Kaiser, mas não resultou em melhoras no agrupamento dos componentes. Por esse motivo foram mantidos os componentes originais. A análise agrupou 17 questões no fator 1, conforme pode ser observado no quadro 42.

Esses fatores foram alocados em cada questão junto com as hipóteses de pesquisas e estão destacadas as cargas fatoriais mais altas. Os fatores serão analisados de acordo com as hipóteses, conforme consta na tabela 19.

As questões de número 2 a 5, englobam o envolvimento dos conselheiros na elaboração das políticas de riscos, bem como no monitoramento e na identificação dos benefícios dessas políticas. A questão 5 está entre as que obtiveram uma carga fatorial alta em

relação às demais. Com isso, a hipótese 1 faz parte do fator 1 e envolve a dimensão da atuação dos conselheiros na elaboração das políticas de risco.

Tabela 19 – Fatores relacionados à hipótese 1

Fonte: Elaborada pelo autor

HIPÓTESE 1: A participação do conselho é considerada mais importante pelos conselheiros do que pelos executivos	Executivos e conselheiros	Carga F
2. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece monitoram e avaliam a gestão de riscos.	Fator 1	0,6221
3. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece identificam os custos e benefícios relacionados com a gestão de riscos.	Fator 1	0,5557
4. Os conselhos das empresas que o senhor conhece estabelecem as políticas de riscos para essas empresas.	Fator 1	0,6030
5. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece estabelecem os objetivos das políticas de riscos em conjunto com os executivos.	<u>Fator 1</u>	<u>0,6239</u>

Como é possível ver na tabela 20, das questões da hipótese 2, a análise fatorial agrupou 5 questões no fator 1 e duas questões no fator 2. As questões que fazem parte do fator 1 envolvem o conhecimento e a atuação dos executivos com relação às políticas de riscos. As questões relacionadas ao fator 2 são relativas à disposição dos executivos em assumir riscos.

As duas variáveis com maiores cargas fatoriais estão nas questões relativas à hipótese 3. Segundo se constata na tabela 21, elas envolvem a elaboração das políticas num âmbito maior das organizações, quando elas estão integradas às demais políticas; para isso, devem ser explícitas e estarem formalizadas. Com base nisso, pode-se considerar que o fator 1 se refere também à dimensão de formalização das políticas de riscos.

As questões das hipóteses 4 e 5 ficaram agregadas no fator 3. Como pode ser constatado nas tabelas 22 e 23, essas hipóteses se referem aos benefícios que podem ser obtidos com as políticas de riscos e quem são os beneficiados. Avaliando os resultados, considerou-se que esse fator se refere às dimensões de identificação dos benefícios e dos beneficiados das políticas de gestão de riscos

Tabela 20: Fatores relacionados à hipótese 2

Fonte: Elaborada pelo autor

HIPÓTESE 2: Os executivos consideram a sua atuação mais importante que a dos conselheiros	Executivos e conselheiros	Carga F
6. Os executivos das empresas que o senhor conhece quantificam os riscos e informam ao conselho de administração para que sejam debatidos.	Fator 1	0,5137
7. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece preferem que a gestão de riscos fique a cargo apenas dos executivos.	-	-
8. Os executivos das empresas que o senhor conhece sabem identificar os riscos que afetam as empresas.	-	-
9. Os executivos das empresas que o senhor conhece têm conhecimento sobre as formas de administrar os riscos.	Fator 1	0,5219
10. Os executivos das empresas que o senhor conhece fornecem regularmente ao conselho informações sobre a gestão de riscos.	Fator 1	0,6053
11. Os executivos das empresas que o senhor conhece são questionados pelo conselho sobre riscos e sua gestão.	Fator 1	0,5635
12. Os executivos das empresas que o senhor conhece aceitam correr riscos em busca de melhores resultados para a empresa.	Fator 2	0,3698
13. Os executivos de empresas que o senhor conhece têm a sua atuação em relação aos riscos influenciada pelos questionamentos dos conselheiros.	Fator 1	0,5609
14. Nas empresas em que o conselho supervisiona as políticas de riscos, os executivos das empresas que o senhor conhece são mais propensos a seguir as normas de gestão de risco.	-	-
15. Os executivos das empresas que o senhor conhece assumem mais riscos quando têm mais autonomia do conselho.	Fator 2	0,3507

Tabela 21: Fatores relacionados à hipótese 3

Fonte: Elaborada pelo autor

HIPÓTESE 3: Conselheiros consideram a formalização de políticas de riscos mais importantes que os executivos.	Executivos e conselheiros	Carga F
16. Considerando as empresas que o senhor conhece, as políticas de riscos estão integradas às demais políticas dessas empresas.	<u>Fator 1</u>	<u>,645</u>
17. A formalização das políticas de riscos nas empresas que o senhor conhece é decorrente da atuação dos conselheiros.	<u>Fator 1</u>	<u>,683</u>

As questões da hipótese 6 geraram as maiores cargas fatoriais do fator 2 de acordo com o que se depreende da tabela 24. Estas questões se referem à perspectiva de obter ganhos mesmo com a possibilidade de aumentar os riscos, reafirmando o aspecto de assunção de riscos. Além disso, esse fator também está relacionado com uma questão da hipótese 7, conforme tabela 25 e uma questão da hipótese 1 sobre a disposição e o incentivo para que os executivos possam correr riscos.

Tabela 22: Fatores relacionados à hipótese 4

Fonte: Elaborada pelo autor

HIPÓTESE 4: Os benefícios da gestão de riscos são mais importantes para os conselheiros do que para os executivos.	Executivos e conselheiros	Carga F
19 A gestão de riscos reduz o custo financeiro da empresa.	Fator 3	,5631
20 A gestão de riscos aumenta a previsibilidade do fluxo de caixa projetado.	Fator 3	,5527
21 A gestão de riscos ajuda a reduzir a carga tributária.	Fator 3	0,4812
23 A gestão de riscos traz benefícios para os acionistas.	Fator 3	0,5188
24 A gestão de riscos traz benefícios para os executivos.	Fator 3	0,3593
25 A gestão de riscos traz mais benefícios para os acionistas do que para os executivos.	Fator 2	0,3268

Tabela 23: Fatores relacionados à hipótese 5

Fonte: Elaborada pelo autor

HIPÓTESE 5: O problema do subinvestimento é mais importante para os conselheiros do que para os executivos	Executivos e conselheiros	Carga F
18 Nas empresas que o senhor conhece, os recursos gerados internamente são a principal fonte para novos investimentos.	Fator 1	0,4912
22 A gestão de riscos permite à empresa ampliar sua capacidade de endividamento.	Fator 3	0,5188

Tabela 24: Fatores relacionados à hipótese 6

Fonte: Elaborada pelo autor

HIPÓTESE 6: A relação risco e retorno é mais importante para os conselheiros do que para os executivos.	Executivos e conselheiros	Carga F
26 Todos os riscos das empresas deveriam ser reduzidos independente dos custos da gestão de riscos.	Fator 1	0,4741
27 Havendo ganhos potenciais, a empresa deve correr riscos.	Fator 2	0,5583
28 Os riscos devem ser administrados apenas quando os benefícios forem superiores aos custos.	Fator 2	0,3891
29 A proteção parcial dos riscos é a melhor estratégia para as empresas.	-	-
30 Administrar o risco da empresa é o mesmo que administrar o risco dos acionistas.	Fator 1	0,4728
31 Havendo “expertise” nas empresas, elas devem tomar mais riscos com a possibilidade de obter ganhos.	Fator 2	0,4499
32 A gestão de riscos pode ser um substituto para garantias reais.	Fator 1	0,4815

As questões da hipótese 7 ficaram divididas entre os fatores 1,2 e 4 conforme pode ser observado na tabela 25.

