

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
CIÊNCIAS ECONÔMICAS
MBA EM CONTROLADORIA E FINANÇAS

LARISSA NOLL MENEZES

O IMPACTO DO *DISCLOSURE* DOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS NO VALOR
DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Porto Alegre

2012

LARISSA NOLL MENEZES

O IMPACTO DO DISCLOSURE DOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS NO VALOR
DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Projeto apresentado à Universidade do Vale do Rio dos Sinos como requisito parcial para aprovação no MBA de Controladoria e Finanças.

Orientador: Prof. Dr. ROBERTO DECOURT

Porto Alegre

2012

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	4
1.1	DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	5
1.2	OBJETIVOS.....	6
1.2.1	Objetivo Geral.....	6
1.2.2	Objetivos Específicos.....	6
1.3	JUSTIFICATIVA.....	6
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	7
2.1	DISCLOSURE.....	7
2.2	ABERTURA DE CAPITAL.....	8
2.3	INSTRUMENTOS FINANCEIROS.....	9
3	MÉTODOS E PROCEDIMENTOS.....	12
3.1	DELINEAMENTO DA PESQUISA.....	12
3.2	DEFINIÇÃO DA UNIDADE DE ANÁLISE.....	13
3.3	TÉCNICAS DE COLETA DE DADOS.....	14
3.4	TÉCNICAS DE ANÁLISE DE DADOS.....	14
3.5	<i>Q</i> DE TOBIN.....	15
3.6	LIMITAÇÕES DO MÉTODO.....	16
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE DADOS.....	16
4.1	NÍVEL DE DISCLOSURE.....	16
4.1.1	Checklist.....	18
4.2	VALOR DAS ORGANIZAÇÕES.....	20
4.3	NÍVEL DE DISCLOSURE <i>versus</i> VALOR DAS ORGANIZAÇÕES.....	21
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	23
	REFERÊNCIA.....	25
	APÊNDICE A – RESULTADO CHECKLIST.....	27
	APÊNDICE B – RESULTADO <i>Q</i> DE TOBIN.....	29

1 INTRODUÇÃO

No decorrer dos últimos 10 anos tem-se observado a ascensão do mercado de capitais brasileiro para o mundo, fruto da inserção do Brasil na globalização, destacando-se no mercado internacional como um bom país para os investidores aplicarem seus capitais (Financial Times, 2012). Como contra partida, as empresas brasileiras ampliaram o seu mercado de atuação e a forma de captar recursos para financiar suas operações, buscando clientes e capital no exterior, e com esta abertura, alguns entraves tiveram que ser enfrentados, tais como: oscilações do câmbio, exigências do mercado de capitais, crises financeiras e políticas, interdependência econômica, etc.

Com a crise de 2008, pôde-se evidenciar a dependência do país em relação à moeda americana e do mercado consumidor externo, e como a situação das empresas provocou uma intensa volatilidade na bolsa de valores. Esta situação internacional vivida pelo mercado financeiro deixou marcas e ensinamentos sobre a importância de como as empresas devem gerir seus capitais financeiros para não ocasionar perdas que as deixe em uma zona de desconforto.

Pelo lado dos investidores, o mercado de capitais, após diversos anos de grande valorização consecutiva, apresentou uma forte queda, e depois de uma pequena recuperação, mantém-se um longo período de estagnação, lembrando os investidores, que este é um mercado de renda variável, ou seja, o maior retorno esperado é acompanhado de maior risco de perdas, reforçando assim, a importância de conhecer as operações das empresas que recebem seus investimentos.

As organizações ao captarem recursos no exterior, em especial no mercado de capitais através do lançamento de ações, se deparam com um grau de exigência, que recentemente, também começaram a ser exigidas no Brasil. O ambiente globalizado de investidores, incentivados pelas fraudes e consecutivas falências de grandes empresas, demandou das empresas um alto nível de *disclosure* de suas operações; e assim, investidores, corretoras de títulos mobiliários, banco e o público passam a monitorar as organizações e captar qualquer mudança que possam mostrar tendências sobre o desempenho e influenciar decisões futuras de investimento.

Contudo, com a crise de 2008, percebeu-se que algumas operações de instrumentos financeiros adotados pelas empresas, como foram as operações de derivativos da Sadia e da Aracruz, comprometeram seriamente a saúde financeira levando-as quase a uma falência e, por sua vez, a intensa desvalorização das ações, e com isso ao “empobrecimento” dos seus

investidores. No entanto, como poderia ter escapado aos mesmos e as corretoras de valores que tais operações financeiras poderiam levar a grandes prejuízos tais empresas? Acaso estas empresas não divulgavam tais operações em seus balanços? Ou será que as informações fornecidas pelas mesmas eram insuficientes para o mercado compreender suas ações? Estariam elas com um baixo nível de *disclosure* destes instrumentos financeiros?

Com base no exposto faz-se necessário identificar, a fim de alertar os investidores, se as empresas de capital aberto com ações negociadas em bolsa de valores, divulgam as informações necessárias dos seus instrumentos financeiros e como o nível de *disclosure* das mesmas impacta no valor de suas ações.

1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Devido a grande flutuação das moedas estrangeiras, em especial o dólar e o euro que são as principais moedas que estão atreladas aos negócios internacionais, faz com que as empresas busquem proteger sua liquidez e fluxo de caixa, por meio de operações de derivativos – operações de hedge, swap, etc – e assim reduzir a exposição à variação cambial e perdas financeiras.

As operações com derivativos envolvem diferentes variáveis, que são fundamentais para entender a operação e principalmente os riscos que a empresa está assumindo ao contratar um hedge ou swap, para proteção de seu patrimônio. Para tal, as empresas, em especial com ações negociadas em bolsa, são requeridas que divulguem estes itens ao mercado através de nota explicativa em seus balanços, para que desta forma os *stakeholders* tomem conhecimento das operações assumidas pela entidade.

Atualmente existem 27 empresas brasileiras com ADRs¹ negociadas na bolsa de valores americana de Nova York (NYSE²), em sua maioria são empresas multinacionais de grande porte, que possuem negócios em diferentes países. Estas empresas, para ter suas ações negociadas na bolsa americana, estão sujeita as normas internacionais de contabilidade além da regulação da SEC³. Já na BM&FBOVESPA⁴, o total de empresas com ações listadas em 06/05/2012 era de 524, distribuídas entre os segmentos: Bovespa Mais, Novo Mercado, Nível 2 de Governança, Nível 1 de Governança, Tradicional, Balcão Organizado; e que por sua vez estão sujeitas as regras da CVM.

¹ ADRs – *American Depositary Receipts* – são títulos brasileiros negociados no mercado de capitais norte-americano.

² NYSE – *New York Stock Exchange*, principal bolsa de valores dos USA, responsável pelas maiores operações.

³ SEC – *Security and Exchange Commission* – órgão similar à CVM.

⁴ BM&FBOVESPA – Bolsa de Mercadorias e Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo – principal instituição brasileira de intermediação para operações do mercado de capitais.

Em que medida as empresas brasileiras com ações na bolsa de valores divulgam todos os fatores envolvidos nos instrumentos financeiros operados por elas?

1.2 OBJETIVOS

Nos itens a seguir serão apresentados os objetivos.

