

Reuna

DERIVATIVOS *VERSUS* RISCO CAMBIAL CORPORATIVO NA PRODUÇÃO CIENTÍFICA BRASILEIRA: 1999 - 2013

DERIVATIVES *VERSUS* CURRENCY RISK CORPORATE BRAZILIAN SCIENTIFIC PRODUCTION: 1999 - 2013

Alessandra Orchis Machado

Fundação Getulio Vargas – São Paulo - Brasil.

Endereço: Av. 9 de Julho, 2029 - 8º andar, Bela Vista, CEP 01313-902 - Sao Paulo, SP - Brasil

Fone: (11) 32813249

Email: aorchis@uol.com.br - Lattes: <http://lattes.cnpq.br/4206510988030048>

Fabio Gallo Garcia

Fundação Getulio Vargas – São Paulo - Brasil.

Endereço: Av. 9 de Julho, 2029 - 8º andar, Bela Vista, CEP 01313-902 - Sao Paulo, SP - Brasil

Fone: (11) 32813249

Email: fgallo@pucsp.br - Lattes: <http://lattes.cnpq.br/0538725931286863>

Submissão: 07 Abr. 2014. **Publicação:** 30 Dez. 2014. **Sistema de avaliação:** *Double blind review*. Centro Universitário UNA, Belo Horizonte - MG, Brasil. Editor geral Prof. Dr. Mário Teixeira Reis Neto, Co editora Profª. Dra. Wanyr Romero Ferreira

Este artigo encontra-se disponível no endereço eletrônico:

<http://revistas.una.br/index.php/reuna/article/view/603>

Resumo

Boa parte das empresas não-financeiras são desafiadas a gerir seu risco cambial, sendo que a utilização adequada de derivativos financeiros constaria entre as estratégias mais eficientes para eliminação ou minimização desse risco. Longe do trivial, a administração de riscos de mercado requer a definição de políticas internas; disciplina; conhecimento técnico; avaliação de impactos contábeis e tributários; entre outros. Abordada internacionalmente em publicações científicas, a utilização de derivativos financeiros para gestão do risco cambial corporativo desperta interesse de administradores financeiros e *stakeholders*. Assim, surge a questão: no Brasil, as publicações científicas têm abordado a gestão do risco cambial corporativo através de derivativos? O presente estudo bibliométrico identificou e analisou 44 pesquisas brasileiras publicadas entre 1999 e 2013 em periódicos classificados pelo sistema Web Qualis da CAPES nos estratos A1, A2, B1 e B2, nas áreas de Administração e Ciências Contábeis; assim como, estudos apresentados nos Congressos ENANPAD e Sociedade Brasileira de Finanças, que têm como variáveis “*hedge*”, “*derivativos*”, “*gestão de risco cambial corporativo*” e “*contabilização de instrumentos financeiros*”. A seguir, foram destacados aqueles que ofereceriam maior potencial de contribuição ao processo de gerenciamento do risco cambial corporativo.

Palavras-Chave: *Hedge. Risco cambial. Derivativos. Publicações.*

Abstract

Much non financial companies has been challenged to manage its foreign exchange risk, and the appropriate use of financial derivatives is among the most effective strategies to eliminate or minimize its risk. Far from trivial, market risks' management requires internal policies' definition; discipline; technical knowledge; accounting and tax impacts' evaluation, among others. Addressed internationally in scientific publications, the corporate foreign exchange risk management has interested financial managers stakeholders, potentially benefited or harmed by the adopted strategy. So, it emerges the question if in Brazil, scientific articles have been approached the foreign exchange corporate risk management by derivatives? This bibliometric study identified and analyzed 44 Brazilian studies published between 1999 and 2013 in journals ranked by Web Qualis CAPES system as A1 , A2 , B1 and B2 , within the areas Administration and Accounting; as well as studies presented in Congresses ENANPAD and Brazilian Society of Finance, whose variables were "hedge", "derivatives", "corporate exchange risk management" and "accounting for financial instruments Finally, that ones which could offer greatest contribution in the process of managing corporate foreign exchange risk were highlighted.

Keywords: *Hedge. Foreign exchange risk. Derivatives. Publication.*

1. Introdução

A simbiótica interação no ambiente financeiro mundial traz grande gama de incertezas para os agentes econômicos, proporcionado a necessidade de geração de estratégias para gestão de riscos. Particularmente para o caso do câmbio.

No Brasil, se a abertura e estabilidade econômicas alcançadas nas últimas décadas trouxeram benefícios, permitindo maior interação com o mercado de capitais internacionais e fortalecimento do mercado financeiro local, também tornaram o país mais vulnerável às crises macroeconômicas mundiais que, entre outros, contribuem para maior volatilidade cambial, assim obrigando as empresas brasileiras a intensificarem suas estratégias de gestão deste risco.

Uma maior eficácia das estratégias de proteção cambial é busca constante dos agentes de mercado, assim pode-se entender os estudos acerca do *hedge* cambial como direcionadores para essa construção. Afinal, como tratado por Hull (2012, p. 47, tradução nossa), o *hedge* perfeito, que elimina completamente os riscos, na prática é raro. O autor complementa o seu pensamento da seguinte maneira:

(...) há sentido que elas façam *hedge* dos riscos associados a essas variáveis na medida em que surgem, para que, então, possam concentrar-se em suas atividades principais – que presumivelmente dominam. Com o uso do *hedge* evitam surpresas desagradáveis (...). (HULL, 2012, p. 49 e 50, tradução nossa).

O Brasil já apresenta um mercado consolidado no que se refere à oferta de derivativos. Considerando o estoque de R\$ 972 bilhões registrados na CETIP até o 3º trimestre de 2013, evidencia-se a liquidez do mercado de balcão. Muito utilizado para operações entre bancos e empresas, este mercado oferece possibilidade de customização, tornando-se mais aderente às diferentes necessidades dos *hedgers*, particularmente quando comparado à padronização característica do mercado de bolsa.

Todavia, na história macroeconômica de diversos países, incluindo o Brasil, eventos envolvendo derivativos especulativos causaram prejuízos e falências de empresas, que contribuiriam para manchar a reputação destes instrumentos como importante ferramenta de proteção contra riscos de mercado. Jorion (2010, p. 29) comenta que alguns administradores financeiros chegaram ao extremo de eliminar todos os derivativos de sua carteira e alguns estados norte-americanos proibiram seu uso em carteiras de investimentos municipais. Ambas medidas refletiriam ignorância sobre a diferenciação entre derivativos para especulação ou proteção. A simples eliminação sem critérios mais elaborados e com a devida parcimônia dos derivativos só contribuiria para o incremento de riscos.

Mundialmente, os estragos financeiros causados pelo uso irresponsável dos derivativos trouxeram várias consequências negativas, mas também resultaram no fortalecimento da legislação, controle e unificação dos padrões contábeis deste mercado. No caso brasileiro, a partir de 2010, os Comitês de Pronunciamentos Contábeis (CPCs) aceleraram o processo de convergência às normas internacionais do IASB (*International Accounting Standards Boarding*). Através de Instrução 475/08, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) exige que os Balanços das empresas de capital aberto contenham análise de sensibilidade dos resultados dos derivativos a diversos cenários.

O estabelecimento de uma política de *hedge* consistente exigiria, entre outros, bom nível de conhecimento técnico, analítico e contábil por parte dos responsáveis nas empresas. Internacionalmente, a bibliografia científica e oferta de cursos disponíveis aos interessados são extensas.

Assim, surge a questão: no Brasil as publicações científicas têm abordado a gestão do risco cambial corporativo através de derivativos?

O objetivo deste artigo é um estudo bibliométrico sobre a produção científica brasileira relacionada à prática do *hedge* cambial corporativo.

Na busca do atingimento do objetivo estabelecido, a presente pesquisa pretende contribuir com essa discussão realizando esse estudo de maneira a verificar se a produção acadêmica nacional sobre o tema é substancial e se atende à premissa de difundir e discutir o *hedge* cambial corporativo.

A volatilidade cambial das últimas décadas, a quantidade de empresas sujeitas a esse risco e a possibilidade de proteção via derivativos justificam a utilidade da compilação de estudos científicos sobre gestão do risco cambial corporativo.

Mendonça (2011, p. 21) explica que o cálculo do valor financeiro é o primeiro passo para que uma empresa conheça seu risco de mercado. De forma macro, a identificação da exposição cambial potencial em empresas brasileiras, foco desse artigo, conta com algumas ferramentas. Anualmente o Ministério do

Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC) divulga uma lista de todas importadoras e exportadoras brasileiras. Em 2012, 42.471 importaram e 18.642 exportaram. Há grandes, médias, pequenas e microempresas; de diversos segmentos e origens, nacionais e multinacionais. Porém, a identificação da prática da *hedge* cambial nessas empresas depende do nível de abertura, transparência, contabilização e auditoria em seus balanços; diretamente relacionada ao porte, é identificada com maior facilidade nos Balanços das SAs de capital aberto na bolsa.