Tabela 25: Fatores relacionados à hipótese 7

Fonte: Elaborada pelo autor

HIPÓTESE 7: Os executivos são mais avessos ao risco do que os conselheiros	Executivos e conselheiros	Carga F
33 Os recursos gerados pela empresa devem reduzir o endividamento ao invés de serem aplicados em novos empreendimentos.	Fator 1	0,3999
34 As informações fornecidas ao conselho devem ser suficientes para analisar o desempenho da empresa.		
35 Os executivos devem ser incentivados a assumir riscos.	Fator 2	0,3581
36 As empresas devem manter recursos disponíveis para evitar dificuldades financeiras.	Fator 1	0,3888

11.8.2 Definição de fatores

Com base no exame dos resultados da análise fatorial, colocados nas tabelas 22 a 28, foram resumidos os aspectos do estudo que podem gerar uma definição de fator. Fica evidenciando que há uma relação entre a participação dos conselheiros na elaboração das

políticas com o conhecimento e a atuação dos executivos e com a formalização dessas políticas.

11.8.2.1 Fator 1

Para formalizar uma política de riscos, ela deve ter sido formulada anteriormente; para ser elaborada, provavelmente, deve ter havido negociação entre as partes envolvidas, e isso implica o conhecimento sobre o assunto. Essas são as dimensões que surgem das respostas às questões. Com isso, pode-se concluir que o fator 1 pode ser definido como “formalização das políticas de riscos”.

11.8.2.2 Fator 2

O fator 2 está correlacionado com o retorno decorrente de assumir mais riscos e com a disposição dos executivos de administrarem dessa forma. A tarefa de fazer com que os executivos assumam mais riscos, provavelmente, será facilitada se as políticas para tanto foram formalizadas, e os custos e benefícios, quantificados e avaliados. Com isso, a avaliação se torna relevante na atuação dos executivos; portanto, o fator 2 pode ser definido como a “avaliação de risco e retorno”.

11.8.2.3 Fator 3

As questões do fator 3 estão correlacionadas com os benefícios da gestão de riscos e também com quem são os beneficiados. Para que alguém saia beneficiado de qualquer decisão, é necessário, antes, que seja gerado um benefício, para, depois, verificar a quem ele se destina. Assim, o fator 3 pode ser definido como “benefícios da gestão de riscos”.

11.8.3 Análise do fator 1 por grupo da amostra

Após a identificação dos fatores para o grupo denominado “geral”, que envolve os conselheiros administrativos e os executivos, foi feita uma análise fatorial para cada um dos grupos.

Para os conselheiros administrativos a análise gerou 11 autovalores que explicam 66% da variância, e os fatores gerados ficaram com as mesmas questões do grupo “geral” conforme pode ser observado no quadro 42.

Para os executivos entrevistados a análise também gerou 11 autovalores com escores acima de 1 e que explicam 67,6% da variância, e os três fatores gerados são os mesmos do grupo “geral” e dos “conselheiros administrativos”. Com exceção da questão 33, todas as demais foram agrupadas nesse mesmo fator.

Na amostra dos conselheiros fiscais, a análise fatorial gerou nove autovalores que explicam 78,6% da variância. O fator 1 agrupou 14 questões, e todas elas compõem o mesmo fator nos demais grupos.

11.8.4 Análise do fator 2 por grupo da amostra

No fator 2 para a amostra de conselheiros administrativos, a análise agrupou seis questões, as mesmas do grupo “geral” com exceção da questão 35. Para a amostra dos executivos, as questões agrupadas se repetem com exceção da questão 12, e isso resultou num alfa de Cronbach de 0,54, mostrando baixa confiabilidade. No grupo dos conselheiros fiscais, as questões são exatamente as mesmas do grupo “geral”, e o alfa de Cronbach é o mais alto dos quatro grupos, mostrando que esse fator tem mais confiabilidade interna para esse grupo.

11.8.5 Análise do fator 3 por grupo da amostra

Na amostra dos conselheiros administrativos, apenas duas questões das que compõem o fator geral formam o fator 3 e mesmo assim, o alfa de Cronbach é de 0,73. No grupo dos executivos e dos conselheiros fiscais, as variáveis são exatamente as mesmas do grupo “geral”, o que demonstra que o fator “benefícios da gestão de riscos” é mais latente nesses dois grupos do que para os conselheiros fiscais.

11.9 ESCORES FATORIAIS

Foram calculados os escores fatoriais dos três fatores. Como refere Mingoti (2005), eles podem ser utilizados para indicar a posição relativa de cada observação referente ao

conceito expresso pelo fator, ou então, para fazer uma análise da variância. Hair et al. (2005) salienta que elevados escores fatoriais positivos ou negativos mostrarão que tal observação tem alta influência daquele fator.

Os escores calculados estão no quadro 43. Inicialmente, foram calculados os escores do grupo “geral”, que inclui os conselheiros administrativos e os executivos. Depois foram calculados os escores para cada grupo da amostra e realizada uma análise de variância. De acordo com os dados do quadro 43, o Fator 1 “formalização das políticas de riscos” é mais importante para os executivos do que para os conselheiros uma vez que ele é positivo e está bastante acima do escore geral. Assim como, o Fator 2 “avaliação de risco e retorno”, que também tem escore positivo e está acima do escore geral.

O Fator 3 denominado “benefícios da gestão de riscos”, se mostra mais importante para os conselheiros administrativos do que para os executivos e mantém a maior distância do índice geral. Pode-se observar que os conselheiros fiscais têm forte influência em todos os fatores, porém, com escore negativo.

FATORES	Geral	Conselheiro Administrativo	Executivo	Conselheiro Fiscal
Fator 1 - “formalização das políticas de riscos”.	0,0231906	-0,0384659	0,0785674	-0,1440630
Fator 2 - “avaliação de risco e retorno”.	0,021785	-0,0090111	0,0494445	-0,1353312
Fator 3 - “benefícios da gestão de riscos”.	0,0317017	0,1229578	-0,0502598	-0,1969346

Quadro 43: Escores fatoriais

Fonte: Elaborado pelo autor

11.9.1 Análise da variância dos escores fatoriais

Foi feita uma análise da variância dos escores fatoriais, primeiramente entre o grupo “geral” comparado com os dos conselheiros fiscais. O teste F não resultou em diferenças significativas no nível de 0,05, conforme pode ser observado no quadro 44.

