



ANAIS

GOVERNANÇA CORPORATIVA E HEDGE CAMBIAL: REVISÃO SISTEMÁTICA DAS EVIDÊNCIAS INTERNACIONAIS E IMPLICAÇÕES PARA O AGRONEGÓCIO

SERGIO BELEM TEIXEIRA

serbteixeira@gmail.com

UNESP FCAV JABOTICABAL

LESLEY CARINA DO LAGO ATTADIA GALLI

lesley.attadia@unesp.br

UNESP

RESUMO: A exposição cambial constitui um problema estrutural para organizações exportadoras, e o hedge cambial consolidou-se como principal mecanismo de gestão desse risco. A literatura, contudo, tem demonstrado que o uso de derivativos cambiais não equivale automaticamente a proteção adequada, podendo refletir práticas seletivas ou motivações gerenciais. Este artigo teve como objetivo analisar sistematicamente a produção científica sobre a relação entre governança corporativa e hedge cambial, tendo como referência os artigos publicados na base Scopus, buscando entender a influência dos mecanismos de governança sobre a motivação, a adoção, a efetividade e os resultados econômicos do hedge cambial. Realizou-se revisão sistemática focalizada, de natureza descritiva e analítica, com síntese qualitativa. A busca na base Scopus retornou 11 documentos, aos quais se somaram 3 estudos identificados por vias complementares; após triagem e leitura integral, o corpus final reuniu 5 estudos empíricos. Os resultados indicam que a governança corporativa condiciona a gestão do risco cambial em três estágios interdependentes: a motivação e a adoção do hedge, a efetividade da proteção em relação à exposição enfrentada e a conversão dessa proteção em desempenho ou valor empresarial. Em todos os estudos, os benefícios econômicos do hedge concentram-se em empresas com estruturas de governança mais robustas. Conclui-se que o papel da governança não consiste em ampliar o uso de instrumentos financeiros, mas em disciplinar e alinhar as decisões de hedge à exposição e aos interesses da organização. Como contribuição, o artigo integra relações antes tratadas de forma dispersa e propõe agenda de pesquisa para organizações do agronegócio, segmento ausente da literatura revisada.

PALAVRAS CHAVE: governança corporativa; hedge cambial; risco cambial; derivativos; agronegócio.

ABSTRACT: Foreign exchange exposure is a structural problem for exporting organizations, and currency hedging has become the main mechanism for managing this risk. The literature, however, has shown that the use of currency derivatives does not automatically amount to adequate protection, as it may reflect selective practices or managerial motivations. This article aimed to systematically analyze the scientific literature on the relationship between corporate governance and currency hedging, based on articles indexed in the Scopus database, seeking to understand the influence of governance mechanisms on the motivation, adoption, effectiveness and economic outcomes of currency hedging. A focused systematic review was conducted, descriptive and analytical in nature, with qualitative synthesis. The Scopus search returned 11 documents, to which 3 studies identified through complementary routes were added; after screening and full-text reading, the final corpus comprised 5 empirical studies. The results indicate that corporate governance conditions currency risk management across three interdependent stages: the motivation and adoption of hedging, the effectiveness of protection relative to the exposure faced, and the conversion of that protection into firm performance or value. Across all studies, the economic benefits of hedging are concentrated in firms with stronger governance structures. It is concluded that the role of governance does not consist in expanding the use of financial instruments, but in disciplining and aligning hedging decisions with the organization's exposure and interests. As a contribution, the article integrates relationships previously treated separately and proposes a research agenda for agribusiness organizations, a segment absent from the reviewed literature.

KEY WORDS: corporate governance; currency hedging; foreign exchange risk; derivatives; agribusiness.

1. INTRODUÇÃO

Empresas internacionalizadas e exportadoras convivem, de forma estrutural, com a exposição das suas operações às oscilações das taxas de câmbio. Essa exposição decorre da assimetria entre receitas auferidas em moeda estrangeira e custos incorridos em moeda doméstica, condição que caracteriza organizações voltadas à exportação em diferentes setores da economia. O agronegócio brasileiro ilustra essa condição de maneira particularmente nítida, dado que o país exportou US\$ 10,7 bilhões em carne bovina em 2023, com a China respondendo por cerca de metade desse volume (ABIEC, 2024), o que evidencia a magnitude da receita cambial sujeita à volatilidade das taxas de câmbio em cadeias agroindustriais exportadoras. Antes de qualquer discussão sobre instrumentos financeiros específicos, portanto, o problema que se coloca a essas organizações é de natureza organizacional, como administrar, de forma consistente, uma exposição cambial que atravessa decisões de precificação, de investimento e de estrutura de capital.

Nesse contexto, o *hedge* cambial se consolidou como mecanismo central de gestão desse risco e, potencialmente, de criação de valor. Sua racionalidade econômica assenta-se em quatro proposições recorrentes na literatura de finanças corporativas, sendo elas, a redução da volatilidade dos fluxos de caixa; a redução da probabilidade de dificuldades financeiras; a proteção da capacidade de investimento da empresa; e a possibilidade de geração de valor para o acionista. Allayannis e Weston (2001), em um dos estudos mais citados da área, encontram relação positiva entre o uso de derivativos cambiais e o valor da firma, com prêmio médio estimado em 4,87% do Q de Tobin para empresas expostas ao risco cambial. Esse achado funciona como antecedente teórico e empírico para o presente artigo, ainda que não integre o corpus estrito do eixo de pesquisa aqui analisado, uma vez que os autores não examinam o papel da governança corporativa nessa relação.

Entretanto, a constatação de que o uso de derivativos cambiais está associado a maior valor de mercado não permite concluir que toda utilização desses instrumentos corresponda a uma estratégia de proteção adequada. É necessário romper com a equivalência simplista entre “usar derivativos” e “fazer *hedge*”, distinguindo-se ao menos seis padrões de utilização, que são o *hedge* orientado à exposição econômica efetivamente enfrentada; o *hedge* seletivo, no qual a cobertura varia conforme expectativas gerenciais sobre o mercado; a especulação, em que os instrumentos são empregados para capturar ganhos com movimentos cambiais; o *sub-hedge*, quando a proteção contratada é inferior à exposição; o *sobre-hedge*, quando a excede; e a utilização motivada por interesses gerenciais dissociados dos objetivos da organização. Lel (2012) adverte precisamente sobre esse risco de conflação ao afirmar que o uso de derivativos cambiais pode representar proteção, especulação ou uma combinação das duas práticas, o que torna inadequado tratar o termo como sinônimo de *hedge*.

O próprio Lel (2012) investiga como a força da governança corporativa, tanto no nível da firma quanto no nível do país, afeta os motivos e a extensão do uso de derivativos cambiais em uma amostra de firmas cross-listadas de 30 países. Os resultados indicam que empresas governança forte tendem a utilizar derivativos para reduzir a exposição cambial e para atender a necessidades de financiamento externo, ao passo que empresas com governança fraca apresentam maior associação entre o uso desses instrumentos e motivações gerenciais, caracterizando práticas de *hedge* seletivo. A governança corporativa emerge, assim, não como determinante da decisão binária de usar ou não derivativos, mas como condicionante da racionalidade que orienta essa decisão.

Allayannis, Lel e Miller (2012) avançam nessa agenda ao examinar se a governança interna e externa condiciona o prêmio de valor associado ao uso de derivativos cambiais em

firmas de 39 países com exposição cambial relevante. A principal evidência dos autores é que esse prêmio aparece de forma significativa apenas em empresas com governança forte, não se sustentando em empresas com governança fraca. O estudo desloca, portanto, a pergunta de pesquisa: não se trata apenas de saber se o *hedge* cria valor, mas sob quais condições de governança essa criação de valor se realiza.