1.2.1 Objetivo Geral

Verificar o nível de *disclosure* dos instrumentos financeiros das empresas brasileiras com ações negociadas na bolsa de valores de NYSE e BM&FBOVESPA, e o impacto no valor de suas ações.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Analisar o balanço das empresas brasileiras com ações negociadas na bolsa de valores de Nova York (NYSE) e na bolsa de valores de São Paulo (BM&FBOVESPA).
- Verificar os tipos de instrumentos financeiros utilizados pelas empresas brasileiras com ações negociadas na bolsa de valores.
- Verificar as informações divulgadas sobre os riscos associados aos instrumentos financeiros.
- Identificar se há uma relação entre o *disclosure* e a valor das empresas.

1.3 JUSTIFICATIVA

A abordagem deste tópico torna-se importante dada à alta volatilidade dos mercados financeiros, e que cada dia mais, devido à globalização, cada vez mais as empresas tem recorrido aos instrumentos financeiros para oportunizar um ganho de capital nas suas operações financeiras e reduzir riscos (HIGGINS, 2007, pg. 202)

Salienta-se que este estudo será possível, porque as empresas com ações negociadas na bolsa de valores são obrigadas a divulgar em seus balanços os aspectos e operações que podem impactar os seus negócios.

Sem dúvida, será uma oportunidade para o ambiente de negócios, pois possibilitará identificar o nível de *disclosure* adotados pelas empresas brasileiras, no que tange a instrumentos financeiros. Além de expor os riscos associados aos mesmos, em especial, para os *stakeholders* que podem não dominar esse tópico, ou que, deixam essa informação passar por despercebido, em especial após a crise de 2008.

Juntamente às crises financeiras e aos vários escândalos corporativos que têm ocorrido desde o início do século XXI, organismos de controle do mercado de capitais vêm

estimulando regulamentações mais rígidas, além da adoção de novos padrões que visam uma transparência mais completa (BERK; DEMARZO; HARFORD, 2010, pg. 450).

Adicionalmente, este estudo possibilitará identificar se há alguma relação entre o nível de *disclosure* das empresas e como o mercado percebe este aspecto através do valor das suas ações. Já que acredita-se que uma boa divulgação das informações relevantes, aliados a um desejo de transparência, é percebida pelo mercado tendo como principal consequência o incentivo a investir mais na empresa. Como afirma MACAGNAN (2009, pg.48) os gestores evidenciam informações, indicando seus recursos com vistas a valorizar a empresa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A seguir é apresentada a fundamentação teórica, cujo foco está no conceito de *disclosure* e a entrada das empresas brasileiras no mercado de valores americanos e nos aspectos envolvidos nos instrumentos financeiros.

2.1 DISCLOSURE

O conceito de “*disclosure*” traduzido para o português significa divulgação, revelação. No entorno empresarial, o termo está associado, além da divulgação contábil, à transparência, um conceito que tem adquirido força devido à infiltração da Governança Corporativa no ambiente corporativo, já que a transparência constitui um dos quatro pilares da Governança Corporativa. Para o IBGC (2009, p.19) significa que mais do que "a obrigação de informar", a Administração deve cultivar o "desejo de informar", sabendo que da boa comunicação interna e externa, particularmente, quando espontânea, franca e rápida, resulta um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. A comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, mas também contemplar os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor.

Dentro do contexto da transparência, conforme Bushmann *et al* (apud CRUZ; LIMA, 2010, pg.88), o *disclosure* é definido como a ampla disponibilidade de informações específicas da companhia para aqueles que estão de fora da organização. E de acordo com Dantas *et al* (2005, p.58) a transparência pretendida com o *disclosure* é que a instituição divulgue informações qualitativas e quantitativas que possibilitem aos usuários formar uma compreensão das atividades desenvolvida e dos seus riscos, observando os aspectos de tempestividade, detalhamento e relevância necessários.

Adicionalmente, com a abertura de capital das empresas brasileiras em bolsas de valores estrangeiras, principalmente na NYSE - com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior -, obrigou as companhias abertas brasileiras a seguir diversas regras impostas pela SEC, relacionados a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informação, os chamados “Princípios de Governança Corporativa”. Com o passar do tempo, o mercado de capitais brasileiro começou a perder espaço para outros mercados devido à falta de proteção ao acionista minoritário e a incerteza em relação às aplicações financeiras, resultante, principalmente, de maior transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias que influenciavam a percepção de risco que, conseqüentemente, aumentavam o custo do capital das empresas.

Contudo, quando ocorre a separação entre a gestão e a propriedade da organização, fruto da abertura de capital, há um desalinhamento dos interesses do executivo principal com os dos acionistas, conhecido como Conflito de Agência, que conforme Macagnan (2008, pg. 47) a evidenciação da informação seria uma das condições para a redução desta assimetria de informação, permitindo uma valorização mais ajustada aos interesses do gestor e do investidor.

Outro fator relevante para que o conceito *disclosure* ganhasse peso foi que a partir de 2001, os escândalos vividos por algumas organizações (Enron, Worldcom, Qwest e Tyco Intl.), resultantes de fraude nas informações financeiras, causaram grande impacto no meio corporativo fazendo com que o governo americano promulgasse a lei Sarbanes-Oxley, que conforme Andrade e Rossetti (2009, p.183), promoveram uma ampla regulação da vida corporativa, fundamentada nas boas práticas de Governança Corporativa, entre elas a transparência.

Ainda, com a crise financeira, que teve seu ápice em 2008 e que ainda persiste nos dias de hoje, alertou aos *stakeholders* da importância de acompanhar as decisões e medidas das empresas de capital aberto, dada ao momento de alta incerteza que ronda o ambiente internacional e o mercado de capitais. Desta forma, o *disclosure*, conforme FALCÃO (1995, pg.1), assume um papel decisivo para que os usuários externos possam avaliar o resultado dos recursos da sociedade administrados pela empresa.

2.2 ABERTURA DE CAPITAL

A decisão relacionada à abertura de capital de uma organização está associada a sua necessidade de capital para financiar as suas operações correntes e o crescimento futuro (HIGGINS, 2007).

Um das formas de acessar o mercado de capitais ocorre via lançamento de ações nas bolsas de valores, podendo ser no âmbito nacional – BM&FBOVESPA – ou internacional como o caso da NYSE. Ao abrir o capital, os sócios proprietários cedem parte, ou totalidade de seu capital para investidores minoritários. Contudo, como afirma FEIO *et al* (2010, pg.3) “a abertura do capital das empresas por meio da emissão de ações na Bolsa de Valores é uma forma das empresas conseguirem um fonte de captação de recursos financeiros permanente”.

Segundo Netto e Martins (2011, pg. 177) para que as empresas brasileiras possam participar dos programas de ADRs precisam adaptar suas demonstrações contábil-financeira aos padrões internacionais.

Conforme Berk *et al* (2010, pg. 450) “quando as ações de uma empresa passam a ser listadas na bolsa de valores, a empresa passa a ter que satisfazer todas as exigências de empresa de capital aberto”. Com a abertura de capital a empresa fica mais exposta ao público (NETTO; MARTINS, 2011, pg. 170), sendo assim, gera-se a obrigação de expor a suas atividades através de relatórios, balanços patrimoniais e gerencias, para que assim seus investidores possam acompanhar a gestão e o desempenho da organização em lhe trazer resultados positivos, e desta forma analisar o retorno do seu investimento. E para tal, a companhia deve expor da melhor forma os fatores relevantes, que se não fosse devido à abertura de capital não seria levado a mercado. Dado que os investidores demandam um alto nível de transparência.