Foi realizada a ANOVA para os três grupos da amostra, e o teste F também não mostrou resultados significativos no nível de 0,05, consoante pode ser visto no quadro 45.

Escore analisado	Teste F	Significância
FATOR 1 - “formalização das políticas de riscos”.	,794	,374
FATOR 2 - “avaliação de risco e retorno”.	,701	,403
FATOR 3 - “benefícios da gestão de riscos”.	1,489	,224

Quadro 44: análise da variância grupo geral e conselheiros administrativos

Fonte: Elaborado pelo autor

Escore analisado	Teste F	Significância
FATOR 1 - “formalização das políticas de riscos”.	,746	,475
FATOR 2 - “avaliação de risco e retorno”.	,436	,647
FATOR 3 - “benefícios da gestão de riscos”.	1,516	,222

Quadro 45- Análise da variância entre conselheiros administrativo, fiscal, executivos

Fonte: Elaborado pelo autor

11.10 RESUMO DOS FATORES EM RELAÇÃO AS HIPÓTESES

O quadro 46 sintetiza as questões dos fatores relacionadas às hipóteses de pesquisa. Como pode ser constatado, o Fator 1 ficou bastante diluído entre as várias hipóteses, enquanto que o Fator 3 ficou concentrado na nas hipótese 4 e 5.

HIPOTESES versus FATOR	H1	H2	H3	H4	H5	H6	H7
1 “formalização das políticas de riscos”.	q2,q3, q4,q5	q6,q9 ,q10,q11 , q13	q16,q17		,q18	,q26,q30 ,q32	,q33,q36
2 “avaliação de risco e retorno”.		,q12,q15		,q25		,q27,q28 ,q31	,q35
3 “benefícios da gestão de riscos”.				,q19,q20 ,q21, q22, ,q23,q24	,q22		

Quadro 46- Relação entre hipóteses e fatores

Fonte: Elaborado pelo autor

12 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

A moderna Teoria Financeira afirma que, em um mercado eficiente, as decisões financeiras não criam valor para a empresa; dessa forma o gerenciamento dos riscos se torna irrelevante, porém, diversos estudos mostram o aumento da atividade no ambiente corporativo. Os principais sinais disso são o aumento do número de contratos de derivativos, e o número de profissionais que se dedicam a essa atividade.

A atividade de gestão de riscos pode ser explicada por pelo menos duas correntes teóricas. De um lado, há os que sustentem a Hipótese da Maximização da Riqueza do Acionista. Do outro, aqueles que apóiam a Hipótese de Maximização da Utilidade Gerencial decorrente da Teoria da Agência, afirmando que essa atividade pode consumir recursos dos acionistas e tirar o foco dos executivos de sua atividade principal.

A Teoria da Agência sugere que existe uma relação entre os custos de monitorar o comportamento dos executivos e os resultados daí decorrentes. Um dos pontos que podem gerar conflitos de agência é o compartilhamento de riscos. O agente pode se mostrar disposto a assumir riscos, porém, ele ficará com toda a responsabilidade e apenas com uma fração dos resultados. Mesmo que a relação entre principal e agente seja de cooperação, eles podem ter preferências divergentes em relação aos riscos.

Os conselheiros podem representar o ápice dos sistemas de Governança Corporativa e têm motivos para defender os interesses dos acionistas. A existência de conflito pode ser revelada pelo relacionamento entre esses e os executivos, e pode ser causada por outras razões como assimetria informacional e conhecimento dos mecanismos de gestão de riscos.

O objetivo da tese foi verificar, empiricamente, se as políticas de gestão de riscos revelam os conflitos de agência. Para isso foi realizada uma revisão teórica das principais teorias sobre gerenciamento de riscos, bem como, dos principais estudos, para apurar os aspectos analisados e os resultados obtidos. A Teoria da Agência foi revisada buscando pontos que podem revelar esse conflito e sua ligação com as políticas de riscos.

Após ter sido feita a revisão da literatura, identificados os benefícios e as implicações da gestão de riscos, foram formuladas sete hipóteses de pesquisa. Para a sua verificação, foi construído um questionário com escala tipo *Likert*, a partir de uma pesquisa exploratória onde foram entrevistados executivos e acionistas de várias empresas.

O questionário foi validado através de um painel de juízes, sendo que doutores da área de finanças avaliaram a clareza da linguagem e a pertinência prática de cada questão. Com base nessa avaliação, foi calculado o Coeficiente de Validade do Conteúdo (CVC), e algumas questões foram reformuladas seguindo as orientações dos avaliadores.

O novo questionário foi submetido a uma nova avaliação com professores da área de finanças, que avaliaram somente a clareza da linguagem, sendo totalmente aprovado segundo os critérios estabelecidos pela literatura. Em seguida ele foi aplicado de forma piloto a uma turma de estudantes de pós-graduação lato senso em finanças.

Com base no cadastro de empresas de capital aberto disponível na CMV, foi elaborado o banco de dados com as empresas em atividades a serem pesquisadas. No *site* da Bovespa, foram acessadas as informações individuais das empresas e retirados os dados necessários para localizar os executivos e conselheiros a serem entrevistados.

A coleta de dados iniciou em dezembro de 2008 e encerrou em abril de 2009, foram entrevistadas 315 pessoas de 229 empresas, o que representa 37,18% das empresas em fase operacional, conforme o cadastro da CVM.

12.1 – PRINCIPAIS RESULTADOS

As respostas foram avaliadas através da Análise de Variância (Anova). Os resultados analisados de forma incondicional revelaram poucas divergências de opinião entre os grupos de entrevistados. Das sete hipóteses elaboradas, apenas duas foram confirmadas e, mesmo assim, apenas parcialmente.

A Hipótese 2 se refere à atuação dos executivos. Das dez questões elaboradas para a verificação dessa hipótese, em duas delas surgem diferenças de opinião entre os conselheiros administrativos e a diretoria executiva. Esses resultados mostram que os executivos avaliam a sua atuação de forma eficiente na identificação dos riscos e no fornecimento de informações ao conselho. Esta avaliação é significativamente divergente da dos conselheiros, o que indica suporte à Teoria de Maximização da Utilidade Gerencial.

A Hipótese 7 se refere à aversão a riscos, por parte dos respondentes; das quatro questões elaboradas, uma revela claramente que os executivos são significativamente mais avessos ao risco que os conselheiros administrativos, conforme sugerido pela Hipótese da Maximização da Utilidade Gerencial.