Hege, Hutson e Laing (2021) exploram essa relação sob desenho quase-experimental, utilizando as mudanças obrigatórias de governança decorrentes da Sarbanes-Oxley Act como choque exógeno em uma amostra de empresas não financeiras dos Estados Unidos. Os autores associam as melhorias de governança tanto à redução da exposição cambial quanto ao aumento do uso de derivativos cambiais, empregando simultaneamente as duas medidas, o que permite distinguir a decisão deliberada de utilizar instrumentos financeiros do resultado efetivamente produzido sobre o risco residual da empresa.

Em contexto distinto, Muiru, Kibet e Kalui (2019) examinam a governança corporativa como variável moderadora da relação entre *hedge* cambial e desempenho financeiro em empresas listadas na Bolsa de Valores de Nairóbi. O estudo conclui que a combinação entre *hedge* e mecanismos de governança produz efeito superior ao efeito isolado da proteção cambial sobre o desempenho, medido pelo Q de Tobin, evidenciando que a governança não apenas acompanha, mas amplia os efeitos econômicos do *hedge*.

Por fim, Sikarwar (2022) desloca o foco de índices agregados de governança para atributos específicos do conselho de administração, como tamanho, liderança, independência e diversidade, analisando sua relação com a exposição cambial e a efetividade do *hedge* em 373 firmas de dez mercados emergentes, entre os quais o Brasil. Esse deslocamento é relevante porque indica que a efetividade da proteção cambial depende não apenas da existência formal de estruturas de governança, mas da configuração concreta da instância responsável por monitorar as decisões gerenciais.

Em conjunto, esses cinco estudos sustentam a proposição central deste artigo. As decisões de *hedge* cambial, embora eminentemente técnicas, estão sujeitas a um contexto organizacional que depende de estruturas de monitoramento, incentivos gerenciais, composição do conselho, expertise financeira, estrutura de propriedade, comitês, políticas e alçadas de decisão, além do ambiente institucional em que a empresa opera. A governança corporativa deve ser compreendida, portanto, como mecanismo que condiciona a qualidade, a finalidade e os resultados do *hedge* cambial, e não apenas como uma variável adicional em modelos de determinantes do uso de derivativos.

Não obstante essa convergência de propósito, os cinco estudos não examinam exatamente a mesma relação. A governança aparece, ora como determinante da motivação para o uso de derivativos (Lel, 2012), ora como condicionante da intensidade e da orientação do *hedge*, ora como mecanismo associado à redução da exposição cambial (Hege; Hutson; Laing, 2021), ora como moderadora do efeito do *hedge* sobre o desempenho (Muiru; Kibet; Kalui, 2019), ora como condição para a criação de valor (Allayannis; Lel; Miller, 2012), ora como conjunto de atributos do conselho que afeta a efetividade da proteção (Sikarwar, 2022). A literatura está, portanto, conectada por um problema comum, mas conceitual e metodologicamente fragmentada, circunstância que impede a consolidação de um modelo integrado sobre o papel da governança na gestão do risco cambial.

Dessa constatação decorre a lacuna que este artigo busca delimitar. Não basta afirmar que existem poucos estudos na interseção entre governança corporativa e *hedge* cambial, a busca realizada na base Scopus, com a string TITLE-ABS-KEY (“corporate governance” OR “governance”) AND (“currency hedging” OR “*hedge*” OR “derivatives”) AND (“foreign exchange risk” OR “exchange rate”), retornou apenas onze documentos nas áreas de Economia e Administração entre 2010 e 2025, dos quais somente cinco atendem aos critérios de inclusão

detalhados na seção de procedimentos metodológicos. É necessário demonstrar o que permanece sem explicação mesmo nesses estudos existentes. Quatro lacunas se destacam: (i) fragmentação conceitual, decorrente de diferentes definições operacionais de governança e de *hedge* entre os estudos; (ii) fragmentação metodológica, associada ao uso de indicadores, amostras e modelos distintos; (iii) concentração contextual, uma vez que os cinco estudos analisam predominantemente empresas listadas em bolsa e dados secundários; e (iv) lacuna setorial, já que nenhum dos cinco estudos investiga diretamente organizações do agronegócio, não obstante a relevância cambial desse setor para economias exportadoras como a brasileira.

À luz dessas lacunas, o presente artigo busca responder à seguinte questão de pesquisa: como os mecanismos de governança corporativa têm sido relacionados à motivação, à adoção, à efetividade e aos resultados econômicos do *hedge* cambial nos estudos selecionados da base Scopus, e quais lacunas permanecem para sua investigação em organizações do agronegócio? Para respondê-la, o objetivo geral deste artigo é analisar sistematicamente a produção científica sobre a relação entre governança corporativa e *hedge* cambial, tendo como referência os artigos publicados na base Scopus, buscando entender a influência dos mecanismos de governança corporativa sobre a motivação, a adoção, a efetividade e os resultados econômicos do *hedge* cambial. Defende-se, como ideia central, que a governança corporativa não influencia apenas a decisão de utilizar derivativos cambiais, mas ela pode condicionar as motivações do *hedge*, o alinhamento entre proteção e exposição, a efetividade na redução do risco cambial e a conversão dessa proteção em desempenho ou valor empresarial.

2. REVISÃO TEÓRICA

2.1. Governança corporativa como mecanismo de monitoramento e alinhamento

A governança corporativa origina-se do problema de agência descrito por Jensen e Meckling (1976), segundo o qual, quando a propriedade se separa do controle, gestores passam a deter informação e discricionariedade que nem sempre estão alinhadas aos interesses dos acionistas, gerando custos de monitoramento, de vinculação contratual (*bonding*) e de perda residual. Os mecanismos de governança corporativa emergem, historicamente, como resposta a esse problema, buscando alinhar as decisões gerenciais aos objetivos da organização (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Para os propósitos deste artigo, esses mecanismos são organizados em três níveis analíticos. No nível institucional, a governança reflete o ambiente legal e regulatório no qual a empresa opera, de modo que países de tradição jurídica *common law* tendem a oferecer maior proteção legal ao investidor do que países de tradição *civil law*, o que se associa a estruturas de propriedade menos concentradas e a mercados de capitais mais desenvolvidos (LA PORTA et al., 1998). É nesse nível que Lel (2012) situa parte de sua análise, ao examinar como a força da governança no país de origem da firma, e não apenas em nível da própria empresa, condiciona o uso de derivativos cambiais. No nível da firma, a governança corresponde a mecanismos como estrutura de propriedade, transparência e políticas internas de gestão de risco, dimensão evidenciada, por exemplo, pelo índice de governança interna construído por Allayannis, Lel e Miller (2012). No nível do conselho de administração, por fim, a governança se expressa em atributos concretos da instância responsável por monitorar as decisões gerenciais, quais sejam, tamanho, independência, liderança, diversidade e expertise financeira dos conselheiros, dimensão central nos estudos de Muiru, Kibet e Kalui (2019) e, sobretudo, de Sikarwar (2022).

Para fins deste artigo, a governança corporativa é definida como o conjunto de mecanismos institucionais, proprietários e organizacionais que monitora a atuação gerencial e influencia as decisões corporativas relacionadas à exposição e à proteção cambial. No Brasil,

essa definição encontra respaldo normativo no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, que reforça o papel do conselho de administração na definição do apetite a risco da organização (IBGC, 2023), papel diretamente relevante para a política de *hedge* cambial, ainda que a normativa não trate especificamente desse instrumento.

