

RUBENS JOSÉ AMARAL DE BRITO

***GOVERNANÇA CORPORATIVA E A FUNCIONALIDADE
DO SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO***

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL
BELO HORIZONTE - MG
MARÇO 2011**

RUBENS JOSÉ AMARAL DE BRITO

***GOVERNANÇA CORPORATIVA E A FUNCIONALIDADE
DO SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO***

Tese apresentada ao Curso de Doutorado do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Economia.

Orientador: Marco Aurélio Crocco Afonso
Co-Orientadora: Fabiana Borges Teixeira dos Santos

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL
BELO HORIZONTE - MG
MARÇO 2011**

Ficha catalográfica

B862g
2011 Brito, Rubens José Amaral.
Governança corporativa e a funcionalidade do sistema
bancário brasileiro / Rubens José Amaral Brito. – 2011.
125 f.: il., gráfs. e tabs.

Orientador: Marco Aurélio Crocco Afonso.

Coorientadora: Fabiana Borges Teixeira dos Santos.

Tese (doutorado) – Universidade Federal de Minas
Gerais, Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional.
Inclui bibliografia (p. 114-125)

1. Governança corporativa – Brasil – Teses. 2. Bancos –
Teses. I. Afonso, Marco Aurélio Crocco. II. Santos, Fabiana
Borges Teixeira dos. III. Universidade Federal de Minas
Gerais. Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional.
IV. Título.

CDD: 658.4

Elaborada pela Biblioteca da FACE/UFMG. – NMM/0632012

FOLHA DE APROVAÇÃO

*Para Ana Luísa, Pedro e
Cynthia que são a motivação e
o sentido de tudo.*

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer a elaboração deste trabalho. Primeiramente a Deus, que permitiu, apesar de todas as dificuldades de tempo e de recursos, que ele fosse concluído.

Várias pessoas foram importantes neste processo. Em primeiro lugar agradeço a meus orientadores Crocco e Fabiana pela compreensão com os atrasos e apoio ao acreditar na possibilidade de ele vir a ser concluído.

Gostaria de agradecer aos Professores Dante, Marco Flávio, Gilberto, Carlos Eduardo e Mauro Sayar que participaram das bancas de qualificação e defesa pelas importantes contribuições, fundamentais para a conclusão do texto.

Agradeço também ao meu pai pelo apoio e por acreditar que seria possível concluir. Minha mãe, quando possível, sempre me incentivou a continuar.

O principal agradecimento, entretanto, é para a Cynthia pelo amor e compreensão nas minhas ausências em todos os trabalhos (não só neste!) e por jamais reclamar de ter que ficar sozinha com a Lulu e o Pepe. Os dois, no fim, são a razão de tudo.

RESUMO

A relação entre a governança corporativa e a intermediação financeira ainda é um tema pouco estudado na Teoria Econômica. Embora exista uma extensa literatura que relaciona o sistema bancário com o crescimento econômico, pouca atenção foi dispensada, até agora, na compreensão do papel que a governança corporativa exerce no processo de alocação de recursos, para o financiamento do investimento. O entendimento desta relação é importante porque, o sistema financeiro pode exercer um papel fundamental no crescimento econômico de regiões ou países, através da avaliação, seleção, disponibilização de recursos e monitoramento de projetos de investimento.

Esta tese é uma tentativa de preencher esta lacuna. São três suas contribuições principais: apresentar uma tipologia para sistemas de governança corporativa, aplicando-a ao sistema bancário brasileiro; propor um indicador para *finance*, que representa a alocação de recursos, pelas firmas bancárias, em um tipo de financiamento que permita investidores iniciar o processo de investimentos, para pessoas jurídicas; e analisar a importância do sistema de governança corporativa deste sistema, no processo de alocação de recursos em *finance*.

A tipologia que caracteriza o sistema de governança corporativa possui três dimensões: o relacionamento com as partes interessadas, a estrutura de capital e os mecanismos de controle corporativo. Foram construídos índices de governança para cada uma destas dimensões. Estes índices são as principais variáveis explicativas empregadas na análise. Além destas, o trabalho utilizou variáveis de controle, que captassem aspectos conjunturais e características específicas das firmas bancárias.

Utilizando uma base dados composta pelas firmas bancárias com ações negociadas na BMF&Bovespa, entre 2005 e 2009, os resultados indicaram que as três dimensões do sistema de governança corporativa são significantes para explicar a decisão de alocação de recursos em *finance*. Tudo o mais constante, a relação com as partes interessadas e a estrutura de capital apresentam relações positivas e significativas em todas as estimativas realizadas. A variável de mecanismos de controle corporativo, entretanto, é afetada por certas variáveis de controle, o que pode indicar que ela é implantada como forma de melhorar a gestão empresarial, quando da abertura do capital em bolsa, o que, muitas vezes, é feito obrigatoriamente pelas normas impostas pela CVM e não motivada por um processo de melhoria na produtividade.

ABSTRACT

The relationship between the corporate governance and the financial intermediation is a topic little studied in Economic Theory. Although there is a vast literature that relates banking system with economic growth, few attention has been paid to understanding the role of corporate governance in the process of allocation of resources to finance investment.

This thesis is an attempt to fill this gap. There are three main contributions: to present a typology for corporate governance systems, applying it to the Brazilian banking system; to propose an indicator for *finance*, which represents the allocation of resources, by banking firms, in a type of financing that allows investors to start the investment process; and analyze the importance of corporate governance system to the process of allocation of resources in *finance*.

The typology that characterizes the corporate governance system has three dimensions: the relationship with stakeholders, the capital structure and the corporate control mechanisms. It has been constructed corporate governance index for each one of these dimensions. These indexes are the main explanatory variables used for the analysis. Besides these, the work used control variables that capture situational aspects and specific characteristics of banking firms.

Using a database consisting of banking firms with stocks traded in *BM&FBovespa* between 2005 and 2009, the findings suggested that all three dimensions of corporate governance system are significant for explaining the decision of allocation of resources in *finance*. Other things equal, the relationship with stakeholders and the capital structure showed positive and significant relation in all estimates performed. The variable of corporate control mechanisms, however, is affected by certain control variables, which may indicate it is employed as a way to improve business management, when the capital is opened in stock market, which often is mandatory by the rules imposed by CVM and are not motivated by a process of improvement of productivity.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	12
CAPÍTULO I – FUNDAMENTOS DA ECONOMIA MONETÁRIA	15
1.1 - Princípio da Demanda Efetiva.....	19
1.2 - Financiamento do Investimento: Circuito <i>Finance-Funding</i>	21
1.3 - Fragilidade Financeira e Funcionalidade do Sistema Financeiro.....	24
1.4 - O Papel dos Bancos.....	27
CAPÍTULO 2 – SISTEMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	30
2.1 – Introdução	30
2.2 – Sistemas de Governança Corporativa.....	35
2.3 – Sistema Brasileiro de Governança Corporativa.....	41
2.3.1 - Relação com Partes Interessadas.....	42
2.3.1.1 - Base Legal	42
2.3.1.2 - <i>Enforcement</i>	44
2.3.1.3 - <i>Disclosure</i>	46
2.3.2 - Estrutura de Propriedade	48
2.3.3 - Mecanismos de Controle Corporativo	51
2.3.3.1 - Mecanismos Internos de Controle Corporativo	52
2.3.3.2 - Mecanismos Externos de Controle Corporativo	54
CAPÍTULO 3 – SISTEMA DE GOVERNANÇA CORPORATIVO NO SISTEMA	
BANCÁRIO	56
3.1 - Sistemas de Governança Corporativa do Sistema Bancário	58
3.2 – Sistema de Governança Corporativa do Sistema Bancário Brasileiro	60
3.2.1 - Relacionamento com as Partes Interessadas	61
3.2.1.1 - Base Legal	61
3.2.1.2 - <i>Enforcement</i>	63
3.2.1.3 - <i>Disclosure</i>	67
3.2.2 - Estrutura de Capital.....	69
3.2.2.1 - Regulação Prudencial.....	70
3.2.2.2 - Origem de Capital	75
3.2.2.3 - Consolidação, Padrão de Competição, Fusões e Aquisições e	
<i>Performance</i> Bancária	80
3.2.3 - Mecanismos de Controle Corporativo no Sistema Bancário	84
3.2.3.1 – Mecanismos Internos de Controle Corporativo.....	85
3.2.3.2 – Mecanismos Externos de Controle Corporativo.....	88

CAPÍTULO 4 – RELAÇÃO ENTRE FINANCE E GOVERNANÇA

CORPORATIVA	91
4.1 – Metodologia de Dados em Painel	92
4.1.1 – Efeitos Fixos	92
4.1.2 – Efeitos Aleatórios	93
4.1.3 – Testes Efetuados	94
4.2 – Modelo.....	96
4.2.1 – <i>Finance</i>	96
4.2.2 – Variáveis de Governança.....	98
4.2.3 – Variáveis de Controle	101
4.3 – Restrições da Análise.....	104
4.4 – Resultados.....	106
BIBLIOGRAFIA	ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Resoluções BC / CMN sobre o Sistema Financeiro Nacional.....	65
Tabela 2. Medidas Provisórias do Executivo sobre o Sistema Financeiro Nacional....	65
Tabela 3. Resoluções BC / CMN - Acordo Basiléia I.....	75
Tabela 4. Resoluções BC / CMN - Acordo Basiléia II.....	76
Tabela 5. Participação do Controlador – Bancos Brasileiros de Capital Aberto.....	81
Tabela 6. Informações Conselhos de Administração e Fiscal.....	89
Tabela 7. Informações Conselhos de Administração e Fiscal Natureza do Controle....	90
Tabela 8 - F&A no Mercado Bancário Brasileiro.....	91
Tabela 9 - Governança Corporativa no Mercado de Capitais, 2008.....	92
Tabela 10 - Índices de Governança Corporativa.....	102
Tabela 11 - Índices de Governança Corporativas Firms Bancárias – 2009.....	103
Tabela 12 - Sentido Esperado das Variáveis.....	106
Tabela 13 - Finance 2005-2009.....	108
Tabela 14 - Índices de Governança 2005-2009.....	109
Tabela 15 - Coeficiente de Correlação entre as Variáveis.....	110
Tabela 16 - Determinantes de Finance 2005-2009.....	110
Tabela 17 - Determinantes de Finance 2005-2009.....	112
Tabela 18 - Diferentes Esmativas de Finance 2005 – 2009.....	113

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Total de Instituições - Consolidados Bancários I e II.....	83
Gráfico 2 - Market-Share 10 Maiores Instituições.....	83
Gráfico 3 - Total de Instituições - Independentes e Conglomerado.....	84
Gráfico 4 - Ativos Totais - Tipo de Controle.....	84
Gráfico 5 - Depósitos Totais - Tipo de Controle.....	85

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Circuito <i>Finance-Funding</i>	22
Figura 2 – Estrutura de Capital Banco Itaú.....	79

INTRODUÇÃO

A relação entre a governança corporativa e o processo de intermediação financeira ainda é um tema pouco estudado na literatura econômica. O entendimento desta relação é importante porque o sistema financeiro pode exercer um papel fundamental no crescimento econômico de regiões ou países através da avaliação, seleção, disponibilização de recursos e monitoramento de projetos de investimento.