Nas demais hipóteses surgiram divergências de opinião em algumas questões que se referem aos benefícios da gestão de riscos, porém em número insuficiente para confirmá-las.

Os resultados também foram analisados de forma condicional às seguintes características das empresas: nível de governança corporativa, participação no Ibovespa, indicação do controlador e tamanho da empresa.

A análise condicionada ao nível de governança, conforme estabelecido pela Bovespa, indica diferenças significativas em cinco questões entre as empresas que pertencem a algum nível de governança (Nível 1, Nível 2, Novo mercado) comparadas às demais empresas que não adotam essas regras (denominadas de “outras” nesta pesquisa). Os resultados mostram que os conselheiros das empresas que pertencem a algum nível de governança têm participação mais ativa na elaboração das políticas de riscos, bem como, se mostram mais dispostos a assumir riscos.

Os resultados analisados separadamente entre as empresas pertencentes ao índice Ibovespa e as demais empresas que não fazem parte do índice mostrou diferenças significativas em cinco questões. A atuação, tanto dos conselheiros como dos executivos, é avaliada de forma mais positiva pelos entrevistados das empresas que fazem parte do índice Bovespa. Assim como, os executivos dessas empresas reconhecem ter a sua atuação influenciada pelos questionamentos dos conselheiros.

As respostas dos entrevistados condicionadas ao fato de serem indicados pelo controlador mostraram diferença significativa de opinião em duas questões. Os entrevistados que não são indicados pelo controlador, avaliam positivamente a atuação dos executivos, de forma superior aos que foram indicados pelo controlador.

Quando analisadas pelo tamanho da empresa de acordo com receita líquida, resultaram diferenças de opinião em apenas duas questões. Pode-se observar que os entrevistados pertencentes às grandes empresas, reconhecem de forma mais clara os benefícios das políticas de riscos tanto para os acionistas, quanto para os executivos.

A Análise Fatorial Exploratória resultou em três fatores principais que explicam 35% da variância. A confirmação dos fatores foi feita separando a amostra em três subconjuntos, um formado por conselheiros administrativos, outro pelos executivos, e como grupo de controle os conselheiros fiscais. Os resultados confirmaram os fatores similares e as cargas fatoriais, mostrando que eles representam a dimensão analisada. Contudo, a Análise da

Variância (Anova) dos escores fatoriais não resultou em diferenças significativas entre executivos e conselheiros.

12.2 - CONTRIBUIÇÕES DA PESQUISA

As principais contribuições desta pesquisa iniciam pela elaboração do banco de dados, com a constatação de que somente 127 empresas das 616 registradas possuem conselho fiscal instalado; esse número representa apenas 20,62% das empresas. Como legalmente a sua instalação é uma prerrogativa do conselho administrativo, surgem dúvidas sobre a sua representatividade e disposição desses em defender os interesses dos acionistas.

Nesse aspecto merece reflexão o número de conselheiros das empresas brasileiras, tanto fiscais como administrativos. No total, apenas 417 pessoas participam dos conselhos fiscais das 127 empresas que o tem instalado. Quanto aos conselheiros administrativos, dentre os 2.329 nomes levantados de acordo com os dados disponíveis, retirados os nomes repetidos por pertencerem a mais de uma empresa, restam apenas 1.744 conselheiros das 616 empresas em fase operacional, o que representa menos de três pessoas por conselho. Se ainda for considerado que muitos deles pertencem ,ao mesmo tempo, à diretoria e ao conselho, podemos concluir que é muito pequena a representação do acionista nas empresas.

Essa baixa representação pode ser uma das razões do pequeno numero de divergências de opinião encontradas nesta pesquisa. Sendo o conselheiro ligado a administração, é natural que existam maior convergência de opiniões.

Outro ponto que pode reduzir o conflito é a concentração da propriedade das empresas. No Brasil há um grande número de empresas em que existe um acionista majoritário, ou um grupo de controle. Assim, há um maior monitoramento, e a distância entre propriedade e controle fica menor, resultando que os conflitos também sejam menores. Na nossa amostra, 83% dos respondentes pertencem a empresas de controle privado nacional ou familiar, e isso pode ser um dos motivos da existência de poucos conflitos revelados pelos resultados.

Esta tese contribui com a metodologia de pesquisa pelo seu caráter inédito de entrevistar os vários atores das organizações. Até onde temos conhecimento, esse tipo de pesquisa não tinha sido feita no Brasil. Ela mostra que é possível a realização de pesquisas semelhantes em outros assuntos que envolvam potenciais conflitos entre acionistas,

administradores e outros “stakeholders”, tais como estrutura de capital, orçamento de capital, política de dividendos, entre outros.

A principal conclusão desta tese é que as políticas de gestão de riscos não revelaram conflitos substanciais de agência entre os conselheiros e os executivos. O que não permite negar a sua existência, pelas considerações feitas anteriormente (concentração de propriedade, pequena representação, grande número de empresas familiares, entre outros. Ela pode ser revelada por outros aspectos como políticas de financiamento, políticas de investimentos, políticas de dividendos, entre outros. Porém, na relação específica da administração dos riscos, o conflito não transparece claramente.

Entre as implicações desse estudo para a teoria financeira, está em mostrar que os benefícios da gestão de riscos, não são identificados nem pelos executivos e tampouco pelos conselheiros. Um dos principais argumentos teóricos para o gerenciamento de riscos é proteger o fluxo de recursos futuros para garantir os investimentos em projetos lucrativos, no entanto, os resultados mostram que isso não é percebido pelos entrevistados.

Existem diversos indicadores que demonstram o aumento da atividade de gerenciamento de riscos no ambiente empresarial brasileiro, por outro lado, não há estudos que buscam identificar se essa prática adiciona valor às empresas, nem tampouco se é uma decisão unilateral dos executivos. Esse trabalho mostra alguns aspectos em que essas atividades não são compreendidas com a clareza necessária.

As recentes ocorrências no mercado financeiro têm gerado um debate sobre a necessidade de maior regulamentação sobre a utilização de instrumentos financeiros. Isso deverá exigir tanto dos conselheiros como dos executivos, conhecimentos maiores sobre essas práticas, bem como, a identificação correta sobre os custos e benefícios da sua utilização. Essa pesquisa mostra que isso não ocorre.

12.3 – LIMITAÇÕES DO ESTUDO

A pesquisa não procurou verificar a existência de políticas formalizadas de gestão de riscos nas empresas entrevistadas. Com isso, pode ter ocorrido um número elevado de respostas socialmente aceitas, que não revelam a realidade das organizações pesquisadas, embora não hajam razões concretas para suspeitar da sinceridade das respostas dadas pelos entrevistados.

A pequena quantidade de respostas de entrevistados das mesmas empresas, não permitiu fazer a análise pareada e, dessa forma, controlar o efeito não-sistemático em cada uma delas.