Através de uma amostra constituída pelas 72 participantes da carteira teórica do Índice Bovespa, cujas ações apresentaram maior negociabilidade e representatividade no último quadrimestre de 2013, observa-se como essas empresas gerenciam seu risco cambial. Excluindo-se as empresas financeiras, como bancos e administradoras de cartões de crédito, e eliminando-se a duplicidade de ações preferenciais e ordinárias, foram analisadas as Informações Trimestrais (ITRs) do 3º trimestre de 2013 das 60 empresas não-financeiras resultantes. A existência de exposição cambial ativa ou passiva foi mencionada por 52, das quais 44 possuíam operações de *hedge* em aberto naquela data.

Mendonça (2011, p. 2) aponta alguns inibidores para um maior uso do *hedge* no Brasil: excesso de confiança de gestores envolvidos, medo de serem avaliados incorretamente e falhas na contabilização dessas operações. Além desses, o estabelecimento de política de gestão de riscos inadequada; o desconhecimento sobre os instrumentos derivativos; o descasamento de prazos entre exposição e *hedge*; a preferência pelo risco cambial em detrimento dos custos da operação de proteção, entre outros, também seriam potenciais causadores de destruição do valor de empresas por gestão inadequada.

Este estudo contém cinco partes, incluindo esta Introdução. Na segunda parte, encontra-se um breve referencial teórico relacionado a estudos bibliométricos e utilização de derivativos na gestão de riscos financeiros. A terceira parte contempla a metodologia utilizada na pesquisa: delimitação das publicações acadêmicas, congressos pesquisados e objeto de pesquisa, que resultou em 44 estudos, com identificação dos principais autores. Na parte quatro, foram selecionados e analisados os artigos que ofereceriam maior potencial de contribuição ao gerenciamento do risco cambial. A quinta parte apresenta as conclusões do estudo.

2. Referencial Teórico

2.1. Bibliometria

Araújo (2006, p.2) define bibliometria como técnica quantitativa e estatística de medição dos índices de produção e disseminação do conhecimento científico. Severino (2012, p. 34 e 122) alerta para importância da disseminação do conhecimento produzido que, em invés de arquivado, deve ser colocado em condições de universalização. Realizada a partir do registro disponível, a pesquisa bibliográfica decorre de livros, artigos, teses, etc. Tais textos se tornam fonte do tema estudado, e o pesquisador trabalha a partir das contribuições analíticas neles presentes.

Segundo Ferreira *apud* PIZZANI; SILVA; HAYASHI, (2008, p.70) a justificativa

para estudos bibliométricos decorre da importância de levantamento da produção científica da área. A compilação da bibliografia sobre determinado tema viabiliza uma revisão crítica, identificadora de possíveis linhas de pesquisas prioritárias; amplia o intercâmbio entre profissionais e dissemina a produção científica. Borgman e Furner (2002, p.1) reforçam a contribuição da Internet como facilitadora desses estudos, atualmente realizados de novas maneiras para novas demandas. Já para Morin (2001) a consolidação da bibliometria como método de estudo decorre de uma preocupação com leituras mais ricas da realidade, mais atentas às reivindicações contemporâneas do pensamento complexo.

2.2. Os derivativos e a gestão de riscos financeiros

Marins (2010, p. 13 e 38) define derivativos como direitos/obrigações contratuais, cujos preços derivam dos preços de ativos mais básicos: ações, títulos, moedas ou *commodities*. Entre os participantes desse mercado estão os *hedgers*, que buscam proteção para sua exposição ao risco, e os especuladores, que aceitam correr riscos e contribuem para maior liquidez do sistema. Utilizados responsabilmente, são importantes para qualquer economia e funcionam como instrumentos de proteção aos agentes econômicos. Uma empresa que consegue minimizar seus riscos terá mais estímulos para aumentar seus investimentos. A grande instabilidade global verificada nos preços e taxas dos últimos anos tem sido desfavorável para diversas economias.

No que se refere às empresas não financeiras, a administração de riscos desafia a habilidade dos administradores para minimização das oscilações dos resultados financeiros. Jorion (2010, p.3,4 e 11) classifica os riscos em estratégicos, não-estratégicos e financeiros:

Uma empresa assume os riscos estratégicos visando à vantagem competitiva e à geração de riqueza ao acionista; estão relacionados à atividade da empresa. Já os riscos não-estratégicos resultam de mudanças nos cenários econômicos e políticos e são de difícil proteção.

Os riscos financeiros, por sua vez, estão vinculados à eventuais perdas no mercado financeiro e são passíveis de proteção ou *hedge*. Cabe ao gestor financeiro sua identificação, mensuração e controle. Há empresas que aceitam esses riscos passivamente, algumas tentam alguma vantagem competitiva expondo-se estrategicamente e outras, mais cautelosas, buscam ferramentas para protegerem-se. O risco financeiro resulta da interação dos riscos: de mercado, de crédito, de liquidez, operacional e legal. Especialmente os riscos de mercado e crédito podem ser gerenciados através de instrumentos financeiros derivativos, permitindo à empresa foco na gestão de seus riscos estratégicos e sua atividade. Fazer *hedge* com derivativos assemelha-se a adquirir um seguro, uma vez que viabiliza proteção contra efeitos indesejáveis de variáveis sobre as quais as empresas não têm influência.

Conforme reforçado por Lopes, Galdi e Lima (2011, p.1), a correta utilização de instrumentos financeiros mitiga o risco de determinadas transações, suaviza o resultado da empresa e pode aumentar sua rentabilidade. Sugerem que sejam consideradas três dimensões dos impactos das operações com instrumentos

financeiros: dimensão financeira, avaliação dos possíveis resultados e riscos da operação; dimensão tributária, otimização do pagamento de eventuais impostos decorrentes das operações; e, dimensão contábil, sobre como a operação pode impactar o resultado da empresa e seu balanço patrimonial.

Securato, Securato e Olivo (2010, p.202) reforçam que a gestão global dos riscos da empresa é papel das tesourarias. Trata-se do novo paradigma dos derivativos, que torna essencial o completo conhecimento dos negócios e operações empresariais para tomada de decisão pelo *hedge*, garantindo que resultados operacionais não sejam impactados por eventuais riscos financeiros. Assim, torna-se necessário o profundo conhecimento dos instrumentos derivativos e capacidade analítica para gerenciar exposições através das alternativas de *hedge*.

3. Metodologia

Essa pesquisa exploratório-descritiva pretendeu um estudo bibliométrico de publicações científicas brasileiras relacionados à prática de *hedge* cambial corporativo entre 1999 e 2013. Exploratório, pois busca levantar informações sobre determinado objeto descritiva, pelo registro e análise dos fenômenos estudados (SEVERINO 2012, p.123). O trabalho foi realizado em três etapas: definição do objeto de pesquisa, levantamento e análise do conteúdo dos textos.

3.1 Objeto de Pesquisa e Levantamento de Textos

O objeto de pesquisa foram os artigos sobre gestão do risco cambial através de derivativos em empresas não financeiras brasileiras. Foi delimitado por estudos que abordassem a utilização desses instrumentos financeiros, identificados através de palavras ou expressões como a seguir: “*hedge*”, “derivativos”, “gestão de risco cambial corporativo” e “contabilização de instrumentos financeiros”.

Foram excluídos deste levantamento bibliográfico estudos sobre temas não diretamente relacionados aos citados: derivativos para *trading* e aplicabilidade de modelos estrangeiros de precificação no Brasil. Maioria entre as publicações, estes artigos teriam como público-alvo as empresas financeiras, que objetivam lucros por meio dessas operações. Adicionalmente, foram desconsiderados estudos envolvendo riscos de mercado como juros e *commodities* e estudos de caso sobre a utilização de derivativos por não-financeiras, exclusivamente, em países estrangeiros.

O levantamento bibliométrico foi realizado através do sistema Web Qualis da Capes, disponível no www.qualis.capes.gov.br na Área de Avaliação Administração, Ciências Contábeis e Turismo, classificados nos estratos A1, A2, B1 e B2 atualizados até dezembro de 2013. Foram selecionados 23 periódicos nacionais, que tiveram respeitadas diferenças de data de edição e frequência, conforme TAB 1.