2.3 INSTRUMENTOS FINANCEIROS

Macagnan (2009, pg. 48) afirma que são as grandes empresas que têm maior número de contratos, maior número de projetos, atividades produtivas e comerciais e que necessitam de mais financiamento.

Os instrumentos financeiros são meios que a organização utiliza para financiar as suas atividades, como empréstimo, debêntures, operações com derivativos. E são nestes tipos de operações que as organizações incorrem em custos que não estão ligados diretamente ao seu negócio, como os pagamentos de juros e taxas, no entanto, a sua boa gestão pode ajudar a empresa a ganhar (ou a perder menos) recursos, e assim minimizar os riscos associados a estas operações. De acordo com Ross, Westerfield *et al* (2011, pg.347) o risco financeiro é determinado pela política de financiamento adotada pela empresa.

Atualmente a norma internacional de contabilidade que regula os aspectos relativos a Instrumentos Financeiros, no que tange a *disclosure*, é a IFRS7, que em conjunto com as IAS32 e IAS39, determinam como as empresas devem evidenciar os instrumentos financeiros.

A norma IFRS7 tem por objetivo permitir que os usuários das demonstrações financeiras das empresas consigam avaliar a relevância dos instrumentos financeiros para a entidade, além da natureza e dimensão dos seus riscos e como a empresa gerencia tais riscos (DELOITTE, 2011, pg.8). Já o IAS32 estabelece os princípios para a classificação e apresentação de instrumentos financeiros como passivo ou capital próprio. O IAS39, que associado ao IFRS7 e o IAS32, estipula os princípios de reconhecimento, baixa e avaliação de ativos e passivos financeiros.

Pode-se observar que as normas internacionais, devidamente alinhadas às práticas de governança corporativa, exigem um alto nível de *disclosure* das empresas que operam no mercado americano, pois o foco está em que quanto mais informações a empresa divulgar, mais os investidores poderão entender das operações realizadas pelas mesmas.

Com a convergência das normas contábeis brasileira com as normas internacionais de contabilidade, atualmente os balanços das empresas brasileiras quanto a instrumentos financeiros é regulado pelo CPC⁵ 14 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação.

Conforme o IAS 32 instrumentos financeiros é qualquer contrato que dá origem a um ativo financeiro para uma entidade e um passivo financeiro ou título patrimonial para outra entidade. A norma define como ativo financeiro: caixa, títulos patrimoniais de outra entidade, direito contratual de receber caixa ou outro ativo, contrato que será ou poderá vir a ser liquidado em títulos patrimoniais da própria entidade. Por sua vez, o passivo financeiro é definido como qualquer passivo que constitua uma obrigação contratual – de entregar caixa ou outro ativo financeiro ou trocas de ativos ou passivos financeiros com a outra entidade sob condições potencialmente desfavoráveis para a entidade – ou um contrato que será ou poderá ser liquidado com títulos patrimoniais da própria entidade.

Além das definições acima, os derivativos também estão contemplados na norma, pois resultam em um tipo de um instrumento financeiro, cujo valor se altera em resposta à alteração de uma variável subjacente, podendo ser estas: taxa de juro específica, preço de commodity, taxa de cambio, índice de preços ou de taxas, avaliação (rating) de crédito ou índice de crédito ou outra variável. De acordo com Berk *et al* (2010, pg.657) os derivativos são títulos cujos fluxos de caixa dependem somente dos preços de outros ativos colocados no mercado. Uma característica deste tipo de instrumento, conforme o IAS39, é não requer um investimento inicial ou que o desembolso inicial seja menor do que seria exigido para outros

⁵ CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

tipos de contratos onde seria esperada resposta semelhante às mudanças nos fatores de mercado.

Para ASSAF (2012, pg. 290) “o uso de derivativos na gestão financeira pode proporcionar às empresas proteção contra diversos riscos e isso ocorre quando se assume no mercado de derivativos uma posição contrária à mantida em outro mercado”. Nos casos das empresas brasileiras que operam com o mercado externo utilizam-se de derivativos para se proteger contra uma possível desvalorização do real em relação ao dólar, adquirindo contratos futuros da moeda a uma cotação conhecida previamente. Em suma, a empresa transfere o risco da perda financeira pela desvalorização do real para o mercado, ou seja, para a outra parte do contrato de derivativo. Contudo, as operações com derivativos podem ter diferentes objetivos, mas os quatro principais são: proteção, alavancagem, especulação e arbitragem. Dado o alcance deste tipo de instrumento financeiro o mercado tem acompanhado de perto as operações com derivativo operado pelas empresas, devido aos riscos e perdas atreladas a elas.

Neste contexto, pode-se dizer que os instrumentos financeiros podem assumir a forma de caixa e equivalente de caixa (depósitos à vista e à prazo); notas promissórias; contas a receber e a pagar; empréstimos a receber e a pagar; títulos de dívida (debêntures); ações – incluindo investimentos em coligadas, controladas e *joint venture* -; contratos de garantia; derivativos – opções, contrato futuros; contrato a termo, swaps.

Juntamente ao tipo do instrumento, o IFRS 7, exige que a organização informe o objetivo que tal instrumento possui para a organização. Nos casos de ativos financeiros, a organização deve informa que se os mesmo são reconhecidos ao valor justo através de lucros e prejuízos, ou como títulos mobiliários, ou como empréstimos e recebíveis ou disponível para venda. No caso dos passivos financeiros, se os mesmo são reconhecidos pelo valor justo através lucros e prejuízos ou mensurados pelo seu custo de amortização.

Adicionalmente o IFRS 7 em linha com o IAS 39, que estabelece as operações de *hedge* como um instrumento financeiro cujo valor justo ou que os fluxos de caixa esperados compensem o valor justo ou o fluxo de caixa esperado do item que se busca a proteger, exige que a organização divulgue a descrição de cada tipo de hedge operado, descrição dos instrumentos financeiros que possuem hedge e o seu valor justo no momento da divulgação e o risco envolvida na operação de hedge.

Para cada tipo de instrumento financeiro a organização deve fornecer de forma resumida os dados quantitativos sobre a sua exposição ao risco na data da divulgação das demonstrações financeiras, fornecer informações tanto qualitativa como quantitativa sobre os

tipos de risco: risco de crédito, risco de liquidez e risco de mercado das operações e se há concentração de risco.

De acordo com o IFRS 7 risco de mercado é o risco que o valor justo ou os fluxos de caixa de determinado instrumento financeiro irá flutuar em decorrência de mudança de preços de mercado. São considerados risco de mercado: risco de alteração de taxa de cambio, risco de alteração da taxa de juros e risco de alteração de outros preços. Já o risco de crédito refere-se ao risco pela perda financeira causada pelo não cumprimento de uma das partes envolvidas no instrumento financeiro. E por fim, o risco de liquidez é o risco da organização não conseguir arcar com as suas obrigações financeiras de seus passivos financeiros.

3 MÉTODOS E PROCEDIMENTOS

Adotou-se como metodologia para a realização deste trabalho a pesquisa de caráter exploratório com uma abordagem qualitativa associada a uma pesquisa documental.