Ao discutir projetos desta natureza o investidor depara-se, inicialmente, com a necessidade de avaliar a forma de financiamento do empreendimento. A decisão sobre como se financiar pode afetar, significativamente, a rentabilidade de seus projetos e/ou a lucratividade de suas operações e é determinante para o estabelecimento da estrutura de capital da empresa. A estrutura de capital representa a divisão da propriedade da firma e pode ser entendida como a divisão do capital investido pelos proprietários (capital próprio) ou por terceiros, através de mercados de ações, emissão de títulos ou empréstimos. Representa, assim, a origem dos recursos utilizada.

Por sua vez, as mudanças verificadas na estrutura de capital passaram a afetar o processo decisório das instituições. Na medida em que foi amplificando-se o uso de recursos de terceiros no financiamento de projetos, foi tornando-se uma preocupação recorrente a forma como as empresas administram estes recursos. Os mecanismos empregados no monitoramento das corporações, seu relacionamento com acionistas, o comportamento da diretoria e do conselho de administração, as práticas contábeis e o papel do conselho fiscal são questões cada vez mais debatidas, na tentativa das empresas se tornarem mais transparentes para o público em geral e compõem o que é denominado governança corporativa das empresas.

Embora exista uma extensa literatura que relaciona o sistema bancário com o crescimento econômico, pouca atenção foi dispensada, até agora, na compreensão do papel que a governança corporativa exerce no processo de alocação dos recursos e, por conseguinte, na compreensão da sua importância para o desenvolvimento econômico das nações.

A decisão acerca da escolha dos projetos a serem financiados é, de forma geral, baseada na expectativa da instituição quanto à rentabilidade do empreendimento. Neste processo, normalmente a empresa utiliza algum parâmetro ou indicador que exerce duas funções principais. Em primeiro lugar, serve de instrumento a justificar a sua escolha por determinado projeto, dando suporte à sua decisão. Em segundo lugar, sinaliza para

as partes interessadas (proprietários, acionistas etc.), que não participam diretamente do processo decisório, quais resultados se desejam alcançar justificando a manutenção ou a mudança de práticas administrativas. É usual a literatura neoclássica empregar o conceito de eficiência como indicador a justificar o comportamento de firmas financeiras¹. Este conceito é derivado de outro conceito, o de lucratividade, e representa um importante parâmetro a direcionar a alocação de capital.

O ponto é que o processo decisório baseado na mera lucratividade estimula o financiamento de atividades operacionais de curto prazo, limitando a capacidade de o sistema bancário alocar recursos em projetos de longo prazo. Tal prática altera a funcionalidade do sistema financeiro, ao limitar a oferta de *finance* e, principalmente, de *funding* para os projetos de investimento, afastando as instituições bancárias da análise e discussão destes projetos.

Assim, o objetivo principal do trabalho é discutir o papel do sistema bancário no financiamento de projetos de longo prazo, através da análise da relevância da governança corporativa para a funcionalidade do sistema. São três suas contribuições principais: apresentar uma tipologia para sistemas de governança corporativa, aplicando-a ao sistema bancário brasileiro; propor um indicador para *finance*, que representa a alocação de recursos pelas firmas bancárias em um tipo de financiamento para pessoas jurídicas, que permita investidores iniciar o processo de investimentos; e analisar a importância do sistema de governança corporativa, no processo de alocação de recursos em *finance*.

A discussão ocorreu através de etapas que se constituíram em objetivos específicos do trabalho e que foram necessárias para a construção da tipologia, que caracteriza as dimensões de governança corporativa do sistema bancário. A primeira destas dimensões refere-se aos aspectos institucionais, que norteiam o relacionamento entre as partes interessadas nas firmas bancárias: a base legal, que estabelece as diretrizes deste relacionamento; o *enforcement*, que permite a resolução de conflitos; e a *disclosure*, que avalia a transparência de informações. A segunda trata da estrutura de propriedade das empresas bancárias brasileiras e dos aspectos que afetam esta estrutura. A última trata dos mecanismos internos e externos de controle corporativo sua eficácia e implementação, por empresas bancárias brasileiras.

¹ Ver, por exemplo, Berger & Humpfrey (1997) e Nakane & Weintraub (2005).

Além destes objetivos, o trabalho discute o papel exercido pelo sistema bancário no financiamento dos investimentos. Tendo como base o circuito *finance-funding*, é proposto um indicador para *finance* tipo de recurso cuja oferta é função da firma bancária. Por último, a relação entre as dimensões da governança corporativa e este indicador é avaliada empiricamente.

O trabalho está dividido em quatro capítulos, além desta introdução. No primeiro capítulo é efetuada uma discussão dos fundamentos da economia monetária, base teórica para o trabalho. O objetivo principal é apresentar o papel dos bancos no financiamento do investimento em uma economia monetária. O processo de financiamento e da funcionalidade do sistema financeiro é, esquematicamente, caracterizado através do circuito *finance-funding*.

No segundo capítulo é realizada uma revisão da literatura sobre governança corporativa. O objetivo principal é introduzir o conceito de sistemas de governança corporativa e aplicar a tipologia desenvolvida no trabalho na caracterização deste sistema.

O objetivo do terceiro capítulo é introduzir o conceito de sistemas de governança corporativa, discutido no capítulo anterior, no sistema bancário. Como possui características distintas da firma não financeira, a tipologia desenvolvida é aplicada na caracterização da governança corporativa do sistema bancário brasileiro.

O papel principal dos bancos no circuito *finance-funding* é ofertar *finance*, um tipo de crédito que permite aos investidores iniciarem o processo de investimento, mas que, em uma etapa posterior necessitará ser pago, quando o projeto for capaz de viabilizar o *funding* que irá compor sua estrutura de capital no longo prazo. No último capítulo, é proposto um indicador para *finance* e são construídos três índices de governança corporativa, cada um deles associado às dimensões de um sistema de governança desenvolvidas no segundo capítulo e aplicadas ao sistema bancário no terceiro. É realizado um exercício econométrico, que busca analisar a importância da governança corporativa na decisão de alocação de recursos em *finance*. Ao final são apresentadas as conclusões.

CAPÍTULO I – FUNDAMENTOS DA ECONOMIA MONETÁRIA

A visão clássica da operação do sistema econômico presume que no equilíbrio entre oferta e demanda os fatores de produção serão remunerados pela sua produtividade e terão sua capacidade produtiva explorada eficientemente. Se algum fator não estiver sendo utilizado no processo produtivo é por que, voluntariamente, decidiu-se não empregar seus recursos. A oferta agregada é derivada do mercado de trabalho. A demanda por trabalho é dada por sua produtividade marginal. Mudanças tecnológicas e de capital humano provocam um deslocamento nesta curva. A oferta de trabalho é dada pelo crescimento da população e das preferências dos indivíduos, expressas no *trade-off* trabalho-lazer. Baseado na hipótese do estoque de capital constante, ao menos no curto prazo, o equilíbrio neste mercado determina o produto, o emprego e o salário real. Daí a representação vertical da curva de oferta agregada do sistema clássico nos livros textos de economia: evidencia o fato de a oferta determinar todas as variáveis reais da economia.

A alocação do produto entre os componentes da demanda agregada (consumo e investimento) é determinada no mercado de títulos, cuja variável endógena é a taxa real de juros. Neste mercado, firmas (demandantes de fundos emprestáveis) ofertam títulos para financiarem seus projetos de investimento, enquanto as famílias (ofertantes de fundos emprestáveis) demandam títulos para aplicar os seus recursos não empregados na compra de bens de consumo, ou seja, sua poupança. A taxa de juros real (inverso do preço dos títulos) irá determinar o equilíbrio neste mercado. A poupança precede o investimento porque, como lembrado por Minsky (1986), *“the only way a present demand for future consumption can be realized is by storing some of current output, either in the form of the commodities to be consumed or as productive capacity”*. Flutuações no investimento dependem de variações na habilidade técnica ou de mudanças na parcimônia das famílias. O problema é que a dinâmica de flutuação da taxa real de juros, sua conexão com o mercado de capitais e, principalmente, com as instituições componentes deste mercado, não é explorada pela teoria clássica (Minsky, 1986).

No mundo clássico prevalece o paradigma do mercado perfeito de capitais. Uma vez que existe informação perfeita entre os participantes, a dinâmica do mercado não depende da estrutura existente. O papel das instituições financeiras e, principalmente, dos bancos é o de serem simples intermediários entre investidores e poupadores,

plenamente informados sobre suas possibilidades e sabendo analisar de maneira precisa o seu próprio risco (Studart, 1995).

Resta à demanda, então, determinar o nível de preços. A demanda agregada clássica é derivada da Teoria Quantitativa da Moeda, através da equação descrita por Fischer (1922): $MV = PY$. A equação, que simplesmente diz que o total de moeda em poder do público multiplicada por sua velocidade de circulação é igual ao valor dos bens transacionados, é, na verdade, um truísmo. Ela se transforma em uma identidade, empregando-se a hipótese de velocidade de circulação constante no curto prazo. Com o produto de pleno emprego sendo determinado pelo lado da oferta, o nível de preços será uma função direta da quantidade de moeda disponível para circulação: $P = \frac{\bar{V}}{\bar{Y}}M$.