Adicionalmente, nos sites da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ANPAD), www.anpad.org.br, e Sociedade Brasileira de Finanças, www.sbfina.org.br, foram pesquisados os anais dos trabalhos apresentados

nas divisões Finanças e Contabilidade dos 15 Congressos do Encontro Nacional da ANPAD (ENANPAD) entre 1999 e 2013 e nas modalidades Finanças Corporativas, Derivativos e Riscos dos 14 Encontros Brasileiros de Finanças, organizados pela Sociedade Brasileira de Finanças (Sbfin) entre 2000 e 2013.

Tabela 1 - Seleção de Publicações Sistema Web Qualis - Administração, Ciências Contábeis e Turismo

Título da Publicação	Web Qualis	Vol.:1	Entidade
	Capes 2013	Fasc:1	
BAR. Brazilian Administration Review	A2	2004	ANPAD
BBR. Brazilian Business Review	A2	2004	FUCAPE
Organizações & Sociedade	A2	1993	EUFGA
RAC. Revista de Administração Contemporânea	A2	1997	ANPAD
RAE	A2	1961	FGV-SP
Revista Brasileira de Economia	A2	1947	FGV-RJ
Revista Contabilidade & Finanças	A2	1989	FEA-USP
Revista de Administração Pública	A2	1967	FGV-RJ
Cadernos EBAPE.BR (FGV)	B1	2003	FGV-RJ
Contabilidade Vista & Revista	B1	1989	UFMG
RAM. Revista de Administração Mackenzie	B1	2000	Mackenzie
RAUSP - Revista de Administração	B1	1947	FEA-USP
Revista Brasileira de Finanças	B1	2003	SBFin
Revista Brasileira de Gestão de Negócios	B1	2004	FECAP
Revista de Administração da UFSM	B1	2008	UFSM
Revista de Administração da Unimep	B1	2003	UNIMEP
Revista de Ciências da Administração	B1	1998	UFSC
Revista Contabilidade e Organizações	B1	2007	FEA USP-RP
Revista Universo Contábil	B1	2005	FURB
RACE	B2	2007	UNOESC
Análise	B2	1989	PUC-RS
Contabilidade Gestão e Governança	B2	1998	UNB, UFPB e UFRN
Revista Economia & Gestão	B2	2001	PUC-MG

Fonte: www.qualis.capes.gov.br - Pesquisadas de seus respectivos Vol. 1 a Volumes publicados até 31 dez. 2013

Nos periódicos analisados, foram encontrados 27 artigos sobre derivativos, *hedge* Cambial, gestão de risco cambial corporativo e contabilização de derivativos no Brasil, distribuídos em 12 dos 23 periódicos pesquisados. Na TAB 2, que apresenta o *ranking* de artigos por periódicos relacionados ao tema, foi identificada a liderança da *Revista Contabilidade & Finanças* da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP) com 9 pesquisas; seguida pela *Revista de Administração Contemporânea* (RAC) da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ANPAD), com 3. As revistas *Contabilidade Vista* e *Revista da Universidade Federal de Minas Gerais* (UFMG); *Revista de Administração de Empresas* (RAE) da Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, da Fundação Getúlio Vargas (EAESP-FGVSP); *Revista de Administração da USP*

(RAUSP); *Brazilian Review of Finance* da Sbfín; e *Revista Contabilidade e Organizações* da FEA-USP de Ribeirão Preto totalizam 2 artigos cada, seguidas de publicações com 1 ou nenhum artigo relacionado.

Tabela 2 - *Ranking* de Periódicos para Artigos relacionados a Derivativos, *Hedge* Cambial, Gestão de Risco Cambial Corporativo e Contabilização de Derivativos

Título da Publicação	Web Qualis Capes 2013	Artigos	% Total Artigos
Revista Contabilidade & Finanças	A2	9	33,33%
RAC. Revista de Administração Contemporânea	A2	3	11,11%
Contabilidade Vista & Revista	B1	2	7,41%
RAE	A2	2	7,41%
RAUSP - Revista de Administração	B1	2	7,41%
Revista Brasileira de Finanças	B1	2	7,41%
Revista Contabilidade e Organizações	B1	2	7,41%
BBR. Brazilian Business Review	A2	1	3,70%
Contabilidade Gestão e Governança	B2	1	3,70%
RAM. Revista de Administração Mackenzie	B1	1	3,70%
Revista Economia & Gestão	B2	1	3,70%
Revista Universo Contábil	B1	1	3,70%
Revista Brasileira de Gestão de Negócios	B1	0	0,00%
Análise	B2	0	0,00%
BAR. Brazilian Administration Review	A2	0	0,00%
Cadernos EBAPE.BR	B1	0	0,00%
Organizações & Sociedade	A2	0	0,00%
RACE	B2	0	0,00%
Revista Brasileira de Economia	A2	0	0,00%
Revista de Administração da UFSM	B1	0	0,00%
Revista de Administração da Unimep	B1	0	0,00%
Revista de Administração Pública	A2	0	0,00%
Revista de Ciências da Administração	B1	0	0,00%
Total		27	100,00%

Fonte: www.qualis.capes.gov.br

Sites das publicações pesquisados de seus Vol. 1 a 31 dez. 2013

Nos Congressos ENANPAD de 1999 a 2013, dos 1334 artigos das divisões Finanças e Contabilidade, 15 trataram de derivativos, *hedge* Cambial, gestão de risco cambial corporativo e contabilização de derivativos, conforme TAB 3. Foram desconsiderados os 1º e 2º ENANPADs 1997 e 1998, pois não foram apresentados trabalhos sobre os objetivos dessa pesquisa. Nos Encontros Brasileiros de Finanças de 2000 a 2013, das 540 publicações nas modalidades Finanças Corporativas, Derivativos e Riscos, 10 especificavam o tema em estudo (TAB 4).

Tabela 3- ENANPAD de 1999 - 2013: artigos sobre Utilização de derivativos cambiais por empresas não-financeiras

ENANPAD de 1999 a 2013	Artigos Total Geral	% Total Artigos	Artigos Estudados	% Total Artigos	% Artigos Estudados do Total Geral
Finanças	736	55,17%	7	46,67%	0,52%
Contabilidade	598	44,83%	8	53,33%	0,04%
Total Geral	1334	100,00%	15	100,00%	

Fonte: www.anpad.org.br. Acesso até: 13 nov. 2013.

Tabela 4- Encontro Brasileiro de Finanças de 2000 - 2013: artigos sobre utilização de derivativos cambiais por empresas não financeiras

Encontro Brasileiro de Finanças 2000 a 2013	Artigos Total Geral	% Total Artigos	Artigos Estudados	% Total Artigos	% Artigos Estudados do Total Geral
Finanças Corporativas	339	62,78%	5	50,00%	0,93%
Derivativos e Risco	201	37,22%	5	50,00%	0,93%
Total Geral	540	100,00%	10	100,00%	

Fonte: www.sbfm.org.br. Acesso até: 13 nov. 2013.

A FIG 1 traz a distribuição de frequência dos artigos no tempo, entre 1999 e 2013.

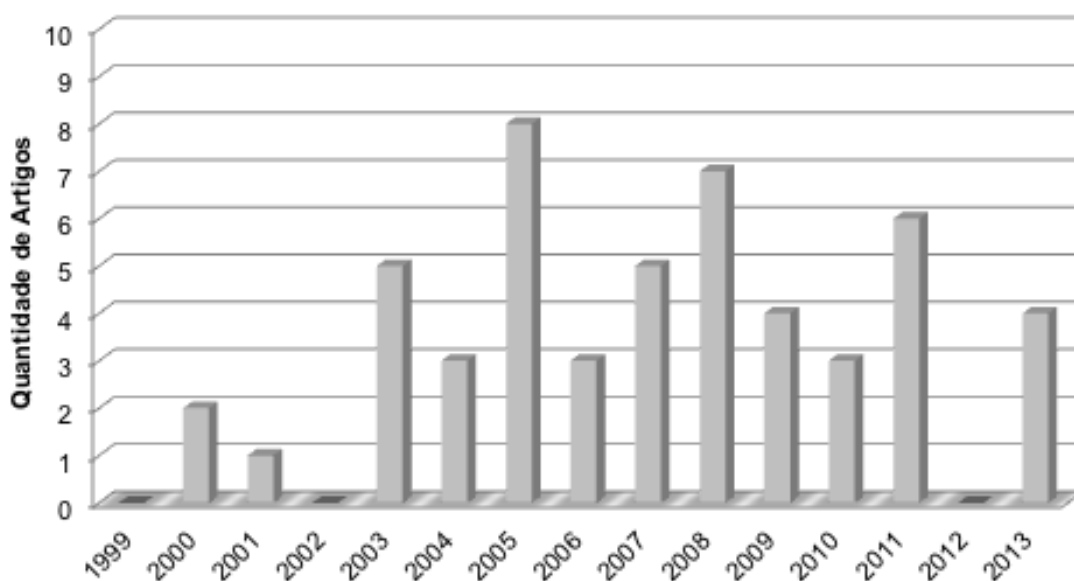


Figura 1. Frequência artigos relacionados a *hedge* cambial via Derivativos
 Fonte: elaboração própria baseada em dados de Periódicos e Congressos

A TAB 5, por sua vez, apresenta o ano das publicações científicas nos respectivos periódicos e congressos, com exceção de 1999, 2002 e 2012, anos em que não houve estudos relacionados à temática delimitada nesse levantamento bibliométrico. Embora fossem originalmente considerados 51 artigos, foram excluídos sete artigos por se tratarem de duplicações tendo em vista suas apresentações concomitantes em Congressos e em periódicos. Dessa forma foram considerados 44 artigos que, para uma melhor estruturação do presente estudo, foram divididos em duas abordagens temáticas: a) Contabilização de Derivativos e b) Práticas de Gestão do Risco Cambial Corporativo.