De acordo com Gil (2010, p.27) a pesquisa exploratória tem como foco tornar o problema mais explícito e a coleta pode ocorrer de diversas formas, mas geralmente envolve o levantamento bibliográfico, entrevistas com pessoas com experiência prática no tema, e análise de exemplos que estimule a compreensão.

Já a pesquisa documental, para Gil (2010, p.30) vale-se de toda sorte de documentos, elaborados com finalidades diversas, tais como assentamento, autorizações, comunicações, etc. Dentre os documentos mais utilizados nas pesquisas, conforme o autor, estão os documentos institucionais, mantidos em arquivos de empresas, órgãos públicos e outras organizações.

Como a determinação do nível de *disclosure* estão em partes sujeitos ao julgamento da autora, torna esta pesquisa também de caráter qualitativa, que de acordo com Silva e Menezes (2001, pg. 20) os pesquisadores tendem a analisar seus dados indutivamente, ou seja, há uma interpretação dos fenômenos e atribuição de significados.

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

O problema abordado surge da observação da realidade, isto é, o alto risco envolvido nos instrumentos financeiros, em especial nas operações de derivativos e o aumento no *disclosure* das empresas; devido a negociarem suas ações em bolsa de valores.

Para CERVO *et al* (2007, p.30) o método concretiza-se como o conjunto das diversas etapas ou passos que devem ser seguidos para a realização da pesquisa.

Com base no exposto, primeiramente pesquisou-se a bibliografia específica sobre o conceito de *disclosure*, abertura de capital e instrumentos financeiros, em especial operações

de derivativo. Logo, efetuou-se uma leitura criteriosa e seletiva com o objetivo de coletar material para resolver o problema abordado.

Para identificar o nível do *disclosure* das empresas, foram analisados os relatórios financeiros divulgados pelas empresas, obtidos através do site da SEC (para as empresas brasileiras com ações na NYSE), CVM (para as empresas com ações negociadas na BOVESPA) ou através dos próprios *sites* das empresas.

3.2 DEFINIÇÃO DA UNIDADE DE ANÁLISE

A pesquisa terá como unidade de análise as empresas brasileiras com ações negociadas na bolsa de Nova York e as empresas com ações negociadas na Bovespa enquadradas dentro do Nível 2 de Governança. Sendo elas apresentadas nas tabelas abaixo, foram excluídas da análise as instituições bancárias e financeiras já que os ativos destas são de caráter financeiro.

Empresas brasileiras listadas na NYSE	
Nome (Código)	Nome (Código)
Ambev - Cia de Bebidas das Américas (ABV; ABVC)	Embraer S.A. (ERJ)
Brasil Telecom S.A. (BTM)	Fibria Celulose S.A. (FBR)
Braskem S.A. (BAK)	Gafisa S.A. (GFA)
BRF-Brasil Foods S.A. (BRFS)	Gerdau S.A. (GGB)
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás (EBR; EBR.B)	GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (GOL)
Cia Brasileira de Distribuição (CBD)	Petrobras - Petróleo Brasileiro S.A. (PBR; PBRA)
Cia de Saneamento Básico do Estado de Sao Paulo-SABESP (SBS)	TAM S.A. (TAM)
Cia Energética de Minas Gerais - CEMIG (CIG; CIGC)	Tele Norte Leste Participações S.A. (TNE)
Cia Paranaense de Energia (COPEL) (ELP)	Telecomunicações de São Paulo S/A-Telesp (VIVWI)
Cia Siderúrgica Nacional (SID)	Telefônica Brasil, S.A. (VIV)
Cosan Limited (CZZ)	Tim Participações S.A. (TSU)
CPFL Energia S.A. (CPL)	Vale S.A. (VALE; VALE.P)

Tabela 1- Relação das empresas brasileiras presentes da NYSE (extraído de www.nyse.com, em 06/05/2012)

Empresas brasileiras listadas na BOVESPA - Nível 2 de Governança	
Nome (Código)	Nome (Código)
Abril Educação S.A. (ABRE11)	Net Serviços de Comunicação S.A. (NETC3; NETC4)
Centrais Elet de Santa Catarina S.A. (CLSC3; CLSC4)	Renova Energia S.A. (RNEW11)

Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A. (ELPL3; ELPL4)	Santos Brasil Participações S.A. (STBP11; STBP3; STBP4)
Forjas Taurus S.A. (FJTA3; FJTA4)	Saraiva S.A. Livreiros Editores (SLED3; SLED4)
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (GOLL10; GOLL3; GOLL4)	Sul America S.A. (SULA11; SULA3; SULA4)
Kroton Educacional S.A. (KROT11; KROT3; KROT4)	Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. (TRNA11; TRNA3; TRNA4)
Marcopolo S.A. (POMO3; POMO4)	TAM S.A. (TAMM3; TAMM4)
Multiplan – Empreend. Imobiliários S.A. (MULT3)	

Tabela 2 - Relação das empresas listadas no Nível 2 de Governança da BOVESPA (extraído de www.bmfbovespa.com.br , em 06/05/2012)

3.3 TÉCNICAS DE COLETA DE DADOS

A coleta de dados se dará por levantamento bibliográfico e documental através da leitura dos relatórios financeiros das empresas, disponíveis nos sites da SEC, CVM ou das próprias empresas alvo da pesquisa, checando-se os aspectos associados às operações financeiras foram divulgados pelas mesmas nas notas explicativas de instrumentos financeiros, referente à operação de derivativos.

3.4 TÉCNICAS DE ANÁLISE DE DADOS

Após a coleta de dados, os relatórios financeiros do exercício final de 2011 foram analisados qualitativamente, no que tange à: tipos (categorias) de instrumentos financeiros, natureza e extensão dos riscos oriundos dos instrumentos financeiros, aspectos qualitativos e quantitativos e os tipos de riscos (crédito, liquidez e mercado), para assim deduzir sobre o nível de *disclosure* das empresas nos instrumentos financeiro. Conjuntamente, se efetuou o levantamento do valor da organização, utilizando o “*q* de Tobin” para identificação do mesmo.

Como material suporte para a identificação e assim permitir estabelecer uma relação entre as empresas quanto ao nível de *disclosure* dos instrumentos financeiros, elaborou-se um *checklist* contendo os pontos que de acordo com as normas contábeis, IFRS7, IAS 32, IAS39 e a bibliografia analisada que devem ser divulgados nos relatórios financeiros das empresas, no que se refere a instrumentos financeiros. No total, 11 aspectos (quesitos) foram avaliados e

atribuídos uma pontuação, sendo: 100 pontos quando a empresa atendia totalmente o quesito; 50 pontos para atendimento parcial e zero pontos para o não atendimento do quesito.

O foco deste *checklist* é verificar se através das notas explicativas as empresas estão divulgando as informações necessárias, para que assim, os usuários das demonstrações financeiras consigam inferir sobre a gestão dos instrumentos financeiros da instituição. Além de verificar o *compliance* com as normas internacionais de contabilidade.

Com o nível de *disclosure* e o valor da organização apontado, traçou-se um paralelo estas 2 variáveis, para assim avaliar se há relação entre o valor e *disclosure*, desta forma, a amostra foi dividida em 2 grupos, um com as empresas com maior evidenciação dos instrumentos financeiros e outro com as empresas com menor nível de evidenciação. Foi comparado o *q* de Tobin médio desses dois grupos e também foi testado através do Teste t de *student* se as diferenças identificadas são significativas.