Assim, alterações na quantidade de moeda irão alterar os níveis de preços sem alterar a quantidade de produto. Dada a flexibilidade dos salários nominais, os salários reais também não sofrerão qualquer modificação. Com isso, o equilíbrio econômico de pleno emprego é assegurado e a moeda não afeta as variáveis reais do sistema econômico. Em tal economia, a função da moeda é simplesmente facilitar o processo de trocas, uma vez que a justificativa para a existência deste tipo de ativo é sua capacidade de facilitar o comércio, tanto como unidade de medida a valorar bens de natureza diversa, como meio de troca, empregado na compra e venda destes bens. Nesta concepção do sistema econômico a moeda é neutra, já que não afeta os preços relativos: em tal economia, a circulação monetária simplesmente reflete a circulação subjacente dos bens. Keynes (1930) denominou este circuito de *circulação industrial*, para ressaltar o fato de representar a quantidade de moeda necessária para suprir o giro de bens e serviços².

A visão de Keynes e dos Pós Keynesianos sobre o funcionamento da economia é totalmente distinta. Na economia monetária de Keynes, os meios de produção são propriedade privada de empresários, que tomam suas decisões de maneira descentralizada de acordo com suas expectativas particulares, quanto ao desenrolar do processo econômico. Existem três fatores relevantes nesta concepção da economia: tempo, incerteza e a não neutralidade da moeda (Davidson, 1978).

² De acordo com Davidson (1978) O uso da moeda na circulação industrial depende de quatro fatores: o intervalo de tempo para o pagamento das obrigações contratuais, da demanda agregada planejada para os bens de produção, da taxa de remuneração dos fatores de produção empregados no processo e do grau de integração industrial.

O tempo aparece como uma importante distinção da visão de Keynes sobre o processo decisório na economia. O primeiro ponto a ser entendido é que o processo é baseado na análise histórica dos eventos econômicos, subordinada a períodos do calendário, que modificam os planos dos agentes e, com isso, o caminho do crescimento no tempo (Amadeo, 1991). Além disso, a realização da atividade produtiva demanda certa quantidade de tempo histórico. Existe um lapso de tempo entre o momento da tomada de decisão e a realização dos resultados. Portanto, esta análise histórica é a forma adequada de se entender o processo de decisão em um ambiente de incerteza³, ou seja, em um mundo não-ergódico (Davidson, 1978).

A ergodicidade assume que os eventos econômicos podem ser previstos com confiabilidade pela análise probabilística dos resultados passados. O futuro é uma mera reflexão estatística do passado (Davidson, 2000). O processo econômico é estacionário⁴ uma vez que, no longo prazo, os agentes podem comparar resultados aprendendo como a economia opera e podem com isso, ajustar suas decisões, de forma a alcançar o equilíbrio a pleno uso dos fatores de produção. Ao contrário, em um mundo não-ergódico não é possível se calcular o futuro a partir dos dados passados, de forma que este é incerto. Assim, não existe informação ou base histórica para o cálculo preciso das probabilidades, já que estas não são comparáveis (Carvalho, 1992). O que efetuará a ligação entre o presente e o futuro são ativos físicos e financeiros, contratos e, principalmente, a moeda (Davidson, 1978). Em uma economia monetária, então, o processo decisório ocorre em um ambiente de incerteza. Este fato modifica o comportamento dos agentes em um aspecto fundamental: em momentos nos quais a incerteza aumenta, consumidores e empresários postergam suas decisões de gasto, evidenciando outra função da moeda no sistema econômico: a de reserva de valor.

É sua função como reserva de valor que irá ressaltar a característica de não neutralidade da moeda no sistema econômico. São duas as propriedades da moeda que a permitem possuir este atributo: (1) *elasticidade zero de produção*. Esta propriedade destaca o fato da moeda não ser prontamente reproduzível, pelo uso do trabalho privado, ou seja, diferentemente de outros bens, trabalhadores não podem ser

³ Davidson (2000) define um ambiente de incerteza como aquele no qual os agentes acreditam que, mudanças imprevisíveis podem ocorrer, no período de tempo percorrido entre o momento da tomada de decisão e a realização do resultado. Hoje, não existe nenhuma informação confiável a respeito do futuro, de forma que este não é calculável. A incerteza reflete a ignorância a respeito das conseqüências futuras da decisão.

⁴ Para a distinção entre um processo ergódico e estacionário ver Davidson (2000). Um processo estacionário pode ser não-ergódico, quando as probabilidades podem ser calculadas. Apenas não representam informação confiável para a tomada de decisão.

contratados para suprir aumentos na demanda por moeda. (2) *elasticidade zero (ou negligenciável) de substituição*. Esta propriedade ressalta a característica da moeda não ser substituída por outro bem quando o seu preço aumenta. Como a utilidade da moeda é derivada do seu valor de troca, toda vez que a demanda por moeda aumenta os preços dos outros bens caem. Assim, quando o preço da moeda (seu poder de compra) aumenta os agentes são incentivados ainda mais a guardá-la, em vez de gastá-la (Carvalho *et. alli*, 2000).

Logo, em uma economia monetária, a moeda passa a ser demandada como um ativo *per se*. Keynes (1983) destacou três motivos para se demandar moeda. O motivo *transação* refere-se à necessidade de moeda para se liquidar compromissos vencidos no período e representa a quantidade de moeda necessária para a já citada circulação industrial. Os agentes também retêm moeda por *precaução*, postergando suas decisões de gasto como forma de transportar renda de um período para outro. Em períodos nos quais a incerteza aumenta, indivíduos e firmas podem reter moeda como forma de liquidar gastos imprevistos. Devido à possibilidade de alterações nas taxas de juros, os agentes também retêm moeda para *especulação*. A incerteza quanto às variações futuras nas taxas de juros e o desenvolvimento do mercado de capitais e de instrumentos financeiros cada vez mais sofisticados estimularam os agentes reterem moeda também com esta motivação⁵.

Como reserva de valor⁶, portanto, a moeda pode ser demandada pelos motivos precaução e especulação. A quantidade de moeda retida com esta função é uma resultante da associação destes dois motivos. Nestes casos é mantida em circulação na esfera financeira, dissociada da esfera produtiva da economia (Davidson, 1978). A *circulação financeira* representa operações com ativos financeiros não relacionados com o giro da renda corrente: é neste circuito que a moeda não é neutra, um simples meio empregado na realização de trocas e pode ser utilizada como uma forma de entesouramento de riqueza. A característica mais relevante deste circuito é seu descolamento da circulação industrial já que, as operações financeiras não são

⁵ A demanda por moeda por motivos especulativos é devida às operações nos mercados de títulos. Variações da demanda e oferta por títulos, cujo preço é função da taxa de juros, provocam variações na demanda por moeda para especulação. Em momentos de maior incerteza, nos quais os agentes esperam um aumento na taxa de juros, podem preferir reter moeda, esperando que a taxa aumente e o preço do título caia. Para esta discussão ver Davidson (1978).

⁶ Davidson (1978) apresenta os determinantes da função reserva de valor da moeda: a taxa de juros, a taxa de variação esperada no preço dos títulos, a aversão aos riscos de capital e renda, o tempo, os custos de transação e o grau de confiança nas expectativas sobre a variação no preço dos títulos e do intervalo de tempo até a realização do resultado.

diretamente relacionadas com as atividades produtivas. Na circulação financeira não existe nenhuma relação entre a quantidade de moeda em circulação e a renda agregada, fundamento principal da Teoria Quantitativa da Moeda clássica (Carvalho *et. alli*, 2000).

Portanto, ao manterem moeda na circulação financeira, retirando-a do circuito produtivo, os homens de negócio influem diretamente no processo de desenvolvimento da economia e, conseqüentemente, de criação de renda: as decisões de produção e, principalmente, de investimento serão tomadas apenas quando os retornos esperados destes projetos igualarem-se às aplicações alternativas dos recursos.

Além disso, é a função distintiva da moeda em uma economia monetária, a de reserva de valor, que abre a possibilidade de existência de equilíbrio com desemprego involuntário: em momentos de aumento das incertezas, nos quais os agentes elevam sua demanda por ativos líquidos, reduzindo a demanda por bens reais, o desemprego aumenta. Estes desempregados, entretanto, não conseguem encontrar emprego na produção de moeda, o “bem” que teve sua demanda elevada. Esta é a idéia subjacente ao princípio da demanda efetiva de Keynes, que discutiremos a seguir.

1.1 - Princípio da Demanda Efetiva⁷

O princípio da demanda efetiva afirma que produto e emprego serão determinados pelo ponto de intersecção entre as curvas de oferta agregada (Z) e da demanda agregada *esperada* (D^e). D^e depende das estimativas atuais dos empresários sobre a comercialização do produto. Nada garante que *a priori* as estimativas coincidam com o pleno uso dos fatores de produção, condição para que esta intersecção ocorra no nível de pleno emprego. Keynes (1983) critica a visão clássica de a economia ser um sistema no qual o equilíbrio flutua em torno do pleno emprego de fatores, baseado na correção automática de desequilíbrios, devido à flexibilidade total de preços e salários⁸. O equilíbrio econômico deve ser analisado considerando-se a economia monetária de produção, na qual as atividades produtivas levam tempo e o processo de decisão ocorre

⁷ A notação utilizada nesta sub-seção é a utilizada por Keynes (1983).

⁸ Com respeito aos salários, são duas as fontes de rigidez destacadas por Keynes (1983): a primeira é devida a percepção dos trabalhadores, quanto ao seu salário relativo. Trabalhadores resistem a mudanças em seus salários relativos por não terem a percepção que outros trabalhadores farão o mesmo, de forma que se consideram recebendo “menos” que seus pares no mercado. A segunda fonte é devido às negociações no mercado de trabalho que fixam um valor para o salário nominal, ao menos até a próxima rodada de negociações (usualmente um ano).

em um ambiente não ergódico. As expectativas exercem papel chave, uma vez que, mudanças na percepção dos empresários quanto ao lucro esperado das atividades produtivas afetam produção e emprego e a quantidade demandada de moeda, que pode ser utilizada como instrumento para se postergar decisões.

A curva de oferta agregada é função do emprego de determinado número (N) de trabalhadores no processo produtivo: $Z = \Phi(N)$. É derivada do equilíbrio no mercado de trabalho. A oferta de trabalho é função do salário monetário (w) e do nível *esperado* de preços (P^e): $N^s = f\left(\frac{W}{P^e}\right)$. As firmas demandam mão-de-obra até o ponto no qual o salário monetário pago seja igual ao valor do produto marginal do trabalho: $W = Pmg \times P$. O número de trabalhadores contratados, para a realização do produto, será dado pela intersecção entre as duas curvas. A curva de oferta agregada, então, representa o custo agregado de se produzir determinado nível de produto.