Tabela 5. Quantidade de artigos: Derivativos para Hedge, Gestão do Risco Cambial Corporativo e Contabilização de Derivativos

Fonte/Ano abreviadas	00	01	03	04	05	06	07	08	09	10	11	13	Total
BAR.				-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BBR.				-	-	-	-	-	-	-	-	1	1
O & S	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
RAC.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	2
RAE	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-	2
Rev.Bras.Econ.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rev.Cont.&Fin.	-	1	3	-	3	-	-	-	-	1	1	-	9
Rev.AdmPública	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBAPE.BR				-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cont.Vista&Rev.	1	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	2
RAM.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1
RAUSP	-	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-	-	2
Rev.Br.deFin.				-	-	-	1	-	-	-	1	-	2
Rev.Br.G.Neg.				-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rev Adm.UFSM								-	-	-	-	-	-
Rev.Ad.Unimep				-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rev.Cn.da Adm.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rev.Cont.eOrg.							-	1	1	-	-	-	2
Rev.Un.Contábil					-	-	-	-	-	-	-	1	1
RACE							-	-	-	-	-	-	-
Análise	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ct.Gest.Govça.	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1
Rev.Ec.&Gestão		-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	1
ENANPAD	-	-	2	2	4	1	1	2	1	1	1	-	15
SBFIN	-	-	-	1	1	1	1	2	2	1	1	-	10
Total	2	1	5	3	8	3	5	7	4	3	6	4	51
Publicadores / ano	2	1	2	2	3	3	4	4	3	3	6	4	37

Fonte: WEB Qualis, ANPAD e SBFIN - consultados até 31 dez. 2013

Uma possível explicação para o número elevado de 8 artigos publicados em 2005 foi a introdução da Instrução Normativa 235 da CVM, que passou a obrigar as empresas não-financeiras a evidenciarem operações de derivativos nas notas explicativas de seus demonstrativos. Adicionalmente, a debatida crise dos derivativos tóxicos de 2007-2008, provocadora de curiosidade acerca do tema, poderia explicar os 7 artigos publicados em 2008. Nos demais anos, a frequência foi variada.

A abordagem temática Contabilização de Derivativos totalizou 17 estudos entre 1999 e 2013 e reflete a evolução das exigências por maior transparência no registro dessas operações em balanços patrimoniais. Nesse período, os derivativos passaram de *off-balance* para *on-balance*; acelerou-se a convergência entre as normas contábeis nacionais às internacionais; e a CVM passou a exigir que as empresas abertas em bolsa expliquem em seus demonstrativos o porquê da realização dessas operações, acompanhado de *stress-test* do impacto dos riscos de mercado nos resultados em diversos cenários. Todas essas medidas podem contribuir para utilização responsável de derivativos. A TAB 6 apresenta uma síntese dos artigos analisados referentes à Contabilização de Derivativos.

Tabela 6. Abordagem Temática: Contabilização - Levantamento Bibliométrico: A prática do hedge cambial através de derivativos por empresas não-financeiras

Ano	Autores	Título / Publicado em	Objetivo e/ou Conclusão
2000	Lima, A. L. A.; Beuren, I. M.	Derivativos. Conceituação, caracterização e tratamento contábil. Contabilidade, Gestão e Governança, v.3, n.1, p.144-169, 2000.	Evidenciou a preocupação das autoridades com o registro dessas operações nos balanços.
2001	Lopes, A.B.; Lima, I.S.	Perspectivas para a pesquisa em contabilidade: o impacto dos derivativos. Revista Contabilidade & Finanças, vol.12, n.26, pp. 25-41, mai./ago. 2001.	Os derivativos oferecem rico campo para pesquisa em contabilidade.
2003	Lopes, A. B.; Santos, N. S.	A administração do lucro contábil e os critérios para determinação da eficácia do hedge accounting: utilização da correlação simples dentro do arcabouço do sfas nº 1331. Revista Contabilidade & Finanças. vol.14 no.31, São Paulo, p.16-25, jan./abr. 2003.	Avalia como positivo o impacto do FASB 133, que trata do <i>hedge accounting</i> , para as empresas.
	Costa Junior, J. V.	Uma avaliação do nível de evidenciação das companhias abertas, no Brasil, no tocante aos instrumentos. Revista Contabilidade & Finanças, São Paulo, vol.14, n.32, p. 23-39. mai./ago. 2003.	Com base na CVM 235/95 avaliou que empresas abertas apresentavam evidenciação inadequada sobre fatores de risco de mercado e estratégias com derivativos.
	Amaral, C. A. L. V.	Derivativos: o que são e a evolução quanto ao aspecto contábil. Revista Contabilidade & Finanças. São Paulo, vol.14, n.32, pp. 71-80. mai./ago. 2003.	Mostrou a evolução na forma de contabilização, finalizando com o FAS 133 na forma de mensurá-los.

(continua)

Tabela 6. Abordagem Temática: Contabilização - Levantamento Bibliométrico: A prática do hedge cambial através de derivativos por empresas não-financeiras (continuação)

Ano	Autores	Título / Publicado em	Objetivo e/ou Conclusão
2003	Silva, E. P. L.S.; Oliveira, J. L.; Júnior, A. J. F.	Um Comparativo entre as Regras Contábeis Americanas, Internacionais e Brasileiras para a Contabilização das Operações de Hedge. Atibaia-SP, ENANPAD set. 2003.	Aprofundamento da prática de <i>hedge accounting</i> , sistemática das operações de hedge
2004	Darós, L. L.; Borba, J. A.	Evidenciação de Instrumentos Financeiros Derivativos nas Demonstrações Contábeis: uma Análise das Empresas Brasileiras ENAMPAD set. 2004 e Revista Contabilidade & Finanças, São Paulo, vol.16, n.39, pp. 68-80. set./dez. 2005.	Analisou demonstrações contábeis das 20 maiores empresas brasileiras não financeiras de acordo com a receita líquida e sua adequação à IN 235 da CVM. A maioria não atendia à norma.
2005	Lameira, V. J.; Figueiredo, A.C.; Ness Jr, W.L.	Hedge, redução de volatilidade dos lucros e o efeito sobre o imposto de renda das companhias abertas brasileiras. Revista Contabilidade & Finanças. vol.16, n.38, pp. 31-46. set./dez. 2005.	Identificou que as companhias teriam benefícios fiscais ao fazer hedge, derivado de expectativa de queda da carga tributária.
	Darós, L. L.; Borba, J. A.	Evidenciação de Instrumentos Financeiros Derivativos nas Demonstrações Contábeis: uma Comparação entre as Informações Divulgadas no Brasil e nos Estados Unidos pelas Empresas Brasileiras Emitentes de American Depositary Receipts – ADRs. Brasília-DF, ENAMPAD set. 2005.	Analisou demonstrações contábeis de 20 empresas brasileiras comparando informações divulgadas localmente e nos EUA, pelos emitentes de ADRs. A maioria não atende à norma.