3.5 Q DE TOBIN

Entre os diversos métodos de levantamento do valor de uma organização o *q* de Tobin apresenta-se como uma alternativa eficiente, já que de acordo com Fama e Barros (2000, pg.28) é definido como a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de seus ativos físicos.

Apesar da literatura apresentar diferentes modos para cálculo do *q* de Tobin a expressão utilizada resulta na mais adequada para estimação do valor da organização, pois no estudo de Fama e Barro (2000) o método de CHUNG e PRUITT resulta em uma consistente simplificação do *q* de Tobin, além de utilizar os dados disponíveis nas demonstrações financeiras das empresas. Desta forma, define-se:

$$q = \frac{VMA+D}{AT} \quad (1)$$

O VMA representa o valor de mercado das ações negociadas em bolsa, dado obtido através da multiplicação da quantidade de ações circulantes e o preço de cotação na bolsa de valores. O AT é o ativo total da empresa avaliado por seu valor contábil. Já o D é definido como:

$$D = VCPC - VCAC + VCE + VCDLP \quad (2)$$

onde

VCPC = valor contábil dos passivos circulantes

VCAC = valor contábil de seus ativos circulantes

VCE = valor contábil dos estoques

VCDLP = valor contábil das dívidas de longo prazo.

Quando $q > 1$ há um reconhecimento do valor da organização pelo mercado, já o $q < 1$, demonstra que o mercado não reconhece (percebe) o valor da organização.

3.6 LIMITAÇÕES DO MÉTODO

Devido ao fato que foram observadas somente as empresas brasileiras com ações negociadas no segmento Nível 2 de Governança da BM&FBOVESPA, não é possível generalizar as análises obtidas. Optou-se pelas empresas enquadradas dentro do Nível 2 de Governança, pois em geral são empresas sólidas no mercado, ou seja, não são empresas que abriram capital recentemente, como, grande parte das empresas do Novo Mercado. Adicionalmente, uma das condições para enquadramento dentro desta categoria é a publicação das demonstrações financeiras consolidadas nos padrões internacionais de contabilidade, o que viabiliza traçar um paralelo com as empresas brasileiras com ações negociadas na NYSE. Outro aspecto para a seleção deste segmento, é que as empresas assumem perante o mercado, e principalmente, com os investidores fornecer informações que irão auxiliar na avaliação sobre o valor da organização. Há um compromisso com a “transparência”.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE DADOS

Foram analisados 33⁶ demonstrações financeiras (DF's) das empresas brasileiras listadas na bolsa de valores de NYSE e enquadradas no Nível 2 de Governança da BM&FBOVESPA, sendo que aquelas empresas presentes em ambas bolsas de valores e por terem as demonstrações financeiras publicadas no mesmo padrão foram analisada somente uma vez, considerando sempre as demonstrações disponíveis no exterior.

4.1 NÍVEL DE DISCLOSURE

A seguir serão apresentados os resultados obtidos através da documentação analisada, tendo-se como base a pontuação no *checklist* elaborado para mensuração do nível de *disclosure* dos instrumentos financeiros. Sendo que estes dados foram extraídos a partir das informações divulgadas nas notas explicativas (NE) das demonstrações financeiras das empresas brasileiras para o exercício de 2011.

⁶ O total de empresas disponíveis para análise era de 35, no entanto, 02 empresas até a data de 15/06/2012 não tinham arquivado o relatório 20F para a SEC, sendo elas GAFISA e COSAN.

O Gráfico 1 abaixo exibe a classificação das empresas de acordo com a pontuação recebida. As empresas com pontuação 100 significa que atenderam a todos os quesitos do *checklist*, as empresas que obtiveram pontuação inferior devem-se a que não atendiam determinado aspecto ou o atendimento foi parcial (50 pontos). O *checklist* com a pontuação encontra-se no **APÊNDICE A**.

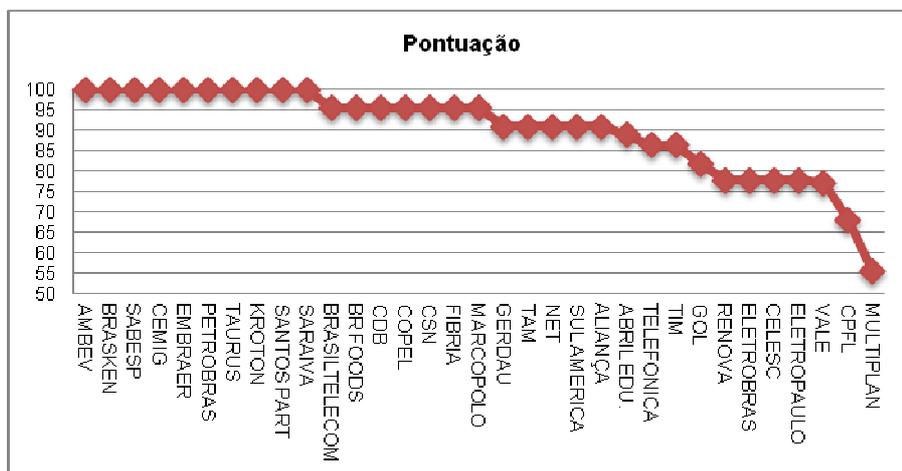


Gráfico 1 - Classificação das empresas de acordo com a pontuação no *checklist*.

Com base no gráfico acima se inferi que algumas empresas possuem um alto nível de *disclosure* dos instrumentos financeiros através das notas explicativas e que, parte delas negociam ações na NYSE e parte na BM&FBOVESPA. O que demonstra a preocupação destas organizações em divulgar ao mercado o tipo de operações, os riscos envolvidos e como os mesmos são gerados.

Pontuação	Distribuição	Qte Empresas
69-50	9%	2
70-79	12%	5
89-80	12%	4
94-90	15%	5
99-95	21%	7
100	30%	10
Total	100%	33

Tabela 3 - Relação Empresa e Pontuação

Na Tabela 3 pode-se constatar, conforme o esperado, que o nível de *disclosure* das empresas é elevado, já que mais de 50% das empresas obtiveram uma pontuação superior a 95 pontos, entre as quais 12 empresas possuem ações negociadas na NYSE e as restantes 5 empresas na BM&FBOVESPA.

4.1.1 Checklist

As normas internacionais de contabilidade, em especial o IFRS7, comenta que os usuários das demonstrações financeiras das empresas precisam saber como a organização está gerenciando os riscos decorrentes dos instrumentos financeiros. Desta forma, serão relacionados os quesitos que foram analisados.

- *Através das NE de Instrumentos Financeiros é possível avaliar a importância dos instrumentos financeiros para a situação financeira e performance da empresa?*

A partir das DF's analisadas identificou-se que as informações fornecidas nas NE permite inferir-se sobre a importância dos instrumentos financeiros para o desenvolvimento dos negócios da organização. Contudo 3 empresas das 33 DF's analisadas os dados fornecidos não permitiam inferir sobre a relevância destas operações para a empresa, bem como, o objetivo da instituição através da utilização dos instrumentos financeiros.