A relação entre governança corporativa e decisões de risco financeiro decorre de um conjunto específico de mecanismos, a saber, os conflitos de agência entre gestores e acionistas quanto à tolerância ao risco; a função de monitoramento exercida pelo conselho de administração; a independência dos conselheiros em relação à diretoria executiva; a expertise financeira disponível no conselho e em comitês especializados de auditoria ou de risco; a estrutura de propriedade, que determina a capacidade e o incentivo de grandes acionistas para monitorar a gestão; os esquemas de incentivos e remuneração gerencial, que podem aproximar ou afastar os interesses de gestores e acionistas quanto à exposição ao risco; e o ambiente regulatório e institucional em que a empresa está inserida. Esses mecanismos operam porque decisões de *hedge* cambial são, em geral, pouco observáveis e de difícil verificação externa, pois apenas os gestores têm acesso pleno à exposição real da empresa e às posições contratadas, o que cria espaço para que a política cambial reflita preferências individuais, como a aversão ao risco, busca de reconhecimento por resultados de curto prazo, ou tentativas de ganho especulativo, em vez da exposição efetivamente enfrentada pela organização. É exatamente esse espaço discricionário que os mecanismos de governança buscam reduzir.

2.2. *Hedge cambial: adoção, intensidade e efetividade*

A literatura sobre *hedge* corporativo antecede, em décadas, a agenda que relaciona *hedge* e governança, e fornece os conceitos indispensáveis para a análise empreendida neste artigo. Smith e Stulz (1985) oferecem a fundação teórica central ao demonstrar que firmas racionais fazem *hedge* por três razões, isto é, para reduzir impostos esperados quando a função tributária é convexa, para reduzir os custos esperados de dificuldades financeiras e para mitigar custos de agência entre acionistas, credores e gestores. Froot, Scharfstein e Stein (1993) complementam esse arcabouço ao demonstrar que o *hedge* ótimo não busca eliminar integralmente o risco, mas coordenar a disponibilidade de caixa interno com as necessidades de investimento da firma, de modo a evitar que oscilações cambiais comprometam projetos com valor presente líquido positivo. Evidências empíricas subsequentes, como as de Nance, Smith e Smithson (1993) e de Géczy, Minton e Schrand (1997) nos Estados Unidos, e as de Rossi Jr. (2009) e Schiozer e Saito (2009) na América Latina e no Brasil, corroboram esses determinantes sem, no entanto, examinar o papel da governança corporativa. Bartram, Brown e Conrad (2011), em amostra de 47 países, mostram que o uso de derivativos reduz a volatilidade total e o risco sistemático das firmas, evidência que sustenta, em escala global, a racionalidade econômica do *hedge*. Esses estudos compõem o pano de fundo conceitual da análise, sem integrar o corpus dos cinco estudos examinados neste artigo.

A exposição cambial refere-se à sensibilidade dos fluxos de caixa, dos resultados ou do valor da empresa às variações nas taxas de câmbio, e pode ser mitigada tanto por *hedge* financeiro, que consiste no uso de instrumentos derivativos, como contratos a termo, futuros, opções e swaps cambiais, quanto por *hedge* operacional, que envolve decisões reais, como o casamento entre moedas de receita e de custo, a diversificação geográfica de fornecedores e mercados, ou a indexação de contratos. Este artigo concentra-se no *hedge* financeiro, por ser o objeto direto dos cinco estudos do corpus, embora o *hedge* operacional seja mencionado, na seção de implicações para o agronegócio, como estratégia complementar relevante para organizações com acesso limitado a mercados de derivativos.

Cinco dimensões organizam a análise das decisões de *hedge* cambial ao longo deste

artigo. A adoção refere-se à decisão binária de utilizar, ou não, instrumentos de proteção cambial. A intensidade refere-se ao montante ou à proporção da exposição efetivamente protegida, distinguindo-se do *sub-hedge* (proteção inferior à exposição) e do *sobre-hedge* (proteção superior à exposição). A motivação refere-se às razões que orientam a decisão de *hedge*, que podem estar associadas à redução da exposição, a necessidades de financiamento externo, à proteção do fluxo de caixa, a preferências gerenciais ou a práticas de *hedge* seletivo. A efetividade não pode ser inferida apenas pela existência de contratos derivativos, uma vez que Hege, Hutson e Laing (2021), por exemplo, utilizam duas medidas complementares, a saber, a exposição cambial residual e o uso de derivativos cambiais, pois a primeira capta o risco não protegido, enquanto a segunda apenas identifica a intencionalidade da política adotada. Por fim, os resultados econômicos referem-se aos efeitos do *hedge* sobre o desempenho ou o valor da firma, de modo que Allayannis, Lel e Miller (2012) relacionam *hedge* e valor de mercado por meio do Q de Tobin, enquanto Muiru, Kibet e Kalui (2019) relacionam *hedge*, governança e desempenho financeiro pela mesma métrica.

2.3. Relação entre governança e *hedge* cambial

A relação entre governança corporativa e *hedge* cambial não se restringe à existência formal de estruturas de controle, nem à simples utilização de instrumentos derivativos. Os cinco estudos que compõem o corpus deste artigo indicam que essa relação se desenvolve ao longo de uma cadeia composta por três estágios interdependentes, quais sejam, a decisão de realizar o *hedge*, a efetividade da proteção adotada e os resultados econômicos decorrentes dessa decisão. Nesse encadeamento, a governança atua inicialmente sobre os incentivos e critérios que orientam a escolha da empresa; posteriormente, sobre o alinhamento entre a proteção contratada e a exposição cambial efetivamente enfrentada; e, finalmente, sobre a capacidade de o *hedge* contribuir para a redução do risco, a melhoria do desempenho e a criação de valor.

No primeiro estágio, a governança influencia se a empresa utilizará instrumentos cambiais, por quais motivos o fará e em que extensão realizará a proteção. Essa influência decorre da capacidade dos mecanismos de governança de limitar a discricionariedade gerencial e direcionar as decisões financeiras para objetivos organizacionais. A utilização de derivativos, isoladamente, não comprova que a organização esteja executando uma estratégia de *hedge* economicamente justificada, uma vez que esses instrumentos também podem ser empregados para incorporar expectativas subjetivas dos gestores sobre o comportamento futuro das taxas de câmbio. Em ambientes de monitoramento insuficiente, a política cambial pode refletir preferências pessoais, aversão individual ao risco ou tentativas de obtenção de ganhos associados às oscilações do mercado, afastando-se da finalidade de proteção da exposição corporativa.

Os resultados de Lel (2012) sustentam essa distinção ao demonstrarem que empresas com governança mais forte tendem a utilizar derivativos cambiais em resposta à exposição ao câmbio e às necessidades de financiamento externo. Nas empresas com governança mais fraca, por outro lado, a utilização desses instrumentos apresenta maior associação com motivações gerenciais e com práticas de *selective hedging*, nas quais a extensão da cobertura é alterada de acordo com as percepções dos gestores sobre os movimentos futuros do mercado. A governança, portanto, não determina apenas a adoção do *hedge*, mas condiciona a racionalidade que sustenta essa decisão. A presença de mecanismos mais efetivos de monitoramento tende a reduzir a influência de julgamentos individuais e a aproximar a política cambial das necessidades financeiras e da exposição enfrentada pela organização (LEL, 2012).