(continua)

Tabela 6. Abordagem Temática: Contabilização - Levantamento Bibliométrico: A prática do hedge cambial através de derivativos por empresas não-financeiras (continuação)

Ano	Autores	Título / Publicado em	Objetivo e/ou Conclusão
2007	Capelletto, L. R.; Oliveira, J. L.; Carvalho, L. N.	Aspectos do <i>hedge accounting</i> não implementados no Brasil. Brasília-DF, ENANPAD set. 2005 e Revista de Administração. São Paulo Vol.42, N. 4, p.511-523, out./nov./dez. 2007.	Constatou diferenças entre as normas do FASB e IASB para <i>hedge accounting</i> e as práticas adotadas pelas empresas brasileiras.
2008	Alves, C. L. O.; Moreira, C.F.P.; Silva, A. S.; <i>et al</i>	Utilização e <i>Disclosure</i> de Derivativos em um Período de Depreciação Cambial: uma análise das empresas do setor elétrico brasileiro listadas na Bovespa. Rio de Janeiro-RJ, ENAMPAD set.2008.	Os resultados revelaram que metade das empresas utilizava derivativos cambiais, mas, a despeito do incipiente avanço das normas brasileiras em direção às normas internacionais, ainda existem lacunas a serem preenchidas quanto à divulgação destes instrumentos financeiros.
2009	Murcia, F. D.; Santos, A.	Regulação Contábil e a divulgação de informações de operações com instrumentos financeiros derivativos: análise do impacto da CVM 566/08 e 475/08 no disclosure das companhias abertas no Brasil. São Paulo-SP, ENANPAD set. 2009 e Revista Contabilidade e Organização, Ribeirão Preto, v. 3, n. 6, p. 3–21, maio/ago. 2009.	Houve melhora no <i>disclosure</i> mas, as empresas ainda não divulgam integralmente todas informações exigidas pelas normas.
2010	Burlá, L.A.A.; Gonçalves, E.D.L.	Gestão de risco e os impactos da instrução normativa CVM nº 550: análise empírica. Revista Contabilidade & Finanças. São Paulo, vol.21, n.53, pp. 1-21, mai./ago. 2010.	Resultados da análise com 107 empresas mostram que após IN550 CVM diminuiu o uso de derivativos, incentivando empresas a contratá-los com prudência.

(continua)

Tabela 6. Abordagem Temática: Contabilização - Levantamento Bibliométrico: A prática do hedge cambial através de derivativos por empresas não-financeiras (continuação)

Ano	Autores	Título / Publicado em	Objetivo e/ou Conclusão
2011	Mapuranga, P.V.R.; Ponte, V.M.R.; Coelho, A.C.D.; <i>et al</i>	Determinantes do nível de disclosure de instrumentos financeiros derivativos em firmas brasileiras. Revista Contabilidade & Finanças. São Paulo, vol.22, n.57, pp. 263-278, set./out./nov/dez. 2011.	Nenhuma empresa analisada apresentou todos itens de evidenciação.
	Assato, C. A.; Silveira, H. P.	Reflexos da Evidenciação de Operações com Derivativos na Variação do Retorno das Ações das Empresas Brasileiras Não – Financeiras. Rio de Janeiro-RJ, XXXV ENANPAD set.2011.	Identificou significância estatística dos reflexos da evidenciação das operações com derivativos no retorno das ações de empresas brasileiras não-financeiras.
2013	Malaquias, R.F.; Lemes, S.	Disclosure de instrumentos financeiros segundo as normas internacionais de contabilidade: evidências empíricas de empresas brasileiras. <i>Brazilian Business Review</i> , Vitória-ES, v.10, n.1, p. 01 – 26, jan.-mar. 2013.	Com base em uma amostra de 24 empresas não financeiras entre 2002 a2006. Empresas de setores regulamentados, empresas com maior tempo na emissão de ADRs e empresas maiores apresentaram melhores níveis de evidenciação.
2013	Peleias, I.R.; Caetano, G.; Parisi, C (et al)	Produção Científica sobre controle interno e gestão de riscos no ENANPAD e Congresso USP: análise bibliométrica no período 2001-2011. Revista Universo Contábil, Blumenau, v. 9, n. 4, p. 29-49, out./dez., 2013	Bibliometria baseada na Lei de Lotka de produtividade dos autores.

Fonte: dados da pesquisa

Por seu lado, a abordagem temática de Práticas de Gestão do Risco Cambial Corporativos esteve presente em 27 artigos no período analisado. De forma geral, as pesquisas envolvendo empresas não-financeiras objetivam: identificar as práticas mais adotadas, como são calculadas as exposições cambiais, seu impacto nos balanços e produtos mais utilizados. Esses artigos estão apresentados na TAB 7.

Tabela 7. Abordagem Temática: Práticas de Gestão do Risco Cambial - Levantamento Bibliométrico: A prática do hedge cambial através de derivativos por empresas não-financeiras

Ano	Autores	Título	Objetivo e/ou Conclusão
2000	Amaral, H. F.; Souza, J. D.; França, R.C.	O Swap como Instrumento de Hedge: Um Estudo de Caso no Setor Siderúrgico Brasileiro. Contabilidade Vista & Revista, Vol. 11, No 1, p.45-54, abr.2000	O Swap é o instrumento de hedge mais utilizado no setor siderúrgico brasileiro graças à sua adequação às demandas empresa.
2004	Paz, L. S.	Impacto da Desvalorização Cambial sobre os Investimentos das Firms Endividadas em Dólar. Rio de Janeiro-RJ, 4o Encontro SBFIN, jul. 2004.	Utilização do modelo de Bleakley e Cowan (2002) para estimar o efeito alta do dólar no balanço das firmas brasileiras e seu uso para <i>hedge</i> cambial.
2004	Saito, R.;Schiozer, R. F.	Uso de Derivativos e Gerenciamento de Risco em Empresas Não-Financeiras: uma Comparação entre Evidências Brasileiras e Internacionais. Curitiba-PR, XXVIII ENANPAD set. 2004.	O artigo revela o resultado de pesquisa sobre o uso de derivativos em 50 empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto. A proporção de empresas que usam derivativos no Brasil e exterior é similar. Evidências sugerem que os gestores usam os derivativos com finalidade de proteção, não especulação.

(continua)

Tabela 7. Abordagem Temática: Práticas de Gestão do Risco Cambial - Levantamento Bibliométrico: A prática do hedge cambial através de derivativos por empresas não-financeiras (continuação)

Ano	Autores	Título	Objetivo e/ou Conclusão
2005	Kimura, H.;Pereira, L.C.J.	Modelo de otimização da gestão de risco em empresas não financeiras. Atibaia-SP, XXVIIENANPAD set. 2003 e Revista Contabilidade & Finanças. São Paulo, vol.16, n.37, pp. 59-72, jan./abr. 2005.	Apresenta desenvolvimento de modelo de otimização da gestão de riscos, através de identificação de estratégia de hedge que maximiza esperança de lucros.
	Oliveira, F. N.; Novaes Filho, W.	Demanda De Derivativos De Câmbio No Brasil. Hedge Ou Especulação? São Paulo-SP, 5o Encontro SBFIN jul. 2005.	Exame empírico da demanda de derivativos de câmbio de empresas brasileiras de capital aberto. 42 empresas de capital aberto que fizeram hedge no mercado de derivativos de câmbio e 51 que especularam.
	Araújo, D. L.;Bressan, A. A.; Goulart, C.P.	Proteção Cambial com Contratos Futuros: uma análise comparativa da efetividade de modelos de hedge. Brasília-DF, ENANPAD set. 2005	O objetivo desta pesquisa consistiu em avaliar a efetividade de hedge de quatro modelos de proteção para o gerenciamento do risco cambial.
	Saito, R.; Schiozer, R. F.	Determinantes da Gestão de Risco em Empresas de Capital Aberto no Brasil. Brasília-DF, XXIX ENANPAD set. 2005.	Evidências empíricas sobre os fatores determinantes para a decisão de gerenciar riscos usando derivativos em empresas não financeiras no Brasil, utilizando uma amostra de 71 empresas listadas na BOVESPA. A decisão de usar derivativos está principalmente ligada ao nível de exposição cambial.