- *Através da NE de Instrumentos Financeiros é possível inferir sobre a natureza e a extensão dos riscos resultantes dos Instrumentos Financeiros para o período da divulgação e como foram gerenciados?*

Com base nos dados – qualitativos e quantitativos – dos instrumentos financeiros possibilita aos usuários das DF's compreender a necessidade da organização ao operar com os instrumentos financeiros, além de possibilitar aos mesmos identificar a extensão dos riscos. Porém das NE analisadas, 05 empresas não se permitia concluir sobre a extensão da totalidade dos riscos decorrentes somente de parte deles, basicamente pela divulgação de aspectos extremamente genéricos não possibilitando inferir-se sobre a totalidade dos riscos.

- *A empresa divulga os instrumentos financeiros de acordo com uma categoria/classes.*

Este quesito considera-se um dos pontos mais simples da divulgação da NE de notas explicativas. Entretanto, 05 empresas não divulgam os instrumentos financeiros por categorias como requerido pelo IFRS7, o que se observa que estas empresas informam somente o tipo de instrumentos financeiros, impossibilitando aos usuários das DF's desprender sobre a extensão do montante envolvido.

- *As informações qualitativas contemplam os objetivos, políticas e processos da Administração da Empresa para a gestão destes riscos.*

Verificou-se que 100% das empresas mencionam na NE de instrumentos financeiros aspectos relativos à política da empresa quanto à gestão dos riscos decorrentes dos mesmos. Em geral observa-se que a grande maioria das empresas utiliza-se ou mostra-se favorável a utilização de derivativos como uma via para redução à exposição aos riscos financeiros

decorrentes dos instrumentos financeiros, em especial aqueles atrelados a moedas estrangeiras e taxa de juros.

Por este quesito tratar-se de um ponto extremadamente qualitativo, constata-se que algumas empresas fornecem informações pouco detalhada sobre a forma como a gestão administra seus instrumentos financeiros como no caso da MULTIPLAN EMPREENDIMENTOS.

- *A empresa divulga a forma que reconhece os instrumentos financeiros: valor justo, amortização pelo custo ou valor justo por resultados abrangentes.*

As 33 empresas analisadas divulgam em suas DF's a forma como os instrumentos financeiros foram mensurados. Observa-se em todas as NE, que a forma de reconhecimento contábil, consiste em um ponto destacado dentro da NE e é acompanhado por tabelas relacionando o valor contábil (livros) com o valor que o mesmo é reconhecido pela corporação.

- *Há divulgações, a um que mínimas, sobre o Risco de Crédito, Risco de Liquidez e Risco de Mercado oriundos dos instrumentos financeiros.*

Verifica-se que as empresas analisadas informam alguns aspectos relativos ao risco de crédito, liquidez e mercado, no entanto, após análise das 33 NE das empresas observa-se que há um padrão no conteúdo divulgado das empresas. Contudo, somente em 03 empresas verificou-se omissão de comentários de um dos riscos – COPEL, CPFL e MULTIPLAN não divulgaram informações sobre o risco de liquidez.

- *Risco de Crédito – a empresa informa o montante que está exposto ao risco*

Somente 48% das empresas divulgaram o montante do risco que estão expostos, as demais 15% informam parcialmente o montante (tal como percentuais de determinada contas) e 36% informam somente dados qualitativos, sem os dados quantitativos. Não permitindo inferir sobre o total de exposição a este risco.

- *Risco de Liquidez – análise das obrigações financeiras por vencimento (inclusive derivativos)*

Pode-se observar que 73% das empresas efetuaram análise por vencimento dos instrumentos, através destes dados pode-se verificar os compromissos futuros, com possíveis desembolsos.

- *Risco de Mercado – a empresa divulga a análise de sensibilidade para cada tipo de risco de mercado que a empresa está exposta*

A análise de sensibilidade torna-se fundamental para os *stakeholders* das organizações que possuem instrumentos financeiros atrelados a moedas e estrangeiras e taxas de juros e, que dependendo da oscilação (positiva ou negativa) irá afetar o resultado da companhia. Neste quesito, verificou-se que 91% das empresas divulgaram em suas NE os riscos de mercado e acompanhados de quadros apresentando as análises.

- “A empresa informa os tipos de derivativos que opera” e “Os montantes e objetivos dos derivativos são divulgados”

Os últimos 02 quesitos analisados referem-se a operações com derivativos, verificou-se que 76% das empresas analisadas possuíam este tipo de instrumentos. Contudo, observou-se que o nível de *disclosure* neste tipo de instrumento é elevado, pois todas as empresas informaram os tipos de derivativos que operaram durante o exercício de 2011, bem como o objetivo destes para a *performance* da organização, em especial para mitigar determinado risco originário de um instrumento financeiro.

Consegue-se desprender das NE que há uma preocupação por parte das empresas em divulgarem os detalhes das operações com derivativos, tais como: instituição financeira, prazo, montante coberto pelo derivativo, montante contabilização dos ganhos/perdas dos derivativos, etc. Dados os riscos decorrentes dos derivativos, algumas empresas divulgam suas políticas para a contratação destes, em alguns casos identificou-se uma NE exclusiva para as operações com derivativos.

4.2 VALOR DAS ORGANIZAÇÕES

Para determinar o valor da organização adotou-se o método do q de Tobin, que conforme Reinhart *apud* Famá e Barros (2000, pg.27), representa a razão entre dois valores atribuído ao mesmo conjunto de ativos. Desta forma, analisa-se a organização do ponto de vista do valor de mercado com o valor contábil, a razão entre estes dois dados resulta no q de Tobin, sendo que para $q > 1$ o valor de mercado é superior ao valor contábil da organização, ou seja, a empresa cria riqueza ao acionista e para $q < 1$ o valor de mercado é inferior ao valor contábil.

No Gráfico 2 abaixo é possível verificar o q das empresas analisadas, para estabelecer o valor de mercado utilizou-se a cotação da ação 30 dias após a divulgação das demonstrações financeiras. O resultado do q de Tobin das empresas encontra-se no **APÊNDICE B**.

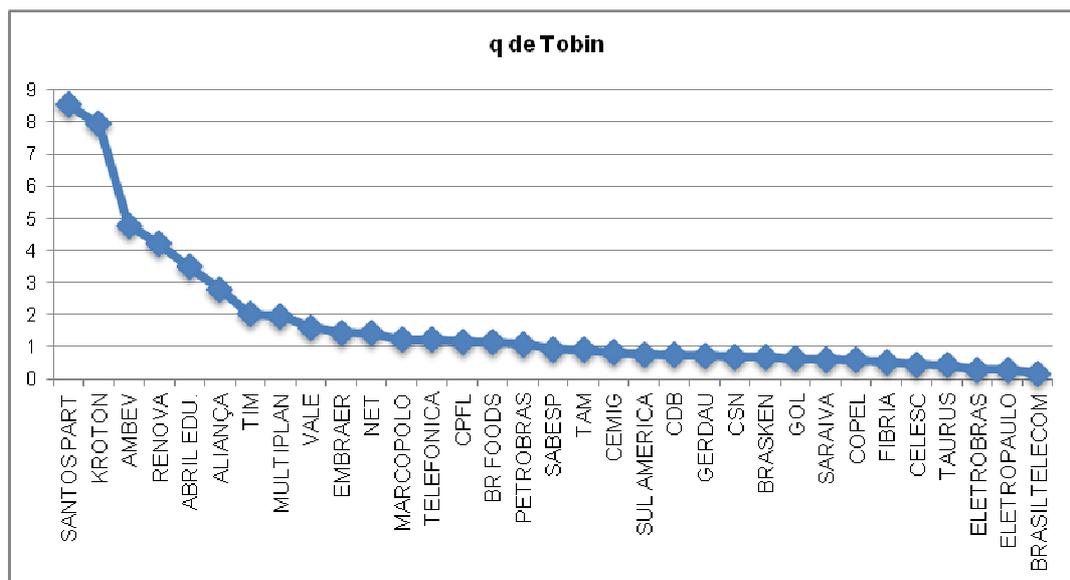


Gráfico 2 - q de Tobin das empresas

Pode-se observar que a razão q de Tobin apresenta comportamentos bem diferentes entre as empresas analisadas. No quadro 2 percebe-se que há uma distribuição parelha entre quantidades de empresas que com relação ao q obtido.