D^e é formada pelas expectativas dos consumidores e empresários, quanto ao estado da economia em geral e de seus negócios em particular. Em uma economia fechada e sem governo, os determinantes da demanda agregada são o consumo e o investimento: $D^e = C(Y_D) + I(r, E)$. O consumo é função da renda disponível (Y_D) que depende do volume de emprego, do valor dos salários monetários pagos e da propensão marginal a consumir (PMg) da sociedade. A PMg representa a fração da renda destinada ao consumo, devido ao aumento de uma unidade monetária na renda. Keynes (1983) apresenta diversos fatores (objetivos e subjetivos) que influenciam a PMg e conclui que esta e, conseqüentemente, o consumo possuem uma relação estável com a renda⁹.

Já o investimento, função das expectativas dos empreendedores sobre a rentabilidade futura dos projetos (E) e da taxa de juros (r), é considerado por Keynes como o principal determinante da demanda agregada, devido a seu caráter eminentemente volátil. O investimento é volátil por depender do *estado de confiança* com o qual os empresários fazem suas previsões. Este *estado de confiança*, base para as expectativas de longo prazo com as quais as decisões são tomadas, depende de três fatores principais: a base do conhecimento, para se estabelecer as rendas esperadas de um ativo em um processo produtivo; a possibilidade de se reverter uma decisão de investimento; e a competição com outros ativos, que também possibilitam a manutenção

⁹ Keynes (1983) pondera que “a lei psicológica por traz desta hipótese baseia-se no conhecimento da natureza humana e da experiência: os homens estão dispostos de modo geral e em média, a aumentar seu consumo à medida que sua renda cresce, embora não em quantia igual ao aumento da renda. (...) a estabilidade do sistema econômico depende fundamentalmente desta regra”.

desta reserva de valor. A dificuldade de tomada de decisão sobre o investimento que determina sua volatilidade é função de três fatores: a precariedade desta base de conhecimento; a dificuldade, ou mesmo impossibilidade, de se reverter uma decisão de investimento (com o desenvolvimento dos mercados de capitais, este fato tornou o volume de investimento influenciado por mudanças nos preços das ações, uma vez que, pode não fazer sentido criar um novo ativo específico se outro similar pode ser comprado no mercado); e a competição de outros ativos, que possibilitam a manutenção de reserva de valor (Keynes, 1983).

Este último fator remete à relação entre a taxa de juros e a decisão pela realização do investimento. A teoria de Keynes sobre a taxa de juros é desenvolvida no contexto de alocação da riqueza financeira dos indivíduos, que possuem duas escolhas de ativos: moeda e títulos¹⁰. Sendo a recompensa pela renúncia de liquidez, a taxa de juros de equilíbrio é aquela que iguala a demanda por títulos ao estoque existente destes ativos. Ou, como citado por Keynes (1983): “*é o ‘preço’ mediante o qual o desejo de se manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível*”. A taxa de juros (r) é decomposta em três atributos: o rendimento de produção (q), a depreciação (c) e o prêmio de liquidez (l): $r = q - c + l$. As características básicas dos bens de capital são: seu rendimento excede seu custo de manutenção e sua liquidez é reduzida. Por outro lado, ativos líquidos possuem rendimento nulo, custo de manutenção insignificante e um prêmio de liquidez elevado. A taxa de juros, portanto, representa um papel especial na efetivação do investimento. A decisão de investir depende da relação entre a taxa de juros e a eficiência marginal do capital¹¹: esta eficiência dever ser, no mínimo, igual à taxa de juros, para que ocorra a aplicação do recurso em um determinado ativo e este se torne objeto de nova produção. Esta aplicação de recursos remete a uma discussão tão importante quanto à decisão sobre a realização do investimento: a viabilização do seu financiamento.

1.2 - Financiamento do Investimento: Circuito *Finance-Funding*

A hipótese clássica de financiamento do investimento, como vimos, apresenta a poupança como principal restrição para a expansão da capacidade produtiva. Para a

¹⁰ Títulos é a denominação genérica de todos os outros ativos financeiros não-monetários.

¹¹ Keynes (1983) definiu eficiência marginal do capital como “*a taxa de desconto que tornaria o valor presente do fluxo de anuidades das rendas esperadas desse capital, durante toda a sua existência, exatamente igual ao seu preço de oferta*”.

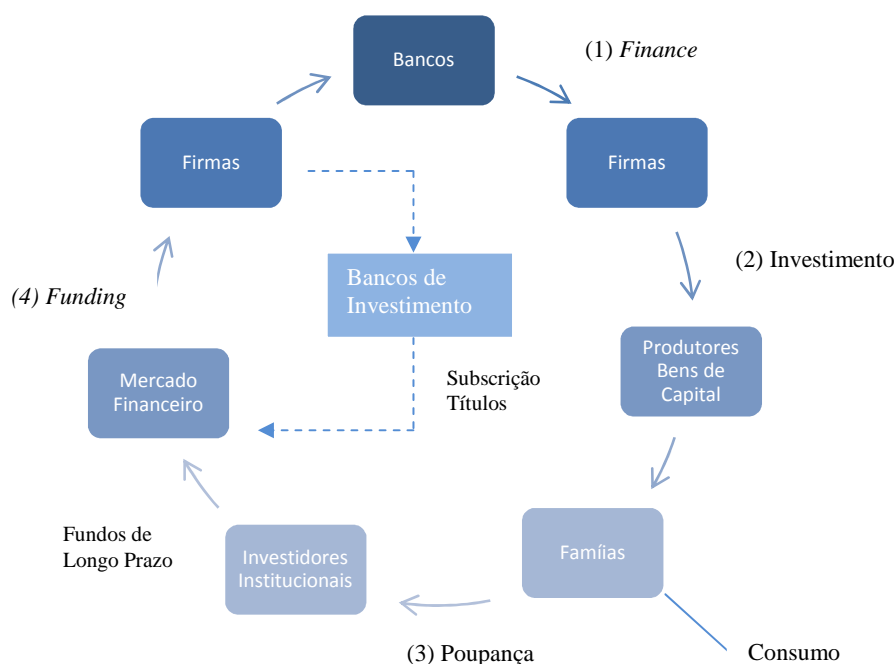
manutenção do equilíbrio macroeconômico, poupança e investimento devem aumentar *pari passu* seja este aumento devido à elevação da taxa de juros, seja devido a mudanças dos agentes na sua alocação da renda entre consumo e investimento, ou seja, mudanças em suas preferências intertemporais.

Keynes (1983) ressaltou a importância do investimento na determinação da renda e, conseqüentemente, do consumo e da poupança. Sua visão implica na reversão de causalidade entre investimento e poupança, fruto do princípio de demanda efetiva. Esta reversão implica em modificações fundamentais na caracterização do processo de financiamento do investimento: não só a poupança é resultado do processo de investimento e geração de renda da economia, como são os bancos que exercem um papel fundamental no processo: é através da oferta de crédito que se efetivam as decisões de investimento (Carvalho *et. alli*, 2000). Logo, em uma economia monetária, com um sistema bancário com certo grau mínimo de desenvolvimento, não é a existência de poupança que determinará a oferta de recursos para se iniciar o processo de financiamento dos investimentos, mas sim a vontade dos bancos em suprir esta demanda por crédito, canalizando recursos para os projetos existentes.

O processo de financiamento do investimento pode ser entendido através do circuito *finance-funding* (ver figura abaixo). Inicialmente, as firmas do setor produtivo apresentam projetos de investimento para análise do sistema bancário que, se aprovarem os projetos, ofertam crédito de curto prazo - *finance (1)* - para o setor produtivo. Este crédito viabiliza a produção dos bens de capital necessários à implantação do empreendimento. Em seguida, a execução do *investimento (2)*, através do efeito multiplicador, eleva a renda e, conseqüentemente, o consumo e a *poupança (3)*. Em outro momento a poupança, através de investidores institucionais, retorna para o sistema financeiro e viabiliza a oferta de crédito de longo prazo - *funding (4)* - para os investidores. Com isso, os empreendedores trocam a dívida de curto prazo por outra de longo prazo, a ser paga de acordo com o cronograma financeiro do projeto (Stuart, 1995).

É importante ressaltar que a oferta de *finance (1)*, pelo sistema bancário em particular, e *funding (4)*, pelo sistema financeiro em geral, depende da existência de mecanismos que consigam canalizar estes recursos para as firmas demandantes. Estes mecanismos variam entre países e dependem do arcabouço jurídico e regulatório particular de cada nação, que garanta direitos das partes e diminua a probabilidade de fraudes. Por exemplo, no modelo norte-americano os bancos comerciais são os

Figura 1 – Circuito Finance-Funding



Fonte: Studart, 1995

ofertantes de *finance*. Os bancos de investimento desempenham um papel auxiliar no processo de transformação do *finance* em *funding*, ao efetuarem a subscrição dos títulos lançados no mercado acionário. Já o modelo alemão é caracterizado pela presença de bancos universais, que realizam todos os negócios típicos de instituições financeiras e pela existência de poucas instituições de grande porte. O uso do mercado de capitais como fonte de financiamento das firmas é incipiente e são as próprias casas bancárias que desenvolvem relacionamentos com as empresas não-financeiras, fornecendo crédito de longo prazo (Carvalho *et. alli*, 2000).

Em países em desenvolvimento, como o Brasil, estes canais não são bem desenvolvidos. Além disso, o ambiente institucional também está em estágios iniciais de evolução não permitindo o pleno uso de mecanismos como, por exemplo, o mercado acionário. Nestes casos, é usual encontrar-se determinada estrutura compensatória como bancos de desenvolvimento e o uso de mecanismos de crédito seletivo, devido à falta de incentivos para bancos privados atuarem neste mercado. Estas instituições influem no processo de expectativas, que irão determinar os níveis de investimento, produto e emprego e ainda delimitam a disponibilidade e a direção da oferta de crédito (Studart, 1995). No Brasil, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) é o típico fornecedor de crédito de longo prazo, direcionado ao financiamento de

projetos. Embora crescente nos últimos anos, o mercado acionário ainda é, de forma geral, pouco utilizado como fornecedor de *funding*.