(continua)

Tabela 7. Abordagem Temática: Práticas de Gestão do Risco Cambial - Levantamento Bibliométrico: A prática do hedge cambial através de derivativos por empresas não-financeiras (continuação)

Ano	Autores	Título	Objetivo e/ou Conclusão
2006	Hoji, M.; Costa, Reinaldo, P.	Gestão de Resultado por Meio de um Modelo de Tomada de Decisão de Hedge. Contabilidade Vista & Revista, São Paulo, Vol. 17, No 2, p.31-46. abr./jun. 2006.	Apresentação de modelo de simulação e abordagens de decisão de hedge de custos.
2006	Rossi Jr, J. L.	Corporate Foreign Vulnerability, Financial Policies and the Exchange Rate Regime: Evidence from Brazil. Vitória-ES, 6o Encontro SBFIN jul. 2006.	Comprova a relação entre o regime cambial e a vulnerabilidade das políticas financeiras para empresas brasileiras entre 1996 e 2002.
2006	Guimarães, I. C.; Parisi, C.; Pereira, A. C.	Análise das Práticas de Gestão de Riscos nas Empresas Não-Financeiras de Capital Aberto da Cidade de São Paulo: uma Percepção dos Gestores de Riscos e Controllers. Salvador-BA, ENANPAD set. 2006.	A gestão de riscos faz parte da realidade das empresas não-financeiras pesquisadas, seja por imposição legal ou por importância gerencial, dando a sua contribuição ao processo decisório por meio de seus instrumentos.
2007	Saito, R. ; Schiozer, R. F.	Uso derivativos em empresas não-financeiras listadas em bolsa no Brasil. Revista de Administração, São Paulo, v.42, n.1, p.97-107, jan./fev./mar. 2007.	Pesquisou 74 empresas não-financeiras de capital aberto sobre o uso de derivativos. A principal intenção é gerenciar riscos, não especular. A preocupação dos gestores brasileiros está mais ligada aos arcabouços legal e institucional do que aos aspectos econômico-financeiros.

(continua)

Tabela 7. Abordagem Temática: Práticas de Gestão do Risco Cambial - Levantamento Bibliométrico: A prática do hedge cambial através de derivativos por empresas não-financeiras (continuação)

Ano	Autores	Título	Objetivo e/ou Conclusão
	Rossi Jr, J. L.	<i>The Use of Currency Derivatives by Brazilian Companies: An Empirical Investigation.</i> <i>Rio de Janeiro-RJ XXXI ENANPAD 2007 e Revista Brasileira de Finanças, São Paulo, Vol. 5, No 2, pp- 205-232. 2007.</i>	Estudou o uso de derivativos de moeda em empresas entre 1996 e 2004. Fatores específicos do país e ambiente macroeconômico são importantes para política de gestão de riscos. O uso de derivativos impacta a decisão da empresa sobre estrutura de capital e composição da moeda de sua dívida.
	Tavares, G. A.; Sheng, H. H.	Estimando a Variação Cambial de Empresas de BOVESPA. São Paulo-SP, 7o Encontro SBFIN jul. 2007.	Neste artigo foram estimados coeficientes de sensibilidade ao câmbio de 39 ações listadas na Bovespa. A maioria das empresas (23) apresentou exposição significante ao câmbio e dentre essas, apenas 6 são favorecidas por desvalorizações cambiais.
2008	Rossi Jr, J. L.	A utilização de Derivativos agrega valor à firma? Um estudo de caso brasileiro. Rio de Janeiro-RJ, 8º Encontro Sbfm e RAE - Revista de Administração de Empresas, São Paulo, vol. 48, n. 4, out-dez 2008.	Examina o uso de derivativos e comprova seu impacto sobre o valor da firma numa amostra de empresas listadas entre 1996-2006.

(continua)

Tabela 7. Abordagem Temática: Práticas de Gestão do Risco Cambial - Levantamento Bibliométrico: A prática do hedge cambial através de derivativos por empresas não-financeiras (continuação)

Ano	Autores	Título	Objetivo e/ou Conclusão
2008	Saito, R. ; Schiozer, R. F.	Por que o <i>hedge</i> parcial é ótimo? RAE - Revista de Administração de Empresas, São Paulo, vol. 48, n. 1, jan-mar 2008.	Análise de 2 <i>papers</i> americanos sobre gestão de risco corporativo. No Brasil os estudos ainda não seriam aplicáveis por falta de <i>disclosure</i> nos Balanços (na época)
	Gimenes, R.M.T.	Gestão de Risco: análise da utilização de derivativos financeiros pelas cooperativas agropecuárias do Estado do Paraná. Revista Contabilidade e Organizações, Ribeirão Preto, v. 2, n. 4, p. 23-39 set-dez. 2008.	Administradores gerenciam com derivativos a exposição cambial, seguida pela taxa de juros, commodities, patrimônio. Os aspectos institucionais foram revelados como a maior preocupação, apesar da volatilidade dos mercados brasileiros.
	Sheng, H. H. ; Karche, C.; Hubert Jr, P.	Um modelo alternativo de identificação de riscos em empresas não-financeiras. Rio de Janeiro-RJ, 8o Encontro SBFIN jul. 2008.	Aplicação do EaR (<i>Earnings at Risk</i>) como medida de risco financeiro para empresas não-financeiras, tomando o ramo de papel e celulose como exemplo. Na presença de correlação, o modelo proposto apresenta previsões confiáveis e precisas.
	Cruz, C; Teixeira, A.; Teixeira, A.M.C.	Efeitos da Taxa de Câmbio Sobre a Lucratividade das Empresas Exportadoras e Não-Exportadoras. Rio de Janeiro-RJ, XXXII ENANPAD set. 2008.	Os testes econométricos confirmam a hipótese nula de que a lucratividade das empresas brasileiras exportadoras e não-exportadoras, são afetadas negativamente por choques e crises cambiais.

(continua)

Tabela 7. Abordagem Temática: Práticas de Gestão do Risco Cambial - Levantamento Bibliométrico: A prática do hedge cambial através de derivativos por empresas não-financeiras (continuação)

Ano	Autores	Título	Objetivo e/ou Conclusão
2009	Rossi Jr, José Luiz	Exposição Cambial Não-Linear: Evidência através de Empresas Brasileiras. São Leopoldo-RS, 9o Encontro SBFIN jul. 2009.	O trabalho analisa a exposição cambial de uma amostra de empresas brasileiras não-financeiras no período de 1999 a 2009 através da utilização de um modelo não-linear auto-regressivo de transição suave (STAR). Os resultados confirmam a importância do emprego de modelos não-lineares na estimação da exposição cambial das empresas brasileiras.
2010	Lopes, J.L.G.; Schiozer, R. F.	Gestão de Risco e Especulação com Derivativos Cambiais: Evidências de Operações Reais. São Paulo-SP, 10o Encontro SBFIN jul.2010.	Os resultados revelam fortes indícios de que as decisões de tomada e desmonte de posições em derivativos tenham influência especulativa. Tais situações são de difícil identificação por se confundirem com operações destinadas à redução de risco da companhia.
	Zani, T. B.; Zanini, F.A.M.; Zani, J.	Governança Corporativa e Conflito de Agência: Estudo de caso sobre a utilização de derivativos cambiais por cinco grandes empresas brasileiras. ENANPAD set. 2010	Após a análise dos dados coletados, concluiu-se que, embora a maioria das empresas verbalizem que dão importância e que estão realizando as melhores práticas de governança corporativa, não estavam dando grande importância à Instrução CVM nº235 sobre a utilização dos derivativos.

(continua)

Tabela 7. Abordagem Temática: Práticas de Gestão do Risco Cambial - Levantamento Bibliométrico: A prática do hedge cambial através de derivativos por empresas não-financeiras (continuação)

Ano	Autores	Título	Objetivo e/ou Conclusão
2011	Serafini, D. G.; Sheng, H.H.	O uso de derivativos de taxa de câmbio e o valor de mercado das empresas brasileiras listadas na Bovespa. São Leopoldo-RS, 9º Encontro Sbfin, jul. 2009 e Revista de Administração Contemporânea, Curitiba, vol.15 no.2 p.283-303, mar./abr. 2011.	Examina impacto da utilização de derivativos de moedas no valor de mercado de 48 empresas listadas na BOVESPA. Hipótese de que aumento o valor de mercado da firma foi aceita.
	Klotzle, M.C.; Pinto, A.C.F.; Simões, M.D.; Gome, L.L.	Hedge Effectiveness in the Brazilian US Dollar Futures Market. <i>Brazilian Review of Finance</i> , Rio de Janeiro, Vol 9, No 3, p.365-382 2011.	Apresentou melhoriana efetividade do <i>hedge</i> pelos GARCH em relação às estratégias ingênua e MQO.
	Matsumoto, G. U.; Ribeiro, K.C.S.; Ferreira, L.G.	Brazil Foods: Oportunidade ou necessidade? Revista Economia & Gestão, Rio de Janeiro, v.11, n.5 jan./abr. 2011.	Análise do Balanço da Brasil Foods versus Sadia e Perdigão pós-fusão decorrente da crise gerada pelos derivativos erroneamente utilizados.
	Rossi, J.L.;Minardi, A.; Ferro, L.	Uso de derivativos, especulação e Governança Corporativa. Rio de Janeiro-RJ, 11o Encontro SBFIN 2011.	Os resultados indicam que a presença de um Conselho Fiscal permanente diminuiria a probabilidade de uma empresa de especular com derivativos. Por último, o estudo encontra forte evidência de que o tamanho de uma empresa pode aumentar a probabilidade da empresa especular com derivativos.