O pequeno número de conselheiros administrativos e fiscais, junto com a dificuldade de localização dos mesmos pode ter limitado a coleta de dados a pessoas mais dispostas a responder a uma pesquisa. Com isso, os resultados podem mostrar apenas as opiniões dos conselheiros mais esclarecidos e mais atuantes nas organizações.

Nesse mesmo viés, número limitado de conselheiros, pode fazer com que os conselheiros não sejam, na prática, uma boa “proxy” para os acionistas, considerando as características peculiares do mercado de capitais brasileiro, tais como: pequeno número de empresas, se comparado aos grandes mercados; pequena participação na poupança das famílias; e grande participação de investidores institucionais, o que torna mais equilibrada a relação entre executivos e conselheiros.

O conflito entre gestores e acionistas pode estar menos visível devido algumas características do mercado de capitais brasileiro, como: baixa liquidez, pequenos número de inovações financeiras se comparados a mercados mais maduros, e um mercado ainda novo com pouca participação de acionistas minoritários.

O período da coleta de dados foi em meio a uma das maiores crises financeiras dos últimos tempos que abalou o maior país capitalista do mundo, provavelmente, nunca se tenha falado tanto de administração dos riscos e de regulamentação de mercados, quanto nos meses que antecederam a coleta. Esse cenário pode ter influenciado e/ou limitado as respostas.

12. 4 - SUGESTÕES PARA FUTUROS ESTUDOS

Nesta pesquisa foram descobertos três fatores que indicam os aspectos mais importantes relacionados às políticas de riscos e os conflitos de agência. Futuros estudos poderão ser realizados com a aplicação desses fatores em pesquisas confirmatórias.

Sendo a concentração do capital de controle um dos fatores da redução do conflito de agência, futuras pesquisas poderão investigar esse fato, replicando essa pesquisa em amostras selecionadas de empresas de modo que permitam comparar os resultados entre aquelas de capital concentrado com aquelas de capital mais disperso. Bem como, investigar a existência de conflito entre acionistas majoritários e minoritários.

Esta pesquisa poderá ser aplicada em públicos específicos que não estejam diretamente ligados com a administração das empresas, tais como acionistas minoritários, gestores de fundos de investimentos, fundos de pensão, investidores estrangeiros, entre outros.

Futuros estudos, nessa área, poderão focar em uma amostra de empresas específicas, fazendo um controle maior sobre os entrevistados de forma a permitir análises de amostra pareada. Assim poder-se-ia comparar as opiniões dos conselheiros administrativos, conselheiros fiscais e da diretoria executiva controlando-se para o efeito não-sistemático de cada empresa. Para isso será necessário dedicar um tempo maior à coleta de dados segmentados de forma a obter uma amostra significativa de cada empresa. Nessa pesquisa, infelizmente, foram obtidos esses dados para apenas 33 empresas, o que não permitiu a análise quantitativa adequada.

Se o fluxo de informações pode reduzir o conflito de agência, futuros estudos poderão apurar se a quantidade e a qualidade das informações fornecidas pelas administrações aos conselhos revelam esses conflitos.

Com base nessa pesquisa poderão também ser realizados outros estudos, comparando as opiniões dos entrevistados das empresas em que as políticas de riscos estão formalizadas com as práticas executadas pelos executivos e a opinião dos conselheiros, ligando isso aos resultados financeiros.

Essa mesma pesquisa poderá ser replicada em outros países, onde se poderá comparar os resultados e, também, verificar a sua sensibilidade ao ambiente regulatório e institucional.

12.5 – CONCLUSÃO

Pesquisas sobre a Teoria da Agência geralmente investigam a sua relação com os recursos disponíveis, ou com os incentivos gerenciais, onde as pessoas tomam decisões racionais e buscam sempre maximizar os recursos disponíveis.

As teorias sobre o ambiente organizacional sugerem que a tradicional divisão entre agentes e principais são fontes de conflitos e que esse aspecto pode ser considerado normal. Esta tese procurou ouvir as pessoas envolvidas no contexto organizacional sobre situações específicas de administração de riscos que podem gerar conflitos entre os grupos envolvidos.

Conforme coloca Stulz (1996), devido a dificuldade de verificar a existência do conflito de agência, a maioria dos estudos tem foco na hipótese de maximização da riqueza do acionista. Esse estudo procurou verificar aspectos pouco explorados que são ligados a maximização da utilidade gerencial. Os resultados podem servir para questionar se o conselheiro é realmente o representante do acionista, e, além disso, de que parcela dos acionistas e quais os interesses que defende.

A avaliação da participação dos conselheiros na elaboração das políticas de riscos foi avaliada de forma semelhante, tanto por estes quanto pelos executivos. O escore acima da média não mostrou diferenças significativas na opinião das duas partes. Por sua vez, a avaliação da atuação dos executivos mostrou algumas divergências significativas entre estes e os conselheiros administrativos, o que deixa transparecer um conflito latente entre as partes com relação à identificação, quantificação, e informação sobre riscos prestadas ao conselho.

Outro aspecto que mostrou diferenças significativas nas avaliações é a participação dos conselheiros na formalização das políticas de riscos. Os conselheiros avaliam a sua atuação de forma muito superior a dos executivos, o que demonstra algumas divergências.

Também surgem divergências de opinião em relação aos benefícios da gestão de riscos. Os executivos identificam os benefícios decorrentes, tanto para eles quanto para os acionistas, de maneira mais acentuada que os conselheiros.

A análise de risco e retorno em relação as estratégias de riscos não mostraram diferenças de opinião entre os entrevistados. A avaliação ficou um pouco acima da média, o que pode demonstrar falta de profundidade nas análises do assunto.

Muitos estudos tentam identificar o problema do subinvestimento através de análises quantitativas. Em nossa pesquisa, tentamos identificar esse problema através da geração de recursos internos e capacidade de endividamento. Os resultados mostraram que esse tópico da teoria financeira não se revela importante, de forma muito clara e transparente no ambiente corporativo. Uma das razões pode ser que, devido a dificuldade de mensuração, essa discussão ainda esteja restrita ao ambiente acadêmico.

A maioria dos estudos sobre conflito de agência foi realizada em mercados financeiramente maduros, onde muitas empresas têm o seu capital pulverizado sem a presença de um acionista controlador. Conforme mostram alguns estudos citados neste trabalho, no ambiente corporativo brasileiro é muito forte a presença de um acionista controlador ou de um

grupo controlador na grande maioria das empresas. Essa característica tende a reduzir os conflitos, pois o controle definido sugere maior monitoramento.

Os resultados desta pesquisa ajudam a entender o comportamento dos grupos tomadores de decisão nas organizações e mostram que o conflito não é facilmente identificável. Para isso, futuras pesquisas deverão adotar um espectro mais amplo de teorias para ampliar o entendimento dos processos que envolvem a dinâmica da gestão das empresas.