Q de Tobin	Empresa	Distribuição
$q > 1$	16	48%
$q < 1$	17	52%
Total	33	100%

Tabela 4 - Distribuição q de Tobin entre as empresas analisadas

Os fatores que afetam o resultado do q podem estar tanto nas cotações das ações das empresas, ou seja, na percepção de valor pelo mercado, como também no desempenho da organização, ou seja, na utilização dos seus recursos.

4.3 NÍVEL DE DISCLOSURE *versus* VALOR DAS ORGANIZAÇÕES

O Gráfico 3 ilustra o nível de *disclosure* dos instrumentos financeiros *versus* o valor das organizações.



Gráfico 3 – Nível de *Disclosure* versus *q* de Tobin

Como se observa as variáveis, nível de *disclosure* e valor das organizações – através da análise do *q* de Tobin, apresentam comportamentos diferentes, e este fato pode estar relacionado, entre eles, que a nota de instrumentos financeiros, apesar da sua relevância, é somente um dos aspectos da organização contemplado em NE. A atribuição de valor a por parte do investidor irá incluir outros diversos aspectos.

No entanto, observa-se que as empresas com nível de *disclosure* superior de 95 pontos, ou seja, 50% das empresas analisadas, o *q* de Tobin médio é de 1,91, valor esse, 27,3% superior à média das empresas com o nível de *disclosure* inferior a 95 pontos, o *q* de Tobin médio é de 1,50. O que permite inferir que, na média, as empresas com elevado nível de *disclosure* tem maior valor atribuído pelo mercado, conforme demonstrado na Tabela 5.

Nível <i>Disclosure</i>	<i>q</i> de Tobin Médio	<i>p-value</i>
> 95	1,91	0,567
< 95	1,50	

Tabela 5 - *q* de Tobin médio e Teste *t*

Ao aplicar-se o Teste *t* de *student* para verificar se a diferença encontrada é significativa, encontra-se um *p-value* de 0,567, ou seja, não se pode afirmar que a diferença encontrada é estatisticamente significativa. Como já observado no Gráfico 3, ao analisar individualmente o nível de *disclosure versus* o *q* de Tobin, não é possível estabelecer uma relação direta, todavia, há indícios que sugerem que o mercado agrega valor a um melhor *disclosure*. Talvez, não tenha sido possível encontrar uma diferença estatisticamente significativa pelo fato de ter-se observado apenas uma pequena amostra com poucas empresas e dados relativos apenas as DF de 2011.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Desde a maior inserção do Brasil na economia globalizada, observa-se que os mercados financeiros e de capitais têm apresentado alta volatilidade, forçando um aprimoramento na gestão do risco pelas empresas. Instrumentos financeiros como empréstimos em moedas estrangeiras e a taxas de juros externas, operações com derivativos, aplicações financeiras são alguns dos mecanismos utilizados para o gerenciamento do risco, mas estes instrumentos, quando utilizados indevidamente, podem ter efeito contrário e aumentar o risco da empresa.

As crises econômicas e financeiras deixam diversos recados para o mercado. A crise de 2008 deixou muitas empresas em dificuldades e mostrou ao mercado a fragilidade das empresas em consequência de operações de derivativos pouco transparentes ao mercado. Diversas empresas dada a desvalorização do real perante o dólar tiveram que reconhecer perdas financeiras, por ultrapassarem a linha de proteção contra ao risco e transitar no âmbito da especulação.

Desta forma, o mercado passou a exigir mecanismos para garantir que as informações divulgadas representem a real situação da empresa, demonstrando não apenas os resultados das operações com derivativos, mas também os riscos que a empresa está sujeita. Neste contexto, normas e regras de contabilidade e divulgação passaram a exigir mais e mais informações das empresas, a fim de proteger os acionistas minoritários e a salubridade do mercado de capitais.

Neste contexto, este trabalho teve como objetivo verificar se as empresas mais transparentes, com melhor nível de *disclosure* dos instrumentos financeiros são valorizadas pelo mercado. Constatou-se que há uma valorização das empresas com melhor nível de *disclosure*, já que as empresas com melhor nível de *disclosure* apresentaram um q de Tobin 27,3% superior às demais empresas, todavia, não é possível generalizar esse resultado. Além da pequena amostra utilizada, há ainda dois motivos que podem justificar uma eventual não correlação entre nível de *disclosure* das DF e o valor da empresa:

- A nota de instrumentos financeiros consiste em uma parte do universo das informações divulgadas pelas empresas, elas carregam riscos, que pelo que observou-se são monitorados pelas organizações;
- A percepção de valor das organizações pelo mercado depende de diversas variáveis, tais como: setor da econômica, conjuntura econômica do país e do mundo; tendências do mercado, etc. Desta forma, não somente do desempenho

da organização depende o valor de suas ações, há todo um contexto entorno da empresa.

Este é um estudo exploratório e o objetivo foi alcançado. Foi encontrado indícios que um bom nível de evidenciação dos instrumentos financeiros utilizados pela empresa, agrega valor. Sugere-se, aprofundar a pesquisa neste tema, buscando uma amostra mais ampla, contemplando um maior número de empresas, e mais anos de DFs. Seria interessante também comparar o impacto do *disclosure* de instrumentos financeiros no valor da empresa antes e depois da crise de 2008.

Outro aspecto importante a ser analisado é qual tipo de informação é mais valorizada pelo mercado, além de incluir no modelo outras variáveis que poderiam influenciar o valor da empresa, para assim, melhor medir quanto que q de Tobin depende do nível de *disclosure* da empresa.

REFERÊNCIA

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

CERVO, Amado Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino; SILVA, Roberto da. **Metodologia científica**. 6 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

GIL, Antonio C.. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

HIGGINS, Robert C.. **Análise para Administração Financeira**. 8 ed. Rio de Janeiro: Mc Graw Hill, 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4 ed. São Paulo: IBGC, 2009.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Princípios da Administração Financeiras**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2011.

DANTAS, José A.; ZENDERSKY, Humberto C.; SANTOS, Sergio C.; NIYAMA, Jorge K. **A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação**. E & G Economia e Gestão. Belo Horizonte, 2005.

MACAGNAN, Clea B.. **Evidenciação Voluntária: fatores explicativos da extensão da informação sobre recursos intangíveis**. Revista de Contabilidade e Finanças, USP, São Paulo, v.20, n.50, p.46-61, maio/agosto 2009.