(continua)

Tabela 7. Abordagem Temática: Práticas de Gestão do Risco Cambial - Levantamento Bibliométrico: A prática do hedge cambial através de derivativos por empresas não-financeiras (continuação)

Ano	Autores	Título	Objetivo e/ou Conclusão
2013	Lopes, J. L.G.L.; Schiozer, R.F.; Shenge,H.H.	Hedge e Especulação com Derivativos Cambiais: Evidências de Operações Cotidianas. Revista de Administração Contemporânea, Rio de Janeiro, v. 17, n. 4, art. 3,pp. 438-458, Jul./Ago. 2013.	Os resultados mostram que, entre 2003 e 2008, houve forte componente especulativo nas decisões cotidianas de tomada e desmonte de posições com derivativos cambiais das empresas. Já no período de 2009 a 2011, não se identificou tal comportamento especulativo. Os resultados reforçam a evidência de que as grandes perdas com derivativos cambiais em 2008 tenham funcionado como um alerta para maior monitoramento dessas operações.
	Ribeiro,P.L.; Machado, S.J.; Rossi, J.L.	Swap, futuro e opções: impacto do uso de instrumentos derivativos sobre o valor das firmas brasileiras. RAM - Rev.ADM. Mackenzie, São Paulo, v.14, n.1, jan-fev. 2013.	O uso de derivativos teve impacto positivo no valor de não-financeiras avaliadas entre 2004 e 2007.

Fonte: dados da pesquisa

A TAB 8 contém os principais autores brasileiros identificados nesse levantamento bibliográfico.

Tabela 8 - Principais autores brasileiros: Derivativos: Gestão do Risco Cambial Corporativo e sua Contabilização - 1999 a 201

Autores	Quantidade de Publicações	%
Rossi Jr, JoséL.	6	22,22%
Schiozer, Rafael F.	5	18,52%
Saito, Richard	4	14,81%
Sheng, Hsia. H.	4	14,81%
Borba, José. A.	2	7,41%
Darós, Leandro. L.	2	7,41%
Lopes, Alexsandro B.	2	7,41%
Lopes, João Luis. G.	2	7,41%
Total Geral	27	100,00%

Fonte: dados da pesquisa

4. Análise do conteúdo dos textos

Nessa etapa, após análise do conteúdo dos 44 artigos no período entre 1999 e 2013, foram selecionados estudos potencialmente interessantes a gestores financeiros, que buscam ferramentas adicionais relacionadas à gestão do risco cambial corporativo.

Saito e Schiozer (2004, 2005 e 2007) pesquisaram sobre as motivações para o uso de derivativos por empresas não-financeiras e concluíram que o câmbio é o principal risco de mercado gerenciado. Paralelamente, aspectos institucionais-legais, como contabilização e tratamento tributário dessas operações, estariam entre as principais preocupações dos administradores financeiros.

Os artigos sobre contabilização de derivativos, pesquisados entre 1999 e 2013, acompanharam o processo por maior transparência no registro dessas operações e a convergência das normas contábeis brasileiras às internacionais. Diversas pesquisas comparam a aderência dos demonstrativos financeiros à atualização das normas contábeis e os níveis de evidenciação dessas operações nos demonstrativos financeiros, que evoluíram nos últimos anos.

No que se refere ao *hedge accounting*, Lopes e Santos (2003) identificaram como positiva a utilização dessa metodologia de registro dos derivativos na administração do resultado contábil empresarial e, na época, difundida nos Estados Unidos através do FASB 133. Através do *hedge accounting*, os resultados das operações de *hedge* são diferidos juntamente com a exposição que está sendo "*hedged*", respeitando-se o princípio da confrontação entre receita e despesa; o resultado é impactado apenas pela parte ineficaz do *hedge*. Em operações de *hedge* perfeito, não há impacto no resultado. Assato e Silveira (2011) concluíram que o cumprimento das normas da CVM (Deliberação 550/08 e Instrução Normativa 475/08), relacionadas estas à evidenciação dos derivativos nos demonstrativos financeiros, teve efeito positivo no retorno das ações de empresas abertas.

Considerando a preocupação das empresas com a elevada carga tributária brasileira Lameira, Figueiredo e Ness (2005) confrontaram o I.R. pago por companhias abertas em 2003, com os valores de *hedge* em 2002 e 2003 e os prejuízos acumulados em 2003 e identificaram que o *hedge* gera efeito positivo redutor do Imposto de Renda pago por empresas que oscilam entre lucro e prejuízo e em cenários de alta volatilidade cambial.

O impacto da volatilidade cambial sobre decisões de investimento e endividamento das empresas foi considerado negativo em estudos. Paz (2004) avaliou o impacto da desvalorização do câmbio sobre o investimento das empresas e concluiu que empresas com endividamento em dólar superior a 20% de seus ativos investiriam menos dos que as não endividadas em dólar ou as que se protegem. Para Rossi (2007) o uso de derivativos afeta a decisão empresarial sobre estrutura de capital e composição da moeda do endividamento.

A volatilidade cambial também afeta negativamente as empresas. Tavares e Sheng (2007) alertaram para o impacto negativo da desvalorização cambial em 39 empresas analisadas, que favoreceu apenas 6 firmas. Paralelamente, Cruz, Teixeira e Teixeira (2008) concluíram através de estudo econométrico que exportadoras e não-exportadoras são negativamente afetadas por choques cambiais.

O nível ideal de *hedge* para uma empresa foi abordado por Kimura e Pereira (2005), apresentaram um modelo matemático para cálculo do nível de *hedge* ótimo, que maximiza o lucro esperado pelas empresas. Trouxeram como principais resultados: aumento da esperança de lucros, redução de incerteza relacionada a investimentos, maior estabilidade do nível ótimo de investimento e endividamento e menor volatilidade nos resultados das empresas.

Saito e Schiozer (2008) analisaram dois estudos internacionais sobre a magnitude da gestão de riscos, o modelo de Froot, Scharfstein e Stein (1993) aborda o tipo de risco que a empresa deve proteger e a proporção de proteção da exposição; concluíram que o *hedge* parcial pode ser ótimo. O estudo de Tufano (1996), que utiliza metodologia de medida do quanto da exposição foi eliminada com a atividade de *hedge*, concluiu que a prática de gestão de risco estaria mais ligada à aversão a risco dos gestores que à maximização de lucros das empresas. Segundo os autores, na época em que o artigo foi publicado, a falta de maior *disclosure* das operações de derivativos nos demonstrativos financeiros dificultava pesquisas com essa temática no Brasil.

No que se refere ao impacto da utilização de derivativos sobre o valor da firma, Rossi (2008) publicou artigo favorável à utilização desses instrumentos, com finalidade de proteção, sobre o valor das empresas. Em pesquisa posterior, Serafini e Sheng (2011) chegaram à conclusão semelhante: o uso responsável de derivativos contribui para o aumento do valor das 48 empresas listadas analisadas.

A relação entre o uso de derivativos e as boas práticas de Governança Corporativa pesquisada por Rossi, Minardi e Ferro (2011) e Lopes, Schiozer e Shenge (2013) revelam o aprendizado adquirido pelas empresas pós-crise de 2008 e grandes perdas com derivativos cambiais especulativos, houve melhoria de processos internos e restrição do uso de derivativos à finalidade de proteção.

Entre os tipos de derivativos mais utilizados, Ribeiro, Machado e Rossi (2013) analisaram o impacto da utilização dos instrumentos Swaps, Futuros e/ou Opções

sobre o valor da firma entre 2004 e 2007. Embora todos positivos, Swaps e Futuros apresentaram resultados superiores ao das Opções, mostrando que há diferença no efeito associado aos diferentes instrumentos.

5. Considerações Finais

O presente levantamento bibliométrico sobre artigos relacionados à gestão do risco cambial corporativo através de derivativos identificou 44 estudos em Revistas Acadêmicas de Administração e Contabilidade classificadas pela CAPES nos extratos A1, A2, B1 e B2 e Congressos ENANPAD e Sociedade Brasileira de Finanças entre 1999 e 2013.

A análise dos textos permitiu que fossem selecionados estudos com maior potencial de atendimento das diversas demandas e interesses dos gestores financeiros. De forma geral, os autores analisados identificaram que: as empresas se preocupam com o risco cambial e seu efeito negativo sobre indicadores financeiros; a evolução das práticas de governança corporativa e aderência das normas contábeis brasileiras às internacionais, identificadas através de maior transparência nos processos internos envolvendo derivativos e utilização do *hedge accounting*; os efeitos tributários relacionados a estes instrumentos; uma apresentação de modelo matemático para cálculo do nível de *hedge* ótimo e o impacto positivo da utilização responsável de derivativos sobre o valor da firma.