Assim, são os mercados primários de títulos de longo prazo que fornecem a liquidez necessária para o alongamento do passivo das firmas, eliminando o descasamento existente entre a geração de fluxo de caixa dos projetos e os vencimentos dos títulos. A *poupança* (3) deriva do processo de *investimento* (2) e não é uma pré-condição para o mesmo. Apesar de não financiar diretamente o investimento, a poupança continua a exercer um papel importante: é a continuidade da criação de poupança, que permitirá a continuidade do crescimento na demanda por títulos de longo prazo, o que viabilizará a continuidade do processo de transformação de *finance* em *funding*, de realização dos investimentos e de crescimento econômico.

Entretanto, existem riscos associados ao financiamento dos projetos. Mesmo nas economias mais desenvolvidas, os períodos de otimismo são marcados pelo aumento da alavancagem de investidores e especuladores. Se o otimismo é compartilhado pelas instituições financeiras, estas irão elevar seus empréstimos, reduzindo suas margens de segurança (seus ativos líquidos ou defensivos) e ampliando a probabilidade de *default*. É esta situação que expõe a fragilidade financeira do processo de financiamento do investimento, que discutiremos a seguir.

1.3 - Fragilidade Financeira e Funcionalidade do Sistema Financeiro

Em uma economia capitalista são três as fontes de financiamento do investimento: a riqueza acumulada pela firma, que não esteja sendo empregada no financiamento das operações correntes; a geração de lucros do projeto no seu ciclo de vida, líquidos de dividendos e impostos (fontes internas); e a emissão de obrigações, em um processo denominado securitização e empréstimos bancários, ou seja, as fontes externas (Minsky, 1986). A importância dos bancos, cujo papel será discutido com maior profundidade posteriormente, é que sua capacidade de criar moeda¹² eleva a oferta de crédito, potencializando o processo de financiamento dos investimentos além do que seria possível, se os projetos fossem financiados apenas com recursos próprios ou dependessem das fontes internas de financiamento.

¹² O processo de criação de moeda pelo sistema bancário é amplamente discutido na literatura. Para um exemplo, que discute o processo de financiamento do investimento ver Carvalho *et. alli* (2000).

Entretanto, projetos de investimento são caracterizados pelo uso de ativos com longo prazo de maturação. Ao financiarem projetos desta natureza, as instituições bancárias estão expostas ao risco de descasamento de vencimentos: os prazos de vencimento dos títulos podem ser distintos daquele necessário para o projeto gerar recursos suficientes, para o cumprimento da obrigação. Esta é a principal fragilidade financeira observada nas economias capitalistas: a falta de sincronização entre pagamentos e fluxos de caixa.

Minsky (1986) distingue três tipos de fluxo de caixa na operação de uma firma. O primeiro é aquele associado ao pagamento das operações correntes, como fornecedores e salários. O segundo é o associado ao pagamento (principal e juros) das obrigações herdadas dos períodos anteriores. O terceiro é aquele resultante das decisões de se comprar e vender ativos. Minsky (1986) ressalta o problema de assimetria existente no terceiro tipo de fluxo de caixa (associado ao investimento): para o produtor de bens de capital, este fluxo de caixa é empregado na liquidação de operações correntes de suas atividades sendo, portanto, de curto prazo. Para o contratante, esta obrigação é de longo prazo, devendo ser liquidada com a geração de caixa de seu projeto.

A classificação das firmas (ou unidades econômicas), quanto à exposição ao risco, é associada ao peso relativo destes fluxos de caixa. Se o fluxo de caixa gerado pelo projeto é suficiente para o pagamento das posições correntes e posições herdadas, então aquela unidade econômica é denominada *hedge*. Na posição *hedge*, os financiadores esperam que o fluxo de caixa seja mais que suficiente para o pagamento das obrigações correntes e do empréstimo. Porém, se o fluxo de caixa não é suficiente para o pagamento das obrigações herdadas e as unidades econômicas apenas “rolam” estas posições, estas são classificadas como *especulativas*. Na posição *especulativa*, o fluxo de caixa dos projetos financiados, em alguns períodos, não é suficiente para o pagamento das obrigações, mas espera-se que, no longo prazo, os fluxos tornem-se suficientes para o cumprimento destas. Por último, se o fluxo de caixa permite a firma financiar suas posições herdadas, apenas com o lançamento de outros títulos, elevando o seu débito, esta é classificada como *ponzi*. Na posição *ponzi*, o fluxo de caixa dos projetos não é suficiente para o pagamento das obrigações futuras, de forma que, para o cumprimento dos compromissos, as mesmas deverão ser refinanciadas (Minsky, 1986).

Nesta taxonomia, firmas na posição *especulativa* e na *ponzi* são dependentes das condições financeiras do mercado, para continuarem cumprindo suas obrigações. O

problema é que, ao financiarem as operações destas unidades econômicas, bancos reduzem sua própria liquidez. A fragilidade financeira é associada à capacidade do sistema bancário responder as necessidades de fluxo de caixa das empresas, sem comprometer sua própria posição de balanço. Com isso, podemos associar a queda na preferência pela liquidez das instituições financiadoras com o aumento da fragilidade. A questão, então, é como emerge uma estrutura financeira frágil no sistema econômico.

Minsky (1986) destaca que, a economia oscila entre estruturas financeiras robustas e frágeis. O aparecimento de crises depende da existência de estruturas financeiras frágeis e a própria crise cria as condições para o aumento da robustez do sistema econômico. Considere uma economia robusta, dominada por unidades econômicas na posição *hedge*. A possibilidade de lucro e a existência de extensa gama de instrumentos financeiros permitem que bancos elevem a oferta de moeda, financiando projetos de investimento. Nesta situação, Minsky (1986) observa que é possível as instituições utilizarem recursos de curto prazo, para financiarem ativos fixos de longo prazo. A questão, como já citado, é que o investimento é um processo que leva tempo e envolve um complexo conjunto de compromissos, que necessitam ser financiados e serão pagos apenas quando o projeto gerar o fluxo de caixa suficiente para sua liquidação. Portanto, a continuidade deste processo está associada à capacidade dos tomadores de empréstimos honrarem seus débitos. A transformação de uma estrutura financeira robusta em frágil ocorre quando se avolumam projetos, nos quais, o fluxo de caixa gerado provoca descasamento nos compromissos das firmas não bancárias, levando-as a posições mais vulneráveis (*especulativa e ponzi*). Nesta situação, bancos reduzem suas margens de segurança, pois elevaram a oferta de crédito. A crise ocorre quando a percepção dos bancos sobre o risco das firmas leva-os a elevar a sua preferência pela liquidez, reduzindo o crédito. Neste momento de fragilidade, sobrevivem apenas as unidades econômicas com maior capacidade de gerar fluxo de caixa e lucros, ou seja, aquelas na posição *hedge*. Quando bancos percebem que o risco de crédito das firmas se reduziu a um patamar suficientemente seguro, voltam a elevar a oferta de crédito no sistema, reiniciando um novo ciclo.

Logo, o sistema econômico não é *a priori* frágil ou robusto. O processo de crescimento econômico é que é inerentemente instável e, conseqüentemente, transforma sistemas robustos em frágeis. Todo o processo de financiamento do investimento, baseado em financiamentos *especulativos e ponzi*, é sensível a mudanças nas taxas de juros de mercado. Em momentos de crescimento da economia, o aumento das

oportunidades de investimento eleva a demanda por títulos e, conseqüentemente, a taxa de juros. Como resultado, o valor presente dos projetos se modifica e, aqueles que iniciaram a sua implantação, baseados em taxas de juros menores, tornam-se inviáveis ou demoram mais para apresentarem retorno, necessitando ser refinanciados, mudando sua posição de risco e fragilizando, com isso, o sistema (Minsky, 1986).

A poupança ao ser utilizada na criação de *funding* e empregada na compra de títulos de longo prazo, emitidos pelas firmas investidoras, consegue reduzir a fragilidade financeira: os recursos serão empregados no pagamento dos compromissos de curto prazo, reduzindo os descasamentos e os problemas de fluxo de caixa trazendo, com isso, maior estabilidade para o processo (Stuart, 1995).

Logo, é na execução do papel de provedor de *finance* e *funding* que reside a funcionalidade do sistema financeiro. Um sistema financeiro será funcional quando fornecer *finance*, permitindo os empresários iniciarem o processo de investimento e quando viabilizar a transformação deste *finance* em *funding*, ajustando as maturidades de fluxo de caixa e compromissos de pagamentos, sem transformar as posições *hedged* em *especulativa* e *ponzi*. Assim, os diversos sistemas financeiros possuirão suas características particulares e participarão do processo de alocação de recursos de maneira distinta, uns de forma mais funcional do que outros. Se não contribuem de forma mais efetiva para o processo de investimento é por que, em alguma etapa, as instituições não operam de forma funcional. Dentre estas, os bancos exercem um papel chave no processo.

1.4 - O Papel dos Bancos

A teoria neoclássica analisa o processo de financiamento dos investimentos, sob a ótica da decisão de alocação de portfólio. O problema do banco é como alocar seus recursos disponíveis entre um ativo padrão (empréstimos) e um ativo líquido (reservas). As perdas são minimizadas quando o custo de oportunidade de se manter reservas líquidas, dada pela perda de receita com juros na aplicação no ativo, iguala-se ao valor esperado das perdas por insuficiência de reservas, dada pela multa cobrada pela autoridade monetária. A preferência pela liquidez aparece na demanda da firma por reservas monetárias. O passivo da firma bancária não é considerado no processo e os depósitos totais na instituição são determinados exogenamente (Carvalho, 2007a).

A literatura pós-keynesiana destaca dois problemas principais nestes modelos: primeiro, a acumulação de reservas não parece ser o modo como os bancos suprem sua demanda por liquidez. Em tempos normais, o padrão geral é estas instituições utilizarem suas reservas até o limite legal, estabelecido pela autoridade monetária (Carvalho, 2007a). Segundo, o problema principal da firma bancária não é qual a proporção de seus recursos ela irá emprestar, mas sim qual o montante destes recursos deverá ser alocado em ativos menos líquidos (Keynes, 1930).