A teoria dá grande importância ao conflito de agência como um direcionador relevante de um elevado número de decisões organizacionais em geral, e financeiras, em particular. Entretanto, os resultados desta pesquisa empírica, delineada de forma pioneira especificamente para investigar o coração da matéria, foi incapaz de revelar um elevado grau de conflito nas empresas brasileiras. Resta, portanto, a questão: esta pesquisa falhou ao identificar os conflitos ou serão esses conflitos superestimados pela teoria existente?

BIBLIOGRAFIA

BALBINOTTI, Marcos A.A. - Estou Testando o que Imagino Estar? Reflexões acerca da Validade dos Testes Psicológicos - **Técnicas Projetivas: Produtividade em Pesquisa**, 1 ed., Casa do Psicólogo - São Paulo - 2004.

BERNANKE, Ben; reportagem disponível em <http://www.ft.com/cms/s/0/2579fb0a-22e1-11dd-93a9-000077b07658.html> acessado em 17 de maio de 2008

BERNSTEIN, Peter L. **Desafio aos Deuses: A Fascinante História do Risco**. 2ª Edição, Rio de Janeiro, Editora Campus. 1997.

BIS – **Bank for International Settlements** – disponível em http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0706.pdf acessado em 06 de agosto de 2007 as 17:30 h

BMF – **Bolsa de Mercatis & Futuros** – disponível em http://www.bmf.com.br/portal/pages/boletim1/VolumeGeral/volumeGeral.asp?mes=DEZEMBRO&ano=ano_2007 acessado em 26 de abril de 2008 as 18:15 h

BODNAR, G.M.; HAYT, G.; MARSTON R.C. ; SMITHSON, C.W. – Wharton Survey of Derivative Usage by U.S. Non-Financial Firms- **Financial Management**, 24 vol. 2 – PP. 104-114 – 1995

BODNAR, Gordon M.; HAYT, Gregory S.; MARSTON, Richard C. – 1998 Wharton Survey of Financial Risk Management by US Non-Financial Firms – **Financial Management** , n.27, v. 4 p. 70 - 1998

BOROKOVICH, Kennet A.; BRUNARSKI, Kelly R.; CRUTCHLEY, Claire E.; SIMKINS, Betty J. Board Composition and Corporate use of Interest Rate Derivatives – **The Journal of Financial Research** – vol. XXVII, n. 2, pp. 199-216 - 2004

BRENNAM, Michael - Incentives, Rationality, And Society – **Corporate Governance at the Crossroads: a Book of Reading** – Mc Graw-Hill- New York - 2005

BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. – **Fundamentos da Moderna Administração Financeira** - Rio de Janeiro – Elsevier - 1999

BRIGHAM, Eugene; EHRHARDT, Michael C. – **Administração Financeira: Teoria e Prática** – São Paulo – Pioneira Thomson Learning - 2006

BUCKLEY, Adrian; VAN DER NAT, Mattheus – Derivatives and the Non-executive Director – **European Management Journal**- vol. 21 n.3 pp. 389-397 - 2003

CROUHY, Michel; GALAI, Dan; MARK, Robert, **The Essential of Risk Management** – McGraw-Hill – New York - 2006

CULP, Christopher L. – The Revolution in Corporate Risk Management: A Decade of Innovations in Process and Products – in **Corporate Risk Management** – Columbia University Press – 2008.

DAMODARAN, Aswath – **Finanças Corporativas: Teoria e Prática**- 2 ed. – Porto Alegre – Bookman - 2004

DAMODARAN, Aswath. **Strategic Risk Taking: A Framework for risk Management** – Pearson Education – New jersey - 2008

DAWSON, Catherine - **A practical guide to research methods** – 3 edição - How to Content – Oxford - 2007

DeMARZO, Peter M.; DUFFIE, Darrell (1995) – Corporate Incentives for Hedging and Hedge Accounting - **The Review of Financial Studies** – Vol. 8 n. 3 pp. 743-771 - 1995

DRZIK, John; WYMAN Mercer O. – New Directions in Risk Management – **Journal of Financial Econometrics**, vol. 3, n. 1, pp. 26-36 - 2005

DUTRA, Marcos G.L. SAITO, Richard - Conselhos de Administração: Análise de sua Composição em um Conjunto de Companhias Abertas Brasileiras – **RAC (Revista de Administração Contemporânea)**, v. 6 n. 2, pp. 9-27 - 2002

EISENHARDT, Kathleen. Agency Theory: An assessment and Review – **Academy of Management Review**, vol. 4 n. 1, pp. 57-74 - 1989

FAMA, Eugene - Agency Problems and the Theory of the Firm - **The Journal of Political Economy**, Vol. 88, No. 2, pp. 288-307 – 1980

FAMA, E.; JENSEN, Michael C. - Separation of ownership and control - **Journal of Law and Economics**, 26, pp. 301-325 - 1983

FATEMI, Ali; LUFT, Carl – Corporate Risk Management Costs and Benefits – **Global Finance Journal**, 13, pp. 29-38 - 2002

FROOT, Kenneth A.; SCHARFSTEIN, David S.; STEIN, Jeremy C. – Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies – **The Journal of Finance** – Vol. 48 n. 5 pp. 1629-1658 - 1993

GARP, disponível em <http://www.garp.com/> acessado em 24 de Abril de 2008 as 16:20 h

GECZY, Christopher; MINTON, Bernadette A.; SCHRAND Catherine – Why Firms Use Currency Derivatives – **The Journal of Finance** – Vol. 52 n. 4 pp. 1323-1354 - 1997

GHOSHAL, Sumantra – Bad Management Theories are Destroying Good Management Practices – **Academy of Management Learning & Education** – Vol. 4 n. 1, pp. 75-91 - 2005

GRAHAM, John R.; ROGERS, Daniel A. - Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives? - **The Journal of Finance** - Vol. LVII, n. 2 pp. 815-839 - 2002

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan - **Mercados Financeiros e Estratégia Corporativa** – 2 ed. - Porto Alegre – Bookman - 2005

GUAY, Wayne; KOTHARI, S. P. (2003) – How Much do Firms Hedge With derivatives? – **Journal of Financial Economics** – n. 70 pp. 423-461 - 2003

GÜNTHER, Hartmur – Como elaborar um questionário, (série: **Planejamento de pesquisa para as ciências sociais**, n. 1). Brasília, DF; UnB, Laboratório de psicologia ambiental - 2003.