NETO, Jose A. de Sousa; MARTINS, Henrique C. **Finanças Corporativas na Prática – Ferramentas Gerenciais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

DELOITTE. **IFRS ao seu alcance 2011 – Guia para o amadurecimento dos conceitos do padrão contábil global**. Editora própria. 2011.

IASB. **IFRS 7 Financial Instruments: Disclosures**. London: IASCF, 2005.

BARRETO, Rodrigo G. **Operações de Hedge Cambial em Empresas Não Financeiras: Um estudo de caso das empresas Aracruz Celulose e Sádia.** Disponível em: < <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/7991/Rodrigo%20G.%20Barreto.pdf?sequence=1>>. Acessado em: 05 Mai 2012.

FALCÃO, Eduardo. **Divulgação em Demonstrações Financeiras de Companhias Abertas.** Caderno de Estudos nº12. São Paulo, FIPECAFI. Setembro/1995.

FEIO, Miguel A.; AZEVEDO, Mauricio S.; MURITIBA, Patricia M.; MURITIBA, Sérgio N. **Transparência e Disclosure das Estratégias de Crescimento em Empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA.** XIII SEMAD – Seminários em Administração. Setembro 2010.

BERK, Jonathan; DEMARZO, Peter; HARFORD; Jarrad. **Fundamentos de Finanças Empresariais.** 1ed. Porto Alegre: Bookman. 2010.

BM&FBOVESPA. **Nível 2 Governança Corporativa.** São Paulo, Junho/2009. Disponível em : < http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Folder_Nivel2.pdf >. Acessado em: 24 Mai 2012.

Financial Times. **Investing in BRAZIL.** Disponível em: < <http://www.ft.com/intl/cms/8813e63a-9e3a-11e1-8c3c-00144feabdc0.pdf> >. Acessado em 10 Jun 2012.

SILVA, Edna Lúcia da.; MENEZES, Estera Muszkat. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação.** 3 ed revisada. Florianópolis : Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001.

NETO ASSAF, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor.** 5 ed. São Paulo. Editora Atlas, 2010.

APÊNDICE A – RESULTADO CHECKLIST

#	Aspecto
1	Através das NE de Instrumentos Financeiros é possível avaliar a importância dos instrumentos financeiros para a situação financeira e <i>performance</i> da empresa?
2	Através da NE de Instrumentos Financeiros é possível inferir sobre a natureza e a extensão dos riscos resultantes dos Instrumentos Financeiros para o período da divulgação e como foram gerenciados?
3	A empresa divulga os instrumentos financeiros de acordo com uma categoria/classes
4	As informações qualitativas contemplam os objetivos, políticas e processos da Administração da Empresa para a gestão destes riscos.
5	A empresa divulga a forma que reconhece os instrumentos financeiros: valor justo, amortização pelo custo ou valor justo por resultados abrangentes.
6	Há divulgações, a um que mínimas, sobre o Risco de Crédito, Risco de Liquidez e Risco de Mercado oriundos dos instrumentos financeiros
7	Risco de Crédito - a empresa informa o montante que está exposto ao risco
8	Risco de Liquidez - análise das obrigações financeiras por vencimento (inclusive derivativos)
9	Risco de Mercado - a empresa divulga a análise de sensibilidade para cada tipo de risco de mercado que a empresa está exposta
10	A empresa informa os tipos de derivativos que opera
11	Os montantes e objetivos dos derivativos são divulgados

Atende - 100 Atende Parcial - 50 Não Atende - 0	Bolsa	ASPECTOS AVALIADOS											Pontuação Geral		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
AMBEV	NYSE	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100,0
BRASILTELECOM	NYSE	100	100	100	100	100	100	100	100	50	100	100	100	100	95,5
BRASKEN	NYSE	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100,0
BR FOODS	NYSE	100	100	100	100	100	100	50	100	100	100	100	100	100	95,5
ELETRORAS	NYSE	100	50	50	100	100	100	0	100	100					77,8
CDB	NYSE	100	100	100	100	100	100	50	100	100	100	100	100	100	95,5
SABESP	NYSE	100	100	100	100	100	100	100	100	100					100,0
CEMIG	NYSE	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100,0
COPEL	NYSE	100	100	100	100	100	50	100	100	100	100	100	100	100	95,5
CSN	NYSE	100	100	100	100	100	100	50	100	100	100	100	100	100	95,5
CPFL	NYSE	50	50	100	100	100	50	0	0	100	100	100	100	100	68,2
EMBRAER	NYSE	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100,0
FIBRIA	NYSE	100	100	100	100	100	100	50	100	100	100	100	100	100	95,5
GERDAU	NYSE	100	100	100	100	100	100	0	100	100	100	100	100	100	90,9
GOL	NYSE	100	100	100	100	100	100	0	0	100	100	100	100	100	81,8
PETROBRAS	NYSE	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100,0
TAM	NYSE	100	100	100	100	100	100	0	100	100	100	100	100	100	90,9
TELEFONICA	NYSE	100	100	100	100	100	100	0	50	100	100	100	100	100	86,4
TIM	NYSE	100	100	100	100	100	100	50	50	50	100	100	100	100	86,4
VALE	NYSE	100	100	50	100	100	100	0	100	0	100	100	100	100	77,3
ABRIL EDU.	BM&FBOVESPA	100	100	100	100	100	100	0	100	100					88,9
CELESC	BM&FBOVESPA	100	100	100	100	100	100	0	0	100					77,8

ELETROPAULO	BM&FBOVESPA	100	100	100	100	100	100	0	0	100			77,8
TAURUS	BM&FBOVESPA	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100,0
KROTON	BM&FBOVESPA	100	100	100	100	100	100	100	100	100			100,0
MARCOPOLO	BM&FBOVESPA	100	100	50	100	100	100	100	100	100	100	100	95,5
MULTIPLAN	BM&FBOVESPA	50	50	100	50	100	50	0	0	100			55,6
NET	BM&FBOVESPA	100	50	50	100	100	100	100	100	100	100	100	90,9
RENOVA	BM&FBOVESPA	50	50	100	100	100	100	0	100	100			77,8
SANTOS PART	BM&FBOVESPA	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100,0
SARAIVA	BM&FBOVESPA	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100,0
SUL AMERICA	BM&FBOVESPA	100	100	50	100	100	100	100	100	50	100	100	90,9
ALIANÇA	BM&FBOVESPA	100	100	100	100	100	100	100	0	100	100	100	90,9

APÊNDICE B – RESULTADO Q DE TOBIN

EMPRESA	Q de TOBIN
SANTOS PART	8,55
KROTON	7,96
AMBEV	4,78
RENOVA	4,20
ABRIL EDU.	3,50
ALIANÇA	2,80
TIM	2,02
MULTIPLAN	1,96
VALE	1,61
EMBRAER	1,44
NET	1,44
MARCOPOLO	1,24
TELEFONICA	1,22
CPFL	1,16
BR FOODS	1,15
PETROBRAS	1,08
SABESP	0,92
TAM	0,91
CEMIG	0,83
SUL AMERICA	0,77
CDB	0,76
GERDAU	0,72
CSN	0,70
BRASKEN	0,69
GOL	0,64
SARAIVA	0,62
COPEL	0,59
FIBRIA	0,54
CELESC	0,45
TAURUS	0,44
ELETROBRAS	0,30
ELETROPAULO	0,29
BRASILTELECOM	0,18