Adicionalmente, os artigos identificados neste estudo corroboram a teoria financeira em defesa da importância da utilização responsável dos derivativos financeiros na gestão do risco cambial corporativo.

Por fim, seriam úteis aos gestores do risco cambial corporativo futuras pesquisas que atualizassem estudos destacados neste levantamento bibliométrico, visando identificar sua validade e eventual contribuição adicional, assim como levantamentos bibliométricos de publicações acadêmicas internacionais relacionadas ao tema.

Referências

ARAÚJO, C. A. (2006). *Bibliometria: evolução histórica e questões atuais*. Em questão, Porto Alegre, v. 12, n. 1, p. 11-32, Jan/Jun 2006.

ASSATO, C. A.; SILVEIRA, H. P. Reflexos da Evidenciação de Operações com Derivativos na Variação do Retorno das Ações das Empresas Brasileiras Não-Financeiras. *Anais do XXXV ENANPAD*, Rio de Janeiro - RJ, Set. 2011.

BM&F BOVESPA. *Metodologia do Índice Bovespa*, São Paulo. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCarteiraTeorica.aspx?Indice=lbovespa&idioma=pt-br>> Acesso em: 29 Dez. 2013

BORGMAN, C.; FURNER, J. Scholarly communication and bibliometrics. *Annual Review of Information Science and Technology*, New Jersey, v. 36, p. 3-72. 2002

CETIP (2013). *Resultados do 3º Trimestre de 2013*, São Paulo, set.2013 Disponível em:

<http://ri.cetip.com.br/cetip2013/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=45821> Acesso em: 17 Nov. 2013

CRUZ, C. F.; TEIXEIRA, A.; TEIXEIRA, A. M.C. Efeitos da Taxa de Câmbio Sobre a Lucratividade das Empresas Exportadoras e Não-Exportadoras. *Anais do XXXII ENANPAD*, Rio de Janeiro - RJ. Set. 2008.

FROOT, K. A.; SCHARFSTEIN, D.; STEIN, J. C. Risk management coordinating investment and financing policies. *Journal of Finance*, v. 48, n. 5.p. 1629-1658, 1993.

HULL, J. *Options, Futures and Other Derivatives*. Prentice Hall, Boston, 8th. ed., 2012, 841p.

JORION, P. *Value at Risk*. Bolsa de Mercadorias & Futuros, São Paulo, 2. ed. 2010. 487p.

KIMURA, H.; PEREIRA, L. C. J. Modelo de otimização da gestão de risco em empresas não financeiras. *XXVII ENANPAD*, Atibaia-SP, Set. 2003 & *Revista Contabilidade & Finanças*. São Paulo, v.16, n.37, p. 59-72, Jan/Abr. 2005.

LAMEIRA, V. J.; FIGUEIREDO, A. C.; NESS JR., W. L. *Hedge*, redução de volatilidade dos lucros e o efeito sobre o imposto de renda das companhias abertas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*. v.16, n.38, p. 31-46, Set/Dez. 2005.

LOPES, A. B.; GALDI, F. C.; LIMA, I. S. *Manual de Contabilidade e Tributação de Instrumentos Financeiros e Derivativos*. Atlas, São Paulo, 2. ed., 2011, 307p.

LOPES, A. B.; SANTOS, N. S. Administração do lucro contábil e os critérios para determinação da eficácia do *hedge accounting*: utilização da correlação simples dentro do arcabouço do sfas nº 1331. *Revista Contabilidade & Finanças*. v.14 n.31, p.16-25, Jan/Abr 2003.

LOPES, J. L. G.; SCHIOZER, R. F.; SHENG, H. H. *Hedge* e Especulação com Derivativos Cambiais: Evidências de Operações Cotidianas. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 17, n. 4, art. 3, p. 438-458, Jul/Ago 2013.

MARINS, A. *Mercados Derivativos e Análise de Risco*. v. 1. AMS Editora, Rio de Janeiro 2ª ed., 2009, 520p.

MENDONÇA, A. A. *Hedge para Empresas: uma abordagem aplicada*. Elsevier, São Paulo, 1ª. ed., 2011, 276p.

MDIC - Ministério do Desenvolvimento Comércio e Indústria, *Empresas Brasileiras Importadoras e Exportadoras: Geral 2012*. Disponível em: <<http://www.desenvolvimento.gov.br//sio/interna/interna.php?area=5&menu=2422&refr=603>><<http://www.desenvolvimento.gov.br//sio/interna/interna.php?area=5&menu=2413&refr=603>> Acesso em 29 Dez. 2013.

MORIN, E. *O método II: a vida da vida*. Sulina, Porto Alegre, 2001,429p.

PAZ, L. S.Impacto da Desvalorização Cambial sobre os Investimentos das Firms Endividadas em Dólar. *Anais do 4º Encontro SBFIN*, Rio de Janeiro - RJ, Jul. 2004.

PIZZANI, L.; SILVA, R. C.; HAYASHI, M. C. P. I. Bases de dados e bibliometria: a presença da Educação Especial na base Medline. *Revista Brasileira de Biblioteconomia e Documentação*, São Paulo, v. 4, n.1, p. 68-85. Jan/Jun 2008

RIBEIRO, P. L.; MACHADO, S. J.; ROSSI JR., J. L. Swap, futuro e opções: impacto do uso de instrumentos derivativos sobre o valor das firmas brasileiras. *RAM - Rev.ADM. Mackenzie*, v.14, n.1, p. 126-142, Jan. fev 2013.

ROSSI JR, J. L. The use of Currency Derivatives by Brazilian Companies: An Empirical Investigation. *Anais do XXXI ENANPAD*, Rio de Janeiro - RJ, *Set. 2007 & Revista Brasileira de Finanças*, v. 5, n. 2, p. 205-232, Jan/Jun 2008.

ROSSI JR, J. L. A utilização de Derivativos agrega valor à firma? Um estudo de caso brasileiro. *Anais do 8º Encontro Sbfin*, Rio de Janeiro-RJ, Jul.2008 & *RAE - Revista de Administração de Empresas*, v. 48, n. 4, 94-10, Out/Dez 2008.

ROSSI JR., J. L.; MINARDI, A.; FERRO, L. Uso de derivativos, especulação e Governança Corporativa. *Anais do 11o Encontro SBFIN*, Rio de Janeiro-RJ, Jul. 2011.

SAITO, R.; SCHIOZER, R. F. Uso de Derivativos e Gerenciamento de Risco em Empresas Não-Financeiras: uma Comparação entre Evidências Brasileiras e Internacionais. *Anais do XXVIII ENANPAD*, Curitiba-PR, Set. 2004.

SAITO, R.; SCHIOZER, R. F. Determinantes da Gestão de Risco em Empresas de Capital Aberto no Brasil. *Anais do XXIX ENANPAD*, Brasília-DF, Set. 2005.

SAITO, R.; SCHIOZER, R. F. Uso derivativos em empresas não-financeiras listadas em bolsa no Brasil. *Revista de Administração*, v.42, n.1, p. 97-107, Jan/Fev/Mar. 2007.

SAITO, R.; SCHIOZER, R. F. Por que o *hedging* parcial é ótimo? *RAE - Revista de Administração de Empresas*, v. 48, n. 1, p. 63-66. Jan/Mar. 2008.

SECURATO, J. R.; SECURATO, J. C.; OLIVO, R. L.F.O. Mercado de Derivativos, In SECURATO, J. R. (Coord.); SECURATO, J. C. (Coord.). *Mercado Financeiro: Conceito, Cálculos e análise de Investimento*. Editora Saint Paul, São Paulo, 3ª.ed., 2009, 378p.

SERAFINI, D. G.; SHENG, H. H. O uso de derivativos da taxa de câmbio e o valor de mercado das empresas brasileiras listadas na Bovespa. *Anais do 9º Encontro Sbfin*, São Leopoldo-RS, Jul. 2009, & *Revista de Administração Contemporânea*, v.15 n. 2, p.283-303, Mar/Abr 2011.

SEVERINO, A. J. *Metodologia do trabalho científico*. Cortez Editora, São Paulo, 23ª ed., 2012, 304p.

TAVARES, G. A.; SHENG, H. H. Estimando a Variação Cambial de Empresas de BOVESPA. *Anais do 7o Encontro SBFIN*, São Paulo-SP, Jul. 2007.

TUFANO, P. Who manages risk?. *Journal of Finance*, v. 51, n. 4, p.1097-1137, 1996.