Esse argumento é complementado por Muiru, Kibet e Kalui (2019), que relacionam a decisão de *hedge* às características da estrutura de governança, incluindo tamanho e composição do conselho, independência dos membros, dualidade entre os cargos de diretor-presidente e

presidente do conselho e estrutura de propriedade. Tais mecanismos podem fortalecer ou enfraquecer tanto a decisão de utilizar instrumentos de proteção quanto a seleção das técnicas empregadas. Sikarwar (2022), por sua vez, desloca a análise para atributos específicos do conselho, como tamanho, liderança, independência e diversidade, indicando que a decisão de *hedge* também depende da configuração da instância responsável pelo monitoramento das escolhas gerenciais. Desse modo, a governança deve ser compreendida como antecedente da política cambial, pois afeta a disposição da empresa para proteger sua exposição, os instrumentos considerados e a extensão da cobertura estabelecida.

O segundo estágio corresponde à efetividade do *hedge*. Nesse nível, o problema analítico deixa de ser apenas a utilização ou não de derivativos e passa a ser o grau de correspondência entre os instrumentos empregados e a exposição cambial efetivamente enfrentada. Uma empresa pode declarar a realização de *hedge* e, ainda assim, permanecer excessivamente exposta, contratar proteção superior à sua exposição ou alterar posições com base em expectativas direcionais. Consequentemente, a efetividade deve ser avaliada pela capacidade da política adotada de reduzir a sensibilidade dos fluxos de caixa, dos resultados ou do valor empresarial às variações cambiais, e não apenas pela presença de contratos derivativos.

Hege, Hutson e Laing (2021) avançam nessa direção ao empregarem simultaneamente duas medidas, sendo, o uso de derivativos cambiais e a exposição da empresa às oscilações das taxas de câmbio. Essa estratégia permite diferenciar a decisão deliberada de utilizar instrumentos financeiros do resultado efetivamente produzido sobre o risco residual. Os autores verificam que melhorias nos padrões de governança estão associadas ao aumento da probabilidade de utilização de derivativos e, simultaneamente, à redução da exposição cambial. O resultado sugere que estruturas mais robustas de governança não apenas estimulam a adoção de instrumentos, mas contribuem para que esses instrumentos sejam empregados de maneira compatível com a finalidade de redução do risco.

A contribuição de Sikarwar (2022) reforça a necessidade de considerar a estrutura do conselho na avaliação dessa efetividade. Ao examinar atributos do conselho em empresas de mercados emergentes, o estudo relaciona características da instância de monitoramento às atividades de *hedge* e ao risco cambial residual. Sob essa perspectiva, conselhos com maior capacidade de supervisão tendem a exercer controle mais consistente sobre as decisões financeiras, reduzindo a possibilidade de que a política cambial seja orientada exclusivamente por interesses ou expectativas individuais. Assim, a governança atua como mecanismo de alinhamento entre a exposição identificada, a estratégia selecionada e o nível de proteção efetivamente alcançado.

O terceiro estágio refere-se aos resultados econômicos da relação entre governança e *hedge* cambial. A redução da exposição não constitui um fim isolado, pois a política de proteção deve contribuir para preservar fluxos de caixa, reduzir instabilidades e sustentar o desempenho da organização. Entretanto, os benefícios econômicos do *hedge* não decorrem automaticamente da contratação de derivativos. Eles dependem da qualidade das decisões que antecedem sua adoção e da capacidade da estrutura de governança de impedir utilizações oportunistas ou desalinhadas com os interesses da empresa.

Allayannis, Lel e Miller (2012) demonstram essa condição ao identificarem que o prêmio de valor associado ao uso de derivativos cambiais se concentra nas empresas com governança corporativa mais forte. Nas organizações com governança fraca, o benefício econômico do *hedge* não apresenta a mesma consistência. Esse resultado indica que a governança não deve ser tratada apenas como uma variável adicional capaz de explicar a adoção de derivativos, mas como uma condição que interfere na conversão da política de *hedge* em valor empresarial. Em outras palavras, instrumentos cambiais podem contribuir para a criação de valor quando inseridos em um ambiente capaz de disciplinar sua utilização e de alinhar as

escolhas gerenciais à exposição e aos objetivos corporativos (ALLAYANNIS; LEL; MILLER, 2012).

Muiru, Kibet e Kalui (2019) chegam a conclusão convergente ao analisarem o papel moderador da governança na relação entre *hedge* cambial e desempenho financeiro. Os resultados mostram que a combinação entre técnicas de *hedge* e mecanismos de governança produz efeito superior ao efeito isolado da proteção cambial. A governança fortalece a qualidade das decisões de gestão de riscos e amplia a possibilidade de essas decisões se refletirem no desempenho da empresa. Portanto, o *hedge* pode reduzir a volatilidade e contribuir para resultados financeiros mais favoráveis, mas sua efetividade econômica depende da existência de estruturas de governança capazes de supervisionar, direcionar e controlar sua utilização.

A integração dos três estágios permite compreender a governança corporativa como um elemento que atravessa todo o processo de gestão do risco cambial. Inicialmente, ela influencia as motivações, a adoção e a extensão do *hedge*; em seguida, condiciona o alinhamento entre os instrumentos utilizados e a exposição enfrentada; por fim, interfere na capacidade de a proteção reduzir riscos e gerar efeitos positivos sobre o desempenho e o valor empresarial. Essa relação, contudo, não deve ser interpretada como uma associação linear segundo a qual melhor governança necessariamente implica maior volume de derivativos. Sua função central consiste em aproximar a política de *hedge* do nível de proteção economicamente adequado, restringindo tanto a exposição insuficientemente protegida quanto a utilização excessiva, seletiva ou orientada por interesses gerenciais. Dessa forma, a principal contribuição da governança reside menos na quantidade de *hedge* realizada e mais na qualidade, na coerência e na disciplina das decisões que estruturam a gestão do risco cambial.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1. Caracterização do estudo

Este artigo caracteriza-se como uma revisão sistemática da literatura, de natureza descritiva e analítica, baseada em síntese qualitativa dos estudos selecionados. Trata-se de uma revisão focalizada e não de um levantamento amplo de toda a literatura sobre *hedge* cambial, restrita à interseção entre governança corporativa e *hedge* cambial. Por essa razão, a análise dos resultados não incorpora evidências de estudos que tratam isoladamente da governança corporativa ou do *hedge* cambial, ainda que tais estudos sejam utilizados como antecedentes teóricos na revisão teórica. A aplicação ao agronegócio, por sua vez, constitui uma derivação analítica e uma agenda de pesquisa, pois nenhum dos estudos do corpus investiga diretamente organizações agroindustriais.

3.2. Coleta de dados

A busca foi realizada exclusivamente na base Scopus (Elsevier). A escolha dessa base justifica-se por sua cobertura abrangente de periódicos revisados por pares nas áreas de Economia, Administração e Finanças, por seus recursos de filtragem por área temática e tipo documental, e por sua adoção consolidada em revisões sistemáticas na área de gestão. Não foram consultadas bases complementares para a composição do corpus estrito desta revisão; referências de outras bases foram eventualmente utilizadas na fundamentação teórica, conforme detalhado adiante.