Assim, a decisão de portfólio dos bancos recai sobre a forma de se alocar os recursos disponíveis, entre ativos com diferentes graus de liquidez. Keynes (1930) considerava três categorias de ativos: letras de câmbio e empréstimos de curtíssimo prazo, investimentos e adiantamentos a clientes. Quanto aplicar em cada categoria depende, também, das expectativas: em momentos de aquecimento da economia, banqueiros podem entender que o crédito expandiu-se além do razoável, colocando a instituição em uma posição de risco. Nestes casos, tentam mover a instituição para uma posição de maior segurança, em ativos mais líquidos. Além disso, na abordagem pós-keynesiana, a firma bancária desenvolveu estratégias de administração do passivo, tanto para driblar as tentativas da autoridade monetária de restringir a expansão de moeda escritural (via depósitos compulsórios), quanto para se posicionar diante da competição de outras instituições financeiras, que criaram substitutos para depósitos, atraindo recursos que antes eram destinados aos bancos. Há que se falar mais em *estratégias de balanço*, do que em escolhas de ativos e de obrigações, conforme as expectativas de lucro e risco das instituições (Carvalho, 2007a).

Em sistemas financeiros em estágios relativamente avançados, portanto, bancos não necessitam de novos recursos para conseguirem financiar projetos: utilizam os ativos líquidos de sua carteira. Neste aspecto é que a atividade bancária, em uma economia monetária, na qual existe incerteza, é de natureza totalmente distinta. Um aumento da incerteza eleva a preferência pela liquidez dos agentes, estimulando-os a reter moeda, provocando retração na demanda e desemprego, ainda que involuntário. Acontece que bancos também possuem preferência pela liquidez. E é esta preferência que determinará a sua estratégia de balanço. Ao receber um depósito, o sistema bancário aplicará aquele recurso em algum ativo. Se este gerará produção e emprego ou não, dependerá do tipo de aplicação. Quando decidem fazer empréstimos de curtíssimo prazo ou aplicar recursos em letras de câmbio, estão canalizando os recursos à sua disposição para a circulação financeira. Se decidirem aplicar em adiantamento a clientes, eles estão

direcionando estes recursos para a circulação industrial. Bancos, então, não acomodam passivamente a demanda por crédito, mas comparam retornos esperados e prêmios de liquidez, de todos os ativos disponíveis para a aquisição, antes de efetivamente alocarem os recursos. Os recursos podem, com isso, serem mantidos na esfera financeira e não serem aplicados na esfera produtiva. Esta estratégia pode mesmo ter conseqüências para o ciclo econômico. Uma economia em expansão requer um aumento das aplicações em financiamentos produtivos. Acontece que este aumento, estimulado pela maior perspectiva de lucros, eleva a exposição do banco a riscos de “iliquidez”. O fim da expansão, e início da retração, ocorrerá quando os bancos chegarem ao limite da sua exposição a este tipo de ativo, e tentarem retornar para posições mais líquidas (Carvalho, 2007a).

Portanto, no processo de financiamento do investimento, a firma bancária exerce um papel central que, devido ao caráter dinâmico da evolução do setor, não só não é completamente entendido como alguns aspectos a influenciar o processo de escolha das instituições escapam a análise dos pesquisadores. Este trabalho é uma tentativa de inserir no debate sobre as estratégias de balanço da firma bancária, a importância exercida por um destes aspectos, que é cada vez mais ressaltado nas corporações modernas, mas ainda de uma forma limitada no setor bancário: a governança corporativa. A governança corporativa, cujo conceito também será objeto de maior discussão e detalhamento neste trabalho trata, de forma geral, das questões associadas aos interesses sobre os direitos existentes das distintas partes, que possuem alguma relação com a firma. A discussão a ser desenvolvida, então, é se a governança possui alguma relação com a estratégia de balanço e de alocação de recursos para financiamento do investimento e, conseqüentemente, com a preferência pela liquidez da firma bancária. Além disso, a discussão sobre governança na firma bancária, devido a natureza peculiar das atividades do setor, merece um tratamento em separado, em relação à governança das firmas não-financeiras.

No próximo capítulo discutiremos os princípios gerais dos sistemas de governança corporativa, sem ressaltarmos as especificidades da firma bancária, o que será feito posteriormente. Também realizaremos uma revisão da literatura sobre o tema, incluindo o debate sobre o assunto no Brasil.

CAPÍTULO 2 – SISTEMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O objetivo deste capítulo é efetuar a revisão da literatura sobre governança corporativa, introduzindo o conceito de *sistemas de governança corporativa* e aplicar a tipologia proposta no trabalho na caracterização deste sistema. A literatura sobre o tema tem origem no surgimento de grandes corporações nos Estados Unidos. Estas corporações distinguiam-se pela diluição da propriedade e concentração do poder decisório. Desde então, iniciou-se o debate sobre a implantação de mecanismos de controle corporativo, que atenuassem os conflitos existentes pela separação da propriedade do controle. Um aspecto importante destes mecanismos é que sua efetividade difere com o ambiente institucional, legal, econômico e social presente no país. A discussão é relevante porque países emergentes, como o Brasil, utilizam-se da experiência das economias desenvolvidas aplicando-as e moldando-as às suas realidades específicas.

O capítulo está dividido em três seções. Na seção 2.1 é realizada uma revisão das origens do conceito de governança corporativa, discutindo-se os princípios básicos de governança e contextualizando sua evolução histórica. Na seção 2.2 são apresentados os principais sistemas de governança corporativa de países desenvolvidos. Na seção 2.3 é efetuada uma revisão da literatura nacional. O objetivo é traçar um perfil do sistema de governança corporativa das empresas industriais brasileiras. A estratégia empregada é avaliar o sistema de governança através de três dimensões principais: na primeira, subseção 2.3.1, avalia-se o ambiente de negócios que determinará o tipo de relacionamento que a empresa possui com outros *stakeholders*. Na segunda, subseção 2.3.2, analisa-se a estrutura de propriedade da empresa. Na terceira, subseção 2.3.3, avalia-se a existência de mecanismos de controle corporativo e a sua efetiva implantação.

2.1 – Introdução

Atualmente está bem estabelecido na literatura que Berle e Means (1984)¹³ foram os primeiros a analisar a firma com base na organização de seus processos produtivos e não como uma “caixa preta”, na qual entravam insumos e saíam produtos.

¹³ A primeira edição do trabalho foi publicada em 1932.

Um aspecto logo constatado foi que *stakeholders* (partes interessadas) possuem interesses distintos, sob a aplicação dos recursos gerados pelo negócio. O trabalho destes autores está na origem das discussões sobre governança corporativa, porque evidenciaram uma característica distinta das corporações: a separação entre propriedade e controle.

Berle e Means (1984) foram os primeiros a ressaltar esta mudança de paradigma. Com a evolução da escala, as corporações passaram a controlar parte significativa do produto nacional. O controle da produção foi, cada vez mais, entregue a um número reduzido de administradores que não possuíam fração relevante do capital da empresa¹⁴ e qualquer ligação com os proprietários (supostamente, mas não necessariamente, agiam no interesse destes últimos). Com isso, não continuou sendo possível analisar o sistema econômico a partir dos pressupostos clássicos: pequenas empresas privadas como força motriz da economia, concorrendo sob as leis de mercado e sem capacidade de influenciar preços. Além disso, a estrutura de capital implantada por estas grandes corporações para financiarem seus projetos, a partir do mercado acionário, diluiu a propriedade, dissociando-a do controle¹⁵. Este divórcio introduziu a questão da divergência de interesses entre proprietários e administradores e trouxe à tona a necessidade de se discutir os mecanismos necessários para que os últimos agissem no interesse dos primeiros, tema que dá origem às discussões sobre governança corporativa.

A evolução histórica das discussões sobre governança, desde então, pode ser entendida pela análise das modificações gerenciais das corporações americanas. Durante grande parte do século XX, a economia americana era constituída por um pequeno grupo de grandes corporações, que empregavam milhares de pessoas e geravam elevadas receitas. Estas instituições eram caracterizadas por reter seus empregados e os lucros que geravam, alocando receitas excedentes em capital físico e humano, segundo um princípio de governança conhecido como “reter e reinvestir”. A partir da década de 1960, entretanto, esta estratégia começou a apresentar problemas devido a dois fatores: primeiro, o surgimento de novos competidores, principalmente vindos do Japão. Segundo, devido ao próprio crescimento interno das corporações, que através de

¹⁴ Nas palavras dos próprios autores: “No sistema acionário o proprietário da riqueza industrial tornou-se apenas um símbolo da propriedade enquanto o poder, a responsabilidade e a substância, que foram parte integrante da propriedade no passado, estão sendo transferidos para um grupo independente, em cujas mãos está o controle”.

¹⁵ Segundo os autores: “Isto acarretou uma mudança fundamental no caráter da riqueza – a relação entre o indivíduo e sua riqueza, o valor desta riqueza e a natureza da própria propriedade”.

processos de fusões e aquisições tornaram-se tão grandes, que os escritórios centrais se distanciaram de tal forma dos processos locais, que se tornou inviável o acompanhamento das decisões de investimento e do uso dos recursos alocados. Esta perda de controle gerencial resultou em queda de *performance* destas corporações na década de 70 (Lazonick & O'Sullivan, 2000).

De forma concomitante surge um novo agente: os investidores institucionais, como fundos de pensão e fundos mútuos. Dada a escala de recursos que dispunham, eles possuíam um poder coletivo de fazer valer seus interesses, influenciando o valor de mercado das corporações e, conseqüentemente, das ações que mantinham. Ao mesmo tempo, o processo inflacionário criado, a partir dos choques do petróleo, gerou dificuldades para as instituições financeiras gerenciarem seus ativos, obtendo retornos adequados. Isto levou a uma desregulamentação financeira, permitindo aplicações em novos tipos de ativos (Lazonick & O'Sullivan, 2000).

Foi neste contexto, no qual as principais corporações americanas se deparavam com excessiva centralização e necessidades de inovações, que a discussão sobre governança emergiu com maior força. Estes agentes institucionais iniciaram um novo mercado para o controle corporativo, baseado na ameaça de *takeovers* e na necessidade de maximizar o valor para o acionista, que se transformou em novo paradigma administrativo: agora os gerentes administrariam as corporações com ênfase em cortar custos, na tentativa de elevar o valor das ações. Este novo princípio ficou conhecido como “*downsizing* e distribuir” (Lazonick & O'Sullivan, 2000).