HAIR, Jr. Joseph F.; BABIN, Barry; MONEY, Arthur H.; SAMOUEL, Phillip – **Fundamentos de Métodos de Pesquisa em Administração** – Porto Alegre – Bookman - 2005

HAIR, Jr. J.F.; ANDERSON, R.E.; TATHAM, R.L.; BLACK, W.C.; **Análise Multivariada de Dados** – 5 ed. – Ed. Bookman - 2005

HENDRY, John - Beyond Self-Interest: Agency Theory and the Board in a Satisficing- **World British Journal of Management**, Vol. 16, S55–S63 - 2005

HERNÁNDEZ NIETO, Rafael A. – **Contributions to Statical Analysis** – Universidade de Los Andes – Mérida – 2002

HOPPEN,N.; LAPOINT, L.;MOREAU,E. – Avaliação de artigos de pesquisa em sistemas de informação: proposta de um guia. – **21 Enanpad** – Rio das Pedras – RJ – Anais - 1997

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. - Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure - **Journal of Financial Economics**, October, V. 3, No. 4, pp. 305-360 - 1976

JENSEN, Michael C. – Self- Interest, Altruism, Incentives, & Agency Theory – **Journal of Applied Corporate Finance**- vol. VII n. 2 - 1994

JENSEN, Michael - Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover - **American Economic Review** , Vol. 76, No. 2, pp. 323-329 - 1986

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect theory: an Analysis of Decision Under Risk. **Econometrica**, v. 47, n. 2, p. 263-291 - 1979.

KIM, Woochan; SUNG, Taeyoon – What Makes Firms Manage FX Risk? – **Emerging Markets Review** – vol. 6, pp. 263-288 - 2005

KIMBALL, Ralph C. – Failures in Risk Management – **New England Economic Review** – New England - vol. Jan. pp. 3-12 - 2000

LEAL, Ricardo P. C; SILVA, André L. C. da – Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil – **Revista Brasileira de Finanças** - vol.3 n. 1 pp. 1-18 - 2005

LEAL, Ricardo P. C.; SILVA, André L. C. da; VALADARES, Silvia M. – Estrutura de Controle das Companhias de Capital Aberto – **RAC (Revista de Administração Contemporânea)**- vol. 6, n. 1 pp. 07-18 - 2002

LEL, Ugur – Currency Hedging and Corporate Governance: A Cross-country Analysis – **Board of Governors of the Federal Reserve System – International Finance discussion Papers** – n. 858 - 2006

MARKOWITZ, Harry – **Portfolio Selection: efficient diversification of investment** – Oxford – Blackwell Publishers ltd – 1959

MEULBROEK, Lisa K. - A Senior Manager's Guide to Integrated Risk Management - In **Corporate Risk Management** – Columbia Business School – New York - 2008

MENDONÇA, Álvaro A.– **A decisão de Fazer ou não Hedge no Ambiente Corporativo** – São Paulo - Resenha BM&F 162, pp. 42-49 – 2005

MINGOTI, Sueli Aparecida – **Análise de Dados Através de Métodos de Estatística Multivariada: uma Abordagem prática** – Belo Horizonte – editora UFMG – 2005

MYERS, Stewart – Determinants of Corporate Borrowing – **Journal of Finance Economics**, 5, pp. 147-175 - 1977

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. – The Cost of Capital, Corporation Finance and the Rheory of Investment – **The Amercian Economic Review**, vol. 48, n. 3, PP. 261-297 - 1958

MOERS , Frank; PEEK, Erik – An Empirical Analisys of the Role of Risk Aversion in Executive Compensation Contracts – 2005 - disponivel em www.ssrn.com

MUÑOZ, T. Garcia- El Cuestionário como instrumento de investigacion/ Evaluacion disponível em <http://personal.telefonica.terra.es/web/medellinbadajoz/sociologia/ElCuestionario.pdf> acessado em 26 de agosto de 2008

NANCE, Deana R.; SMITH, Clifford W.; SMITHSON, Charles W. – On the Determinants of Corporate Hedging – **The Journal of Finance**, vol. 48 pp. 267-284 - 1993

ROBERT, John; McNULTY, Terry; STILES, Philip - Beyond Agency Conceptions of the Work of the Non-Executive Director: Creating Accountability in the Boardroom - **British Journal of Management**, Vol. 16, S5–S26 - 2005

ROSS, Stephen A.; The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. **The American Economic Review**, Vol. 63, n. 2 pp 134-139 – 1973

ROSSI Jr., José L. – The Use of Currency Derivatives by Brazilian Companies: An Empirical Investigation – **Revista Brasileira de Finanças** – Vol. 5 n. 2, pp. 205-232 - 2007

SAITO, Richard; SCHIOZER, Rafael F. – Uso de derivativos em empresas brasileiras não-financeiras – São Paulo - **BM&F resenha** n. 163, pp. 51-58 - 2004

SAITO, Richard; SCHIOZER, Rafael F. - Determinantes da Gestão de Risco em Empresas de Capital Aberto no Brasil – ENANPAD 2005 – **Anais**

SANTOS, Rafael L.; SILVEIRA, Alexandre Di M. – Board Interlocking no Brasil: A Participação de Conselheiros em Múltiplas Companhias e seu Efeito Sobre o Valor das Empresas – **Revista Brasileira de Finanças** – Vol. 5 n. 2 pp. 125-163 - 2007

SCHIOZER, Rafael S.; SAITO, Richard – The Determinants of Currency Risk Management in Latin American Nonfinancial Firms – **Emerging Markets Finance & Trade** – Vol. 45, n. 1, pp. 49-71 - 2009

SHARPE, William F. - Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk - **The Journal of Finance** – vol. 19 n. 3 pp. 425-442 - 1964

SILVEIRA, Alexandre Di M.; BARROS, Lucas A. B. de C.; FAMÁ, Rubens – Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil – **Revista Brasileira de Finanças** – Vol. 4, n. 1, pp. 1-30 - 2005

SMITH, Clifford W.; STULZ, René M. – The Determinants of Firm's Hedging policies – **The Journal of Financial and Quantitative Analysis** – Vol 20, n. 4 pp. 391-405, 1985

SMITHSON, Charles; SIMKINS, Betty J. – Does Risk Management Add Value? A survey of the Evidence – **Journal of Applied corporate Finance** – Vol. 17 n. 3, pp. 8-18 - 2005

STULZ, René M. – Rethinking Risk Management – **Journal of Applied Corporate finance** – vol. 9 n. 3 pp. 8-24 - 1996

STULZ, René M. – Optimal Hedging Policies – **The Journal of Financial and Quantitative Analysis** – vol. 19, n.2 pp. 127-140 - 1984

TUFANO, Peter – Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry – **The Journal of Finance**, vol. 51 n. 4 pp. 1097-1137 - 1996

TUFANO, Peter - Agency costs of corporate risk management – **Financial Management** – vol. 27 n. 1 pp. 67-77 - 1998

WALLS, Michael R.; Corporate Risk-Taking and Performance: A 20 Year Look at the Petroleum Industry – **Journal of Science & Engineering**, 48 pp. 127-140 - 2005