A estratégia de busca utilizou o campo título-resumo-palavras-chave (TITLE-ABS-KEY), com a seguinte string: TITLE-ABS-KEY ((“corporate governance” OR “governance”) AND (“currency hedging” OR “*hedge*” OR “derivatives”) AND (“foreign exchange risk” OR

“exchange rate”)) AND PUBYEAR > 2009 AND PUBYEAR < 2026 AND (LIMIT-TO (SUBJAREA, “ECON”) OR LIMIT-TO (SUBJAREA, “BUSI”)). A busca foi realizada em 28 de julho de 2026, sem restrição prévia de idioma ou de tipo documental, abrangendo publicações indexadas entre 2010 e 2025 nas áreas de Economia, Econometria e Finanças, e de Administração e Negócios. O resultado bruto totalizou 11 documentos.

Uma limitação metodológica deve ser registrada, pois a exportação dos registros da Scopus não incluiu o campo de resumo, de modo que a triagem por título e resumo, descrita adiante, foi realizada com base no título, no tipo documental e no periódico de publicação, sendo complementada pela leitura integral dos textos elegíveis.

3.3. Critérios de inclusão

Foram considerados elegíveis os registros que, cumulativamente: (i) constituíssem artigo científico ou estudo acadêmico com texto completo disponível; (ii) examinassem explicitamente governança corporativa ou atributos do conselho de administração; (iii) analisassem *hedge* cambial, derivativos cambiais ou exposição cambial; (iv) testassem uma relação entre os dois construtos; (v) apresentassem objetivo, método, amostra e resultados verificáveis; e (vi) constituíssem estudo empírico.

3.4. Critérios de exclusão

Foram excluídos os registros que não apresentassem evidências empíricas da relação entre governança e *hedge* cambial; tratassem exclusivamente de risco financeiro geral, sem foco cambial; apenas mencionassem governança ou *hedge* de forma tangencial, sem testar a relação entre os construtos; não apresentassem método ou resultados verificáveis; correspondessem a versão preliminar quando houvesse versão publicada equivalente; ou apresentassem registro bibliográfico inconsistente ou não confirmado.

3.5. Processo de seleção

O processo de seleção seguiu quatro etapas. Na identificação, a busca na Scopus retornou 11 documentos. A esse conjunto somaram-se 3 estudos identificados por vias complementares, sendo buscas realizadas nos demais eixos temáticos da matriz bibliográfica do projeto de pesquisa e leitura cruzada de referências, a saber, Lel (2012), Muiru, Kibet e Kalui (2019) e Sikarwar (2022), que tratam diretamente da relação entre governança corporativa e *hedge* cambial, mas não foram recuperados pela string de busca isolada do eixo de pesquisa. O total identificado somou, portanto, 14 registros.

Na triagem por título e tipo documental, aplicada aos 11 registros recuperados na Scopus, foram excluídos 7. Um estudo sobre empréstimos imobiliários em condições macroeconômicas adversas, sem relação com o tema (Yeoh et al., 2025); um estudo sobre apetite ao risco gerencial e uso de derivativos cambiais que não examina mecanismos de governança corporativa (Wang et al., 2025); um estudo sobre dinâmica do uso de derivativos financeiros sem menção a governança (Samarakoon; Pradhan; Chathuranga, 2025); um estudo sobre dinâmica cambial sem exame de *hedge* ou governança no título (Imam; Ahmed; Tickle, 2013); uma errata, por não constituir artigo empírico; um capítulo sobre gestão de reservas cambiais de banco central, por tratar de política monetária e não de governança corporativa em nível de firma (Johnson, 2020); e um estudo sobre determinantes da gestão de risco cambial na América Latina sem exame de governança (Giraldo-Prieto; De Fuentes; Sogorb-Mira, 2019). Passaram para a etapa de leitura integral 4 registros da Scopus, sendo então, Allayannis, Lel e Miller (2012); Hege, Hutson e Laing (2021); Islam e Hussin (2017); e Sikarwar e Gupta (2019), somados aos 3 identificados por via complementar, totalizando 7 estudos avaliados por texto

completo.

Na leitura integral, 2 estudos foram excluídos por não pertencerem ao escopo fechado dos cinco estudos definidos a priori para esta revisão focalizada, Islam e Hussin (2017), obra que examina *hedge*, governança corporativa e valor da firma, mas cujo texto completo não pôde ser obtido para confirmação dos critérios de elegibilidade; e Sikarwar e Gupta (2019), que examina a propriedade como mecanismo de governança na relação entre exposição cambial e *hedge* financeiro, mas trata de relação distinta da examinada por Sikarwar (2022), já integrante do corpus. Ambos os estudos são retomados na revisão teórica como referências complementares, no mesmo papel desempenhado por Allayannis e Weston (2001).

A amostra final incluiu 5 estudos, portanto, Lel (2012); Allayannis, Lel e Miller (2012); Hege, Hutson e Laing (2021); Muir, Kibet e Kalui (2019); e Sikarwar (2022).

3.6. Tratamento das referências complementares

Outras referências bibliográficas utilizadas na fundamentação teórica deste artigo, incluindo Allayannis e Weston (2001), Islam e Hussin (2017) e Sikarwar e Gupta (2019), não integram o corpus da análise, ainda que atendam parcialmente aos critérios de inclusão, por não pertencerem ao conjunto fechado de cinco estudos definido para esta revisão focalizada, seja por não constarem da base Scopus na consulta realizada, seja por decisão de delimitação do escopo analítico.

3.7. Extração dos dados

QUADRO 1: Estrutura da ficha analítica individual utilizada na extração de dados

Bloco	Informações
Identificação	Autores, ano, título e veículo
Contexto	Países, período e tipo de empresa
Objetivo	Relação específica investigada
Método	Delineamento, dados e técnica
Governança	Nível e indicadores utilizados
<i>Hedge</i>	Adoção, intensidade, exposição ou tipo
Resultados	Desempenho, valor ou exposição
Relação encontrada	Direta, moderadora ou condicionante
Robustez	Testes adicionais e estratégias de identificação
Limitações	Restrições declaradas ou identificadas
Lacunas	Questões não respondidas
Implicações para o agronegócio	Inferência analítica separada do achado original

Fonte: elaborado pelos autores (2026), com base no protocolo de extração de dados desta revisão.

Para cada um dos cinco estudos do corpus, foi elaborada uma matriz analítica contendo: autoria e ano; periódico e base indexadora; país ou contexto da amostra; objetivo; metodologia e técnica de estimação; amostra e período de dados; variáveis de governança e de *hedge* cambial utilizadas; principais achados; e lacunas apontadas pelos próprios autores. Essa matriz consolida as informações extraídas da leitura integral dos cinco textos e fundamenta tanto a comparação transversal quanto a organização temática da seção de resultados.

3.8. Análise de dados

A análise de dados seguiu duas etapas. Na primeira, de análise individual, foi elaborada uma ficha analítica para cada um dos cinco estudos, sintetizando objetivo, método, amostra, variáveis, principais achados e limitações. Na segunda etapa, de comparação transversal, os cinco estudos foram comparados segundo categorias comuns, quais sejam, nível de governança examinado (institucional, da firma ou do conselho); mecanismo de governança analisado; medida de *hedge* cambial utilizada; resultado econômico considerado; direção da relação encontrada; força da evidência; limitações; e lacunas. Essa comparação transversal fundamenta a organização temática apresentada na seção de resultados e discussão.

4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS E DISCUSSÕES

A análise que segue não está organizada como uma sequência de resumos individuais dos cinco estudos, o que reproduziria a estrutura cronológica da leitura e produziria pouca contribuição analítica. O Quadro 2 sintetiza o contexto, o foco analítico, a operacionalização da governança e a medida de *hedge* utilizada em cada estudo, servindo de referência para a discussão temática apresentada nas subseções seguintes.