Ao buscar elevar o valor das ações e a distribuição de lucros e dividendos, esta nova visão gerencial inseriu no debate os problemas associados à separação entre propriedade e controle nas corporações. O problema foi colocado, de maneira mais formalizada, no trabalho de Jensen e Meckling (1976) que discute as teorias de direitos de propriedade, agência e finanças, para desenvolver uma teoria da estrutura de propriedade ótima da firma. Os *custos de agência* abordam as relações contratuais entre duas partes, acionistas e gerentes, na qual os primeiros contratam os últimos para administrar a firma. Como ambos estão preocupados em maximizar o seu próprio bem-estar, os interesses de ambos podem ser divergentes. Os acionistas necessitam, com isso, incorrer em custos para estabelecer os incentivos apropriados e monitorar os gerentes, para agirem de acordo com os seus interesses. O resultado foi a difusão, nos meios empresariais e acadêmicos, da necessidade de criar-se um mercado de controle corporativo, que disciplinaria os gerentes e os levariam a maximizar a riqueza dos

acionistas. Com isso, a maximização da riqueza dos acionistas torna-se o mais importante princípio de governança corporativa, na década de 1980 (Lazonick & O'Sullivan, 2000).

A partir da década de 1990 ocorre um aprofundamento da estratégia de “*downsizing* e distribuir”. Não só elevou-se o corte de postos de trabalho, como o percentual dos lucros distribuídos cresceu na maioria dos países desenvolvidos. Nos Estados Unidos, os cortes anunciados em postos de trabalho nas grandes corporações, elevaram-se de 100 mil em 1989, para próximo de 700 mil em 1998. Por outro lado, o percentual do lucro distribuído aos acionistas foi de 42%, na década de 1960 e de cerca de 50%, na década de 1990 (Lazonick & O'Sullivan, 2000).

A partir dos anos 2000 este princípio apresentou problemas. O fato do mercado acionário disciplinar o comportamento dos administradores pode elevar o preço das ações no curto prazo, mas também pode levá-los a agir em divergência com os interesses de longo prazo da firma. Diante de pressões externas, os gerentes podem agir de forma míope¹⁶, tentando manipular os sinais enviados aos acionistas, inflando os resultados atuais, para elevar as expectativas quanto os resultados futuros e, com isso, o preço das ações. Os escândalos no mercado corporativo americano e a bolha tecnológica são exemplos da extensão e magnitude, que este comportamento pode alcançar.

Atualmente existem algumas definições distintas de governança corporativa. Baseado na visão contratual da firma, Zingales (1997) define governança como o conjunto de barganhas (*ex-post*) sobre as quase-rendas geradas pela firma. O *Bank for International Settlements* (BIS, 2010) define governança como um conjunto de relações entre a administração, conselho, acionistas e outras partes interessadas que fornece a estrutura, através da qual, os objetivos da firma são estabelecidos e os meios para alcançá-los são determinados. Mas a visão mais difundida na literatura é a de Shleifer & Vishny (1997) que definem governança corporativa como o conjunto de mecanismos empregados pelos fornecedores de recursos, para assegurar o retorno do investimento realizado na firma. Esta visão é associada à Teoria da Agência¹⁷.

O fato é que, a necessidade de recursos para as firmas financiarem as suas atividades ou expansões da capacidade de produzir bens e prestar serviços, impôs às mesmas o dilema da escolha de *como* se financiar, trazendo a tona outro aspecto

¹⁶ O conceito de miopia é discutido em Stein (1989).

¹⁷ No Brasil esta visão foi incorporada nas discussões sobre governança, apenas deslocando foco da análise dos problemas da relação entre acionistas e gerentes, para os problemas entre acionistas majoritários e minoritários, dada a elevada concentração de capital existente nas empresas nacionais.

relevante para a discussão sobre governança corporativa: a estrutura de capital. Genericamente, existem duas formas das firmas se financiarem: utilizar recursos próprios ou de terceiros. A decisão sobre como se financiar pode afetar a rentabilidade de seus projetos e/ou lucratividade de suas operações e pode ser afetada pela estrutura de capital da empresa. A estrutura de capital representa a divisão da propriedade da firma e pode ser entendida como a divisão do capital investido pelos proprietários ou por terceiros, através de mercados de ações, emissão de títulos ou empréstimos. Representa, assim, a origem dos recursos utilizada. É de fundamental importância para a governança porque, na medida em que *stakeholders* diversos possuem capital aplicado na empresa, buscam opinar em sua gestão.

A discussão sobre estrutura de capital teve início com o trabalho de Modigliani e Miller (1958). Os autores argumentaram que na ausência de assimetria de informação, de incertezas que poderiam potencializar os conflitos de interesses entre acionistas e administradores¹⁸ e de problemas na estrutura do mercado de capitais¹⁹, a forma de financiamento escolhida pelas empresas é irrelevante. Como a decisão de investimentos é determinada por variáveis reais (progresso tecnológico, demanda etc.), todos os projetos que assegurassem certa rentabilidade, encontrariam recursos disponíveis.

A evolução das discussões sobre o tema²⁰, basicamente procurou contestar a hipótese da irrelevância. O argumento básico é que, como as estruturas de propriedade e controle são alteradas, a partir da forma como são captados os recursos de terceiros, a estrutura de capital escolhida será relevante, pois refletirá o conjunto de estímulos e constrangimentos que influenciarão o desempenho da corporação, em suas mais diversas dimensões: produtiva, tecnológica, financeira etc. (Harris e Raviv, 1991).

Com isso, na medida em que foi amplificando-se o uso de mercados de capitais e de outras fontes de recursos de financiamento de projetos, a forma como as empresas administram estes recursos foi tornando-se uma preocupação recorrente. O monitoramento das corporações, seu relacionamento com acionistas, o comportamento da diretoria e do conselho de administração, práticas contábeis e existência de conselho fiscal são questões cada vez mais debatidas na tentativa das empresas se tornarem mais transparentes para o público e compõem o que é denominado *sistema de governança*

¹⁸ Estes problemas podem levar acionistas e administradores a objetivos distintos. Os primeiros interessados em maximizar o lucro da firma e os outros interessados em maximizar o seu valor de mercado, por exemplo.

¹⁹ Basicamente a disponibilidade de fundos e compradores para as ações e títulos.

²⁰ Ver Harris e Raviv (1991) para uma extensa e completa revisão da literatura sobre o assunto.

corporativa. O entendimento destes sistemas é de fundamental importância para o trabalho aqui proposto. A seguir iremos fazer uma breve discussão sobre os principais sistemas de governança existentes nos países desenvolvidos.

2.2 – Sistemas de Governança Corporativa

Um tópico central no debate sobre governança é a capacidade das instituições criarem um ambiente que procure mitigar conflitos entre partes com interesses na empresa. A qualidade deste ambiente é de fundamental importância, pois permite o desenvolvimento do sistema financeiro e do mercado de capitais. Rajan & Zingales (2003) apresentam os principais arranjos para implantação deste ambiente institucional: um sistema legal que assegure, de forma rápida e barata, a resolução de litígios nos contratos; um padrão de contabilidade que promova a transparência; o respeito aos direitos de propriedade; e uma infra-estrutura regulatória que proteja os consumidores, que promova a competição e fortaleça a estrutura de propriedade da firma. Além disso, as instituições buscam desenvolver mecanismos de controle corporativo²¹, com o objetivo de complementarem estes aspectos. Estes arranjos compõem o *sistema de governança corporativa* dos países. Nesta seção discutiremos os principais sistemas existentes.

Os arranjos institucionais variam entre países. Enquanto na Inglaterra e Estados Unidos, firmas confiam na proteção legal a investidores, que restringe grandes participações de investidores institucionais, com algumas exceções como, por exemplo, quando a empresa passou por um processo de *takeover*²². Na Alemanha e no Japão existe menos confiança no sistema legal, com a estrutura de governança baseando-se em grandes investidores e bancos, aonde predomina a presença de arranjos de propriedade, como pirâmides e cruzamento acionário. Esta estrutura permite as famílias fundadoras manterem o controle sobre as corporações (Shleifer & Vishny, 1997).

No caso dos Estados Unidos, a propriedade das empresas é bastante diluída, mas tanto pequenos quanto grandes investidores são protegidos por um sistema de regras,

²¹ Os mecanismos de controle corporativo são os instrumentos utilizados por acionistas para levar os administradores a agirem em seu interesse. Existem mecanismos externos e internos à firma, de acordo com a origem da sua atuação sob a empresa. A discussão sobre estes mecanismos é ampla na literatura. Ver Stein (1988), Prowse (1994) e Santos (2000).

²² *Takeovers* são aquisições hostis (não negociadas com controladores) que a firma pode sofrer, por possuir capital diluído no mercado acionário. É um mecanismo externo de controle corporativo, comum em países cuja fonte de financiamento é o mercado de capitais.

que lhes permitem negociar suas ações e manterem eleições de conselho de diretores relativamente pouco influenciadas pela vontade dos administradores. Devido às leis de falência existentes, entretanto, credores estão menos protegidos que em outros sistemas, como o japonês e o alemão. Esta forma de arranjo busca ativa participação do público no mercado de capitais, a real possibilidade de troca de controle acionário e o uso difundido de opções de ações, como forma de remuneração da administração. Por outro lado, existe pouca participação de bancos no monitoramento das firmas e na governança. A prática de *takeovers* é uma característica que diferencia o sistema de governança americano. O principal motivo, para o a difusão deste mecanismo, é a estrutura de propriedade existente no país: a maioria significativa das empresas possui capital aberto, com ações negociadas em bolsa e a propriedade é dividida entre milhares de pequenos acionistas. Esta estrutura facilita o movimento de aquisições hostis²³. Outro aspecto é o uso de opção de compra de ações, como forma de remuneração dos administradores que poderia, em tese, alinhar os interesses destes com os acionistas. O problema, neste caso, é que a prática demonstrou o risco real de gerentes trabalharem para inflar o preço das ações no curto prazo, elevando suas remunerações, sem considerar uma estratégia de longo prazo para a firma (Prowse, 1994).