APÊNDICE A – Opinião dos Executivos condicionada ao capital majoritário

Qual a sua opinião sobre as afirmações a seguir, sendo que 1 representa “discordo totalmente” e 5 “concordo totalmente”. Por favor, avalie essas afirmações de forma genérica DESCONSIDERANDO a situação específica da SUA empresa na sua resposta.	EXECUTIVOS											
	total		Familiar		Privado		Estrangeiro		Estatal		ANOVA	
	n	média	n	média	n	media	n	media	n	media	F	Sig.
2. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece monitoram e avaliam a gestão de riscos.	141	3,73	35	3,80	77	3,83	14	3,36	15	3,40	1,119	0,344
3. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece identificam os custos e benefícios relacionados com a gestão de riscos.	140	3,56	35	3,49	76	3,66	14	3,43	15	3,40	0,579	0,63
4. Os conselhos das empresas que o senhor conhece estabelecem as políticas de riscos para essas empresas.	139	3,47	34	3,32	76	3,59	14	3,64	15	3,00	1,624	0,187
5. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece estabelecem os objetivos das políticas de riscos em conjunto com os executivos.	139	3,71	34	3,71	76	3,75	14	3,86	15	3,33	0,763	0,517
6. Os executivos das empresas que o senhor conhece quantificam os riscos e informam ao conselho de administração para que sejam debatidos.	139	3,96	33	3,91	77	4,05	14	3,64	15	3,93	0,689	0,56
7. Os conselheiros das empresas que o senhor conhece preferem que a gestão de riscos fique a cargo apenas dos executivos.	137	3,33	33	3,18	75	3,33	14	3,71	15	3,27	0,668	0,573
8. Os executivos das empresas que o senhor conhece sabem identificar os riscos que afetam as empresas.	139	3,94	35	4,06	75	3,84	14	3,93	15	4,13	0,8	0,496
9. Os executivos das empresas que o senhor conhece têm conhecimento sobre as formas de administrar os riscos.	139	3,79	35	3,71	75	3,83	14	3,71	15	3,87	0,206	0,892
10. Os executivos das empresas que o senhor conhece fornecem regularmente ao conselho informações sobre a gestão de riscos.	140	3,89	35	3,66	76	4,03	14	3,79	15	3,87	1,311	0,273
11. Os executivos das empresas que o senhor conhece são questionados pelo conselho sobre riscos e sua gestão.	139	3,96	33	4,03	77	4,00	14	4,00	15	3,53	1,096	0,353
12. Os executivos das empresas que o senhor conhece aceitam correr riscos em busca de melhores resultados para a empresa.	138	3,54	34	3,62	76	3,51	14	3,36	14	3,64	0,261	0,853
13. Os executivos de empresas que o senhor conhece tem a sua atuação em relação aos riscos influenciada pelos questionamentos dos conselheiros.	139	3,68	34	3,56	77	3,75	14	4,00	14	3,21	2,396	0,071

Continua

continuação

14. Nas empresas em que o conselho supervisiona as políticas de riscos, os executivos das empresas que o senhor conhece são mais propensos a seguir as normas de gestão de risco.	141	4,11	35	3,83	77	4,19	14	4,14	15	4,27	1,807	0,149
15. Os executivos das empresas que o senhor conhece assumem mais riscos quando têm mais autonomia do conselho.	139	3,89	35	3,89	76	3,82	14	4,14	14	4,07	0,786	0,504
16. Considerando as empresas que o senhor conhece, as políticas de riscos estão integradas às demais políticas dessas empresas.	139	3,73	34	3,79	76	3,74	14	3,79	15	3,53	0,306	0,821
17. A formalização das políticas de riscos nas empresas que o senhor conhece é decorrente da atuação dos conselheiros.	139	3,29	34	3,03	76	3,49	14	3,29	15	2,93	2,095	0,104
18. Nas empresas que o senhor conhece, os recursos gerados internamente são a principal fonte para novos investimentos.	138	3,62	33	3,52	76	3,79	14	3,50	15	3,07	2,496	0,063
19. A gestão de riscos reduz o custo financeiro da empresa.	141	4,11	35	4,17	77	4,05	14	4,14	15	4,27	0,282	0,839
20. A gestão de riscos aumenta a previsibilidade do fluxo de caixa projetado.	141	4,17	35	4,20	77	4,21	14	3,93	15	4,13	0,552	0,648
21. A gestão de riscos ajuda a reduzir a carga tributária.	140	3,63	35	3,69	76	3,47	14	4,00	15	3,93	1,736	0,163
22. A gestão de riscos permite à empresa ampliar sua capacidade de endividamento.	140	3,99	34	4,00	77	3,96	14	3,93	15	4,20	0,401	0,752
23. A gestão de riscos traz benefícios para os acionistas.	140	4,64	34	4,41	77	4,77	14	4,50	15	4,60	2,443	0,067
24. A gestão de riscos traz benefícios para os executivos.	140	4,51	34	4,44	77	4,53	14	4,36	15	4,73	0,689	0,56
25. A gestão de riscos traz mais benefícios para os acionistas do que para os executivos.	140	3,74	34	3,53	77	3,78	14	3,86	15	3,93	0,681	0,565
26. Todos os riscos das empresas deveriam ser reduzidos independente dos custos da gestão de riscos.	141	3,23	35	3,43	77	3,27	14	3,14	15	2,67	1,63	0,185
27. Havendo ganhos potenciais, a empresa deve correr riscos.	138	3,14	33	3,12	76	3,16	14	3,14	15	3,07	0,031	0,993
28. Os riscos devem ser administrados apenas quando os benefícios forem superiores aos custos.	138	3,52	34	3,21	75	3,67	14	3,50	15	3,53	1,186	0,318
29. A proteção parcial dos riscos é a melhor estratégia para as empresas.	139	3,51	35	3,54	75	3,52	14	3,79	15	3,13	0,975	0,407

Continua

Continuação

30. Administrar o risco da empresa é o mesmo que administrar o risco dos acionistas.	140	3,84	35	3,80	76	3,89	14	3,79	15	3,73	0,138	0,937
31. Havendo "expertise" nas empresas, elas devem tomar mais riscos com a possibilidade de obter ganhos.	134	3,58	33	3,33	75	3,73	14	3,57	12	3,33	1,874	0,137
32. A gestão de riscos pode ser um substituto para garantias reais.	136	3,32	34	3,38	74	3,22	13	3,46	15	3,53	0,529	0,663
33. Os recursos gerados pela empresa devem reduzir o endividamento ao invés de serem aplicados em novos empreendimentos.	138	3,24	34	3,38	76	3,21	13	3,54	15	2,80	1,819	0,147
34. As informações fornecidas ao conselho devem ser suficientes para analisar o desempenho da empresa.	139	4,06	35	4,03	75	4,09	14	4,07	15	3,93	0,151	0,929
35. Os executivos devem ser incentivados a assumir riscos.	141	3,44	35	3,29	77	3,45	14	3,50	15	3,67	0,652	0,583
36. As empresas devem manter recursos disponíveis para evitar dificuldades financeiras.	140	4,24	34	4,38	77	4,19	14	4,36	15	4,00	1,143	0,334