QUADRO 2: Síntese dos cinco estudos do corpus

Estudo	Contexto	Foco principal	Governança	Hedge/resultado
Lel (2012)	Firmas de 30 países	Motivações e extensão do uso de derivativos	Governança da firma e do país	Uso e intensidade do <i>hedge</i>
Allayannis, Lel e Miller (2012)	Firmas de 39 países	Prêmio de valor do <i>hedge</i>	Governança interna e externa	Derivativos e Q de Tobin
Hege, Hutson e Laing (2021)	507 empresas dos EUA	Efeito de reformas de governança	Índices amplos e mudanças obrigatórias	Exposição cambial e uso de derivativos
Muiru, Kibet e Kalui (2019)	54 empresas listadas no Quênia	Moderação da relação <i>hedge</i> -desempenho	Conselho, propriedade e dualidade	<i>Hedge</i> financeiro/natural e Q de Tobin
Sikarwar (2022)	373 firmas de dez mercados emergentes	Efeito de atributos do conselho	Tamanho, liderança, independência e diversidade	Exposição cambial e efetividade do <i>hedge</i>

Fonte: elaborado pelo autor (2026), com base na leitura integral dos cinco estudos do corpus.

4.1. Governança e motivação do *hedge*

A motivação para o uso de derivativos cambiais constitui o primeiro ponto em que os cinco estudos convergem, ainda que operacionalizem a governança de formas distintas. Lel (2012) demonstra que empresas com governança mais forte, tanto no nível da firma quanto no nível do país de origem, utilizam derivativos cambiais predominantemente para reduzir exposição e atender a necessidades de financiamento externo, ao passo que empresas com governança mais fraca associam o uso desses instrumentos a motivações gerenciais e a práticas de *hedge* seletivo. Esse achado estabelece uma distinção teoricamente relevante, em que a governança não determina se a empresa usará derivativos, mas por que os usará. Motivações economicamente justificadas (redução de exposição, mitigação de custos de dificuldades financeiras, viabilização de financiamento) tendem a prevalecer sob governança forte; motivações gerenciais (aversão pessoal ao risco, busca de resultados de curto prazo, tentativas especulativas) tendem a prevalecer sob governança fraca.

4.2. Governança e criação de valor

Allayannis, Lel e Miller (2012) deslocam a pergunta de pesquisa de "o *hedge* cria valor?" para "sob quais condições de governança o *hedge* cria valor?". A resposta dos autores é inequívoca, pois o prêmio de valor associado ao uso de derivativos cambiais concentra-se em empresas com governança interna e externa fortes, não se sustentando estatisticamente em empresas com governança fraca. Esse resultado qualifica a evidência de Allayannis e Weston (2001), que associa uso de derivativos a maior Q de Tobin sem considerar governança, ao demonstrar que o prêmio de 4,87% relatado por aqueles autores não é uniformemente distribuído na população de empresas, mas condicionado à qualidade dos mecanismos de monitoramento e alinhamento presentes na organização.

4.3. Governança e redução da exposição cambial

Hege, Hutson e Laing (2021) contribuem com a evidência mais próxima de uma relação causal entre os cinco estudos, ao explorarem as mudanças obrigatórias de governança decorrentes da Sarbanes-Oxley Act como choque exógeno. Os autores constatarem que a melhoria dos padrões de governança está associada, simultaneamente, ao aumento da probabilidade de uso de derivativos cambiais e à redução da exposição cambial residual das empresas. A utilização conjunta dessas duas medidas é metodologicamente relevante, em que isoladamente, o aumento do uso de derivativos poderia refletir tanto proteção quanto especulação; combinado com a redução da exposição residual, o resultado indica que a governança aproxima o uso de derivativos de sua finalidade de proteção.

4.4. Governança como moderadora do desempenho

Muiru, Kibet e Kalui (2019) deslocam a análise para o terceiro estágio da cadeia, os resultados econômicos, tratando a governança como variável moderadora da relação entre *hedge* cambial e desempenho financeiro, medido pelo Q de Tobin, em empresas listadas na Bolsa de Valores de Nairóbi, no Quênia. O achado central é que a combinação entre *hedge* e mecanismos de governança produz efeito sobre o desempenho superior ao efeito isolado da proteção cambial, replicando, em contexto africano e com metodologia distinta, o padrão relatado por Allayannis, Lel e Miller (2012) em amostra multinacional, segundo o qual os benefícios econômicos do *hedge* não são automáticos, mas dependem da estrutura de governança que os viabiliza.

4.5. Atributos do conselho e efetividade do *hedge*

Sikarwar (2022) oferece a contribuição mais recente e metodologicamente mais granular do corpus, ao desagregar a governança de índices compostos para atributos específicos do conselho de administração, quais sejam, tamanho, liderança, independência e diversidade, analisados em 373 firmas de dez mercados emergentes, entre os quais o Brasil. O estudo demonstra que conselhos maiores e mais independentes associam-se a menor exposição cambial residual, sugerindo que a efetividade do *hedge* depende da configuração concreta da instância de monitoramento, e não apenas de sua existência formal. Esse resultado é particularmente relevante para a extrapolação ao agronegócio, pois desloca o foco de índices agregados de governança, frequentemente inacessíveis para empresas de capital fechado, para atributos observáveis do conselho ou de instâncias equivalentes de governança.

4.6. Convergências entre os trabalhos analisados

Não obstante a diversidade de contextos, amostras e métodos, os cinco estudos convergem em três pontos centrais. Primeiro, todos rejeitam a equivalência entre uso de

derivativos e *hedge* efetivo, uma vez que a utilização de instrumentos cambiais, por si só, não garante proteção adequada, alinhamento com a exposição ou criação de valor. Segundo, todos atribuem à governança corporativa um papel condicionante, e não meramente descritivo, na relação entre *hedge* e seus resultados, seja sobre a motivação (LEL, 2012), a efetividade (HEGE; HUTSON; LAING, 2021; SIKARWAR, 2022) ou os resultados econômicos (ALLAYANNIS; LEL; MILLER, 2012; MUIRU; KIBET; KALUI, 2019). Terceiro, em nenhum dos cinco estudos os benefícios do *hedge*, em termos de redução de exposição, valor ou desempenho, aparecem de forma uniforme na amostra, pois eles se concentram, de forma consistente, no subconjunto de empresas com estruturas de governança mais robustas.

4.7. Divergências entre os trabalhos analisados

As divergências entre os cinco estudos concentram-se na operacionalização dos dois construtos centrais e no desenho metodológico empregado. Quanto à governança, Lel (2012) utiliza o índice Governance Metrics International combinado a indicadores de proteção legal em nível de país; Allayannis, Lel e Miller (2012) constroem índices distintos de governança interna e externa; Hege, Hutson e Laing (2021) empregam um índice composto de 41 atributos, dos quais 10 mandatórios pela Sarbanes-Oxley; Muiru, Kibet e Kalui (2019) utilizam características estruturais do conselho e da propriedade; e Sikarwar (2022) analisa atributos específicos do conselho isoladamente, sem compô-los em índice agregado. Quanto ao *hedge*, os estudos alternam entre variáveis binárias de uso de derivativos, razões contínuas de cobertura (*FX hedge ratio*) e medidas de exposição cambial residual, por vezes utilizadas isoladamente, por vezes combinadas, como em Hege, Hutson e Laing (2021). Os desenhos metodológicos também divergem, abrangendo dados em painel com regressão Tobit (LEL, 2012), regressão com variáveis instrumentais (ALLAYANNIS; LEL; MILLER, 2012), diferenças-em-diferenças em torno de um choque regulatório (HEGE; HUTSON; LAING, 2021), dados em painel longitudinal (MUIRU; KIBET; KALUI, 2019) e regressão com efeitos fixos de indústria e país (SIKARWAR, 2022). Essa heterogeneidade dificulta a comparação direta de magnitudes entre os estudos, ainda que não comprometa a convergência qualitativa quanto ao papel condicionante da governança.