Nos Estados Unidos, a regulação e supervisão do mercado de capitais está a cargo da *Securities and Exchange Commission* (SEC)²⁴. Criada em 1934, através do *Securities Exchange Act*, em resposta aos problemas de falta de regulamentação no mercado, que levaram a grande depressão de 1929, a SEC é responsável pela emissão de novas regulamentações e modificações nas existentes, por inspecionar firmas que atuam no mercado financeiro, além de firmas de auditoria e contabilidade e por coordenar as regulamentações federais com as estaduais e estrangeiras. A SEC foi responsável por toda publicação e implantação das normas que regulam o mercado financeiro americano, desde então. Entre elas, a SEC editou, após os escândalos contábeis ocorridos em 2001 que resultaram na falência de grandes corporações americanas, nova regulamentação que ficou conhecida como *Lei Sarbanes-Oxley (SOX)*²⁵. O objetivo desta nova legislação foi aumentar a transparência nas empresas, dando destaque para

²³ Prowse (1994) faz uma ressalva a este ponto ressaltando que a estrutura de propriedade é uma resposta endógena dos investidores, aos custos e benefícios de se manter determinada disciplina gerencial. O fato da estrutura de propriedade, na Alemanha e no Japão, impedir o desenvolvimento de um mercado para *takeovers* pode ser irrelevante, na medida em que, esta própria estrutura, é capaz de resolver os problemas de governança.

²⁴ As informações sobre a SEC estão disponíveis em www.sec.gov. Acesso em 21/07/2010.

²⁵ Posteriormente, a lei foi aprovada no Congresso Americano e leva o nome dos senadores que encabeçaram o projeto.

os controles internos, através de mecanismos de auditoria que melhorassem a qualidade de informação repassada ao investidor. A lei prevê punição severa para os administradores que cometam algum tipo de fraude contábil ou ato ilícito, que venha a mascarar os resultados financeiros. A SOX demonstrou ser um importante mecanismo de disciplina gerencial ao elevar a transparência das informações para o público externo interessado. Todas as empresas com ações listadas na Bolsa de Valores dos Estados Unidos devem apresentar um padrão de contabilidade e controle que atenda as regulamentações da SOX. Isto tem disseminado o aumento de transparência e controle em outras partes do mundo, e se constituído em um importante instrumento, na tentativa de se elevar a governança corporativa em outros países.

Muito embora avaliado como padrão de inovação e qualidade e copiado em outras partes do mundo, algumas ressalvas sobre o sistema americano devem ser consideradas. Singh *et. alli.* (2005) avaliam que, enquanto ofertante de *funding* para as empresas, o sistema possui capacidade limitada de desenvolver uma estrutura de governança corporativa, que busque a maximização da riqueza. Além disso, o mercado acionário possui capacidade reduzida de emitir sinais para os acionistas alocarem recursos em projetos lucrativos. Os autores ressaltam que corporações possuem outros objetivos, além da maximização da riqueza dos acionistas como, por exemplo, elevar o seu *market share*. Singh *et. alli.* (2005) apresentam evidências de que é maior a probabilidade de uma grande firma deficitária sobreviver no longo prazo, que uma pequena firma lucrativa utilizando-se, por exemplo, de estratégias de fusões e aquisições, que poderiam diminuir a concorrência e facilitar a incorporação de tecnologias mais produtivas e baratas.

Na Alemanha credores possuem, de forma geral, maiores direitos que nos Estados Unidos, mas os direitos de acionistas minoritários são mais fracos. Existe maior concentração de propriedade e o uso do mercado de capitais, como fonte de financiamento, é menos difundido. Prevalece elevada quantidade de grandes empresas de propriedade familiar. Assim, o sistema de governança alemão pode ser caracterizado como dando grande suporte aos direitos dos grandes acionistas e pela participação de bancos nos conselhos de administração²⁶, que utilizam amplamente do instrumento de *proxy votes*²⁷ para fazer prevalecer os seus interesses (Prowse, 1994).

²⁶ O conselho de administração é um mecanismo interno de controle corporativo. Usualmente o conselheiro é eleito por investidores externos para agir conforme suas orientações e proteger os seus

Enquanto nos Estados Unidos buscou-se preservar os direitos dos acionistas minoritários com a criação da legislação antitruste (*Sherman Act* – 1890), na Alemanha as cortes de justiça validaram os arranjos dos grandes conglomerados, incentivando seu surgimento para competir no mercado internacional. Os cartéis não eram vistos como fontes de desvios da alocação eficiente de recursos, mas como fundamentais para se coordenar os investimentos e se precaver da competição predatória (Kregel, 1997).

O principal mecanismo de governança corporativa é o Conselho de Diretores. Os primeiros foram introduzidos no fim do século XIX, quando a legislação obrigou as grandes companhias públicas de responsabilidade limitada (AG), a adotarem sistema de governança com dois conselhos: o primeiro, o conselho de supervisão, tinha a finalidade de efetuar o planejamento de longo prazo da companhia. O segundo, o conselho de gerentes, composto de profissionais da companhia, tinha a finalidade de supervisionar o primeiro conselho. Após a segunda guerra mundial este sistema foi revisto e parte do conselho de supervisão passou a ser eleito por empregados da companhia. Duas grandes vantagens podem ser observadas nesta estrutura: primeiro, é vedada a eleição de conselheiros por CEO's ou diretores; segundo, membros da administração da empresa (incluindo o CEO), não podem possuir cadeira nos conselhos. Estes impedimentos obrigam a administração a interagir de alguma maneira com o conselho, seja discutindo projetos, seja justificando a aprovação de orçamentos (Kregel, 1997).

Um problema desta estrutura é a maior dificuldade de alinhamento de diretrizes, devido a presença de conselheiros com grandes divergências de interesses: a presença de empregados no conselho facilita a aprovação de decisões em linha com certos objetivos, como por exemplo, a manutenção e criação de novos empregos. Além disso, bancos possuem um papel difuso nestes conselhos, uma vez que seus interesses enquanto acionistas podem, eventualmente, serem divergentes dos seus interesses enquanto fornecedores de crédito (Kregel, 1997).

O sistema de governança japonês está estruturado sob três pilares: o sistema de coordenação industrial, o *main-bank system* (Keiretsu) e o estilo japonês para o sistema de firmas. O sistema de coordenação industrial é um sistema vertical de interação entre

interesses. A eficiência deste mecanismo depende do poder delegado a este por grandes acionistas, com incentivos e capacidade de investir no monitoramento.

²⁷ No *proxy voting system* acionistas minoritários delegam, por procuração, seus direitos de voto para outros, que usualmente concentram os direitos de vários acionistas, de forma que passam a possuir uma elevada participação no total de votos, aumentando o seu poder. Na Alemanha, normalmente estes direitos estão concentrados em instituições bancárias, que desenvolvem relacionamento de longo prazo com as empresas.

um conselho governamental e uma associação industrial de um determinado setor da economia. Entre o conselho e a associação existe um conselho deliberativo, que tem o objetivo de facilitar o fluxo de informação e construir o consenso na tomada de decisões. Este sistema, além de uma ferramenta de política industrial para coordenar os investimentos e o desenvolvimento tecnológico, também possui o objetivo de ajustar a distribuição de renda. No Japão, as políticas de distribuição de renda, no pós-guerra, foram implantadas através do ajuste de interesses industrial e não de classe. Dessa forma, os indivíduos organizam-se para buscar um melhor tratamento para a indústria na qual trabalham e não para a classe à qual pertencem (Teranish, 1997).

O “*main-bank system*” (*keiretsu*) é um sistema horizontal, caracterizado pelo cruzamento de ações entre o setor não bancário e o bancário e pela existência de um banco (*main-bank*), responsável pelo fornecimento de *funding* para a empresa e pelo monitoramento dos empréstimos (exclusividade de monitoramento e não de empréstimos). O principal mérito deste sistema é a redução dos custos de agência. Esta redução ocorre através das transações de longo prazo, do monitoramento, da coordenação obtida dos encontros entre diretores e presidentes de empresas envolvidas²⁸ e do compartilhamento de risco entre os participantes. A eficiência deste sistema de monitoramento também tem contribuído para o aumento do bem-estar econômico, uma vez que minimiza problemas de alocação de recursos, que poderiam refletir em taxas de juros mais elevadas e também em maior inadimplência. Por outro lado, este sistema provê aos gerentes um elevado grau de autonomia, uma vez que o cruzamento de ações mantém a sua liquidez baixa, dificultando o desenvolvimento de um mercado para controle corporativo (Teranish, 1997).

O terceiro pilar possui complementaridade com os outros dois. O estilo japonês para o sistema de firmas é caracterizado por um mecanismo de distribuição de renda que corresponde a empregos para toda a vida, um sistema de salário para empregados seniores e a formação de união de trabalhadores. O valor adicionado de cada indústria é determinado através do sistema de coordenação industrial. Dentro desta indústria o valor adicionado de cada firma é estabelecido através de negociações entre acionistas, gerentes e empregados. Se por um lado a este sistema pode ser creditado o mérito pelo rápido crescimento da economia japonesa na segunda metade do século XX, por outro

²⁸ De forma geral, bancos e grandes acionistas evitam participar do conselho de administração das empresas no Japão, preferindo encontros informais (*President's Club*) nos quais possam se interar e influenciar no andamento dos negócios.

enfraqueceu os mecanismos tradicionais de governança, uma vez que a elevada autonomia gerencial permitiu aos administradores privilegiarem interesses diversos, como o crescimento das empresas, criando novos empregos e novas colocações para colegas de trabalho, em detrimento do interesse do acionista (Teranish, 1997).

Não existem evidências conclusivas de qual dos três sistemas seria o mais efetivo, na garantia dos direitos das partes interessadas. É possível imaginar que a evolução dos sistemas destes países levará uns a absorverem características de sucesso dos outros como, por exemplo, o surgimento de grandes investidores nos Estados Unidos ou mercados desenvolvidos para a proteção de credores no Japão. No restante do mundo, os sistemas de proteção legal são menos desenvolvidos, o que leva ao surgimento de arranjos de governança distintos. Estes sistemas, muitas vezes, incorporam características dos países desenvolvidos adaptando-as à sua realidade.

A análise dos sistemas de governança destes países nos permite entender as três dimensões básicas que compõem qualquer sistema de governança corporativa. A primeira é a existência de um ambiente de negócios, que estabelecerá o tipo de relacionamento das partes interessadas: a regulação prevê a existência de certo sistema legal que provê suporte a acionistas e credores no exercício de seus direitos, a existência de condições legais para que estes agentes garantam os seus direitos (*enforcement*)²⁹ e a presença um fluxo contínuo de informações padronizadas (*disclosure*) repassadas a acionistas e credores, que possam ser analisadas pelas cortes de apelação. Este sistema nos Estados Unidos, por exemplo, privilegia os direitos dos acionistas minoritários, enquanto na Alemanha, o direito de grandes investidores institucionais.

A segunda é a estrutura de propriedade: estamos interessados em entender