4.8. Lacunas identificadas

A leitura conjunta dos cinco estudos permite qualificar, e não apenas reafirmar, a lacuna de pesquisa delimitada na introdução deste artigo. A fragmentação conceitual manifesta-se na ausência de um constructo único de governança aplicável simultaneamente aos níveis institucional, da firma e do conselho. A fragmentação metodológica manifesta-se na diversidade de indicadores, amostras e técnicas de estimação, que impede a realização de uma metanálise quantitativa dos efeitos relatados. A concentração contextual manifesta-se no predomínio de empresas listadas em bolsa, com dados secundários de demonstrações financeiras públicas e de relatórios de governança, condição de disponibilidade de dados que, por si só, exclui a maior parte das organizações do agronegócio brasileiro, majoritariamente compostas por empresas familiares, cooperativas e firmas de capital fechado. A lacuna setorial, por fim, mantém-se integralmente, pois nenhum dos cinco estudos examina organizações agroindustriais, e nenhum deles testa se a cadeia motivação-efetividade-resultados identificada em amostras multinacionais de empresas listadas se replica em contextos de propriedade concentrada e governança menos formalizada, como os predominantes no agronegócio.

4.9. Implicações para o agronegócio

Ainda que nenhum dos cinco estudos do corpus examine diretamente organizações

agroindustriais, a cadeia analítica que emerge de sua leitura conjunta, isto é, motivação, efetividade e resultados econômicos do *hedge*, condicionados pela governança, oferece um modelo de síntese com potencial de aplicação ao agronegócio brasileiro, setor estruturalmente exposto ao risco cambial em razão de sua vocação exportadora (ABIEC, 2024). Essa aplicação, contudo, deve ser tratada como derivação analítica e agenda de pesquisa, e não como extrapolação direta dos resultados.

A pesquisa nacional conduzida pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa em parceria com a KPMG (IBGC; KPMG, 2022), com 367 respondentes de empreendimentos rurais brasileiros, indica que estruturas de conselho, consultivo ou de administração, estão presentes em cerca de metade da amostra, e que a decisão sobre gestão de risco financeiro permanece centralizada na figura do proprietário ou da família em parcela expressiva dos casos. Esse padrão é consistente com a caracterização de Machado Filho (2015), para quem a governança no agronegócio brasileiro é marcada pela predominância de empresas familiares, cooperativas e cadeias agroindustriais com estruturas de controle menos formalizadas do que as observadas nas amostras de empresas listadas examinadas pelos cinco estudos do corpus. Se a efetividade e os resultados econômicos do *hedge* dependem da qualidade da governança, como demonstram Hege, Hutson e Laing (2021), Muiru, Kibet e Kalui (2019) e Sikarwar (2022), a heterogeneidade das estruturas de governança no agronegócio brasileiro sugere heterogeneidade correspondente na capacidade dessas organizações de converter *hedge* cambial em proteção efetiva e em valor.

O episódio histórico documentado por Farhi e Borghi (2009) ilustra os riscos dessa heterogeneidade, pois durante a crise cambial de 2008, empresas brasileiras, entre elas companhias do setor agroindustrial, registraram perdas expressivas com contratos de derivativos cambiais estruturados de forma especulativa, e não como proteção da exposição operacional. O evento é consistente com o argumento central deste artigo, pois a ausência de mecanismos robustos de governança tende a deslocar o uso de derivativos de sua finalidade de proteção para práticas de *hedge* seletivo ou especulação, tal como descrito por Lel (2012) para o primeiro estágio da cadeia analítica. Em contraste, o relatório anual de uma grande empresa frigorífica listada (MARFRIG GLOBAL FOODS S.A., 2023) demonstra uso sistemático e documentado de instrumentos de proteção cambial, quais sejam, contratos a termo sem entrega física (NDFs) e swaps, associado a estruturas de conselho e comitês mais próximas das observadas nos estudos do corpus, o que sugere que a variação na qualidade da governança dentro do próprio setor agroindustrial brasileiro pode ser tão relevante quanto a variação entre setores.

Três implicações decorrem dessa leitura. Primeiro, a cadeia motivação-efetividade-resultados constitui uma estrutura útil para investigar empiricamente se organizações exportadoras do agronegócio, sejam elas de capital aberto, capital fechado, cooperativas ou empresas familiares, utilizam *hedge* cambial como proteção genuína ou como prática seletiva. Segundo, a ênfase de Sikarwar (2022) em atributos específicos do conselho, e não em índices agregados de governança, oferece um caminho metodológico mais viável para organizações de capital fechado, cujas instâncias de governança, tais como conselhos consultivos, comitês familiares, estruturas de sucessão, nem sempre são redutíveis a índices como os utilizados por Lel (2012) ou por Allayannis, Lel e Miller (2012). Terceiro, a heterogeneidade de governança já documentada no agronegócio brasileiro (IBGC; KPMG, 2022) sugere que a relação entre *hedge* e desempenho financeiro nesse setor não deve ser tratada como uniforme, mas como potencialmente moderada pela governança, na linha do que demonstram Muiru, Kibet e Kalui (2019) para o contexto queniano.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo teve como objetivo analisar sistematicamente a produção científica sobre a relação entre governança corporativa e *hedge* cambial, tendo como referência os artigos publicados na base Scopus, buscando entender a influência dos mecanismos de governança corporativa sobre a motivação, a adoção, a efetividade e os resultados econômicos do *hedge* cambial.

Os cinco estudos que compõem o corpus desta revisão indicam que a governança corporativa influencia a gestão do risco cambial em múltiplas etapas. Ela afeta as motivações para a utilização de derivativos, a adoção e a intensidade do *hedge*, a efetividade na redução da exposição e a conversão da proteção cambial em desempenho ou valor. Seu papel, portanto, não consiste simplesmente em ampliar o uso de instrumentos financeiros, mas em disciplinar e alinhar as decisões de *hedge* à exposição e aos interesses da organização, respondendo, assim, à questão de pesquisa que orientou este artigo.

5.1. Contribuição teórica

A principal contribuição teórica esperada deste artigo consiste em integrar, em um único modelo analítico, cinco relações que a literatura vinha tratando de forma dispersa, a saber, governança e motivação do *hedge*; governança e adoção; governança e efetividade; governança e resultados econômicos; e atributos específicos do conselho como determinantes dessa efetividade. Ao diferenciar adoção, intensidade, efetividade e resultado como dimensões distintas, e não intercambiáveis, da decisão de *hedge*, o artigo demonstra que a governança pode operar simultaneamente como antecedente, como moderadora e como condicionante, a depender do estágio da cadeia analítica considerado. Essa organização em três níveis, isto é, institucional, da firma e do conselho, oferece, ainda, um vocabulário comum para comparar estudos que, isoladamente, utilizam operacionalizações distintas de governança.

5.2. Implicações para o agronegócio

O modelo de síntese proposto oferece uma base conceitual para pesquisas futuras voltadas a organizações exportadoras do agronegócio, empresas familiares, cooperativas, empresas de capital fechado e cadeias agroindustriais expostas ao câmbio, segmentos estruturalmente distintos das amostras de empresas listadas examinadas pelos cinco estudos do corpus, mas igualmente sujeitos à exposição cambial e, potencialmente, às mesmas condicionantes de governança identificadas na literatura internacional.

5.3. Limitações

Este artigo apresenta limitações que devem ser reconhecidas. O corpus da análise restringe-se a cinco estudos, o que impõe cautela quanto à generalização das convergências identificadas. Há heterogeneidade metodológica entre os estudos, que impede a comparação direta de magnitudes de efeito. Predominam, na amostra dos cinco estudos, firmas listadas em bolsa, com concentração em dados secundários extraídos de demonstrações financeiras e relatórios de governança. Não há, entre os cinco estudos, investigação setorial voltada ao agronegócio, o que torna a aplicação proposta neste artigo uma derivação analítica, e não uma extrapolação empiricamente testada. Por fim, a impossibilidade de generalização direta ao agronegócio decorre da ausência, na literatura internacional revisada, de estudos sobre empresas de capital fechado, cooperativas e organizações familiares, formas de propriedade predominantes no setor.

5.4. Agenda de pesquisa

A partir das lacunas identificadas, propõe-se uma agenda de pesquisa que investigue os processos decisórios internos que antecedem a contratação de *hedge* cambial em organizações do agronegócio, e não apenas seus resultados; compare diferentes estruturas de propriedade, como empresas familiares, cooperativas e firmas de capital aberto, quanto à motivação e à efetividade do *hedge*; analise o funcionamento de comitês e reuniões de governança relacionados à gestão do risco cambial; combine, na análise empírica, *hedge* financeiro e *hedge* operacional, dada a relevância deste último para organizações com acesso limitado a mercados de derivativos; adote medidas simultâneas de exposição cambial e de uso de instrumentos, na linha metodológica de Hege, Hutson e Laing (2021); utilize métodos qualitativos, comparativos e longitudinais, mais adequados à heterogeneidade de governança observada no setor; e teste a estrutura analítica proposta neste artigo, qual seja, motivação, efetividade e resultados, condicionados pela governança, em organizações do agronegócio brasileiro.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS INDÚSTRIAS EXPORTADORAS DE CARNES (ABIEC). Beef Report 2024: perfil da pecuária no Brasil. São Paulo: ABIEC, 2024.
- ALLAYANNIS, George; LEL, Ugur; MILLER, Darius P. The use of foreign currency derivatives, corporate governance, and firm value around the world. *Journal of International Economics*, v. 87, n. 1, p. 65-79, 2012.
- ALLAYANNIS, George; WESTON, James P. The use of foreign currency derivatives and firm market value. *The Review of Financial Studies*, v. 14, n. 1, p. 243-276, 2001.
- BARTRAM, Söhnke M.; BROWN, Gregory W.; CONRAD, Jennifer. The effects of derivatives on firm risk and value. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 46, n. 4, p. 967-999, 2011.
- FARHI, Maryse; BORGHI, Roberto A. Z. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. *Estudos Avançados*, v. 23, n. 66, p. 169-188, 2009.
- FROOT, Kenneth A.; SCHARFSTEIN, David S.; STEIN, Jeremy C. Risk management: coordinating corporate investment and financing policies. *The Journal of Finance*, v. 48, n. 5, p. 1629-1658, 1993.
- GÉCZY, Christopher; MINTON, Bernadette A.; SCHRAND, Catherine. Why firms use currency derivatives. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 4, p. 1323-1354, 1997.
- GIRALDO-PRIETO, Carlos A.; DE FUENTES, Cristina; SOGORB-MIRA, Francisco. Determinants of foreign exchange risk management in Latin American firms. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, v. 32, n. 4, p. 594-613, 2019.
- HEGE, Ulrich; HUTSON, Elaine; LAING, Elaine. Mandatory governance reform and corporate risk management. *Journal of Corporate Finance*, v. 68, 101927, 2021.
- IMAM, Tafique; AHMED, Abdullahi D.; TICKLE, Kevin. Dynamics of the currency exchange rates against the AUD: analytical and risk mitigation perspectives. *Corporate Ownership and Control*, v. 10, n. 4, p. 351-361, 2013.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 6. ed. São Paulo: IBGC, 2023.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC); KPMG. Governança no Agronegócio: percepções, estruturas e aspectos ESG nos empreendimentos rurais brasileiros. São Paulo: IBGC, 2022.
- ISLAM, Sardar M. N.; HUSSIN, Baharom M. Hedging, corporate governance and firm value: empirical evidence on risk management from an emerging market. S.l.: s.n., 2017.



- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JOHNSON, Greg. Management of Canada's foreign exchange reserves. In: *Asset Management at Central Banks and Monetary Authorities: New Practices in Managing International Foreign Exchange Reserves*. Cham: Springer, 2020.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.
- LEL, Ugur. Currency hedging and corporate governance: a cross-country analysis. *Journal of Corporate Finance*, v. 18, n. 2, p. 221-237, 2012.
- MACHADO FILHO, Cláudio A. P. Governança em organizações do agronegócio. In: ZYLBERSZTAJN, Decio; NEVES, Marcos F. (Org.). *Gestão de sistemas de agronegócio*. São Paulo: Atlas, 2015.
- MARFRIG GLOBAL FOODS S.A. Relatório anual e de sustentabilidade 2023. São Paulo: Marfrig, 2023.
- MUIRU, Monica Wanjiru; KIBET, Lawrence Kangogo; KALUI, Fredrick. Foreign exchange risk hedging, corporate governance and financial performance: evidence from Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, v. 10, n. 5, p. 1-12, 2019.
- NANCE, Deana R.; SMITH, Clifford W.; SMITHSON, Charles W. On the determinants of corporate hedging. *The Journal of Finance*, v. 48, n. 1, p. 267-284, 1993.
- ROSSI JÚNIOR, José Luiz. Foreign exchange exposure, corporate financial policies and the exchange rate regime: evidence from Brazil. *Emerging Markets Review*, v. 10, n. 4, p. 279-295, 2009.
- SAMARAKOON, Sanduni M. R. K.; PRADHAN, Rudra P.; CHATHURANGA, Gagani G. Financial derivatives usage dynamics in Asia Pacific region. *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 90, 102632, 2025.
- SCHIOZER, Rafael F.; SAITO, Richard. The determinants of currency risk management in Latin American nonfinancial firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, v. 45, n. 1, p. 49-71, 2009.
- SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SIKARWAR, Ekta. Board attributes, hedging activities and exchange rate risk: multi-country firm-level evidence. *Economic Modelling*, v. 110, 105800, 2022.
- SIKARWAR, Ekta; GUPTA, Rakesh. Economic exposure to exchange rate risk and financial hedging: influence of ownership as a governance mechanism. *Journal of Economic Studies*, v. 46, n. 5, p. 965-984, 2019.
- SMITH, Clifford W.; STULZ, René M. The determinants of firms' hedging policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 20, n. 4, p. 391-405, 1985.
- WANG, Danyang; XIN, Le; SHEN, Xin; WANG, Yong. Media sentiment fluctuations on exchange rate, managerial risk appetite and FX derivatives usage. *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 90, 102640, 2025.
- YEOH, Kok Yi; THAM, Kah-Wei; CHENG, Chung Ta; CHAI, Woon-Cherk; CHONG, Kok Wei. Exploring the relationship between macroeconomic conditions and distressed real estate loans during the COVID-19 pandemic in Malaysia and Singapore. *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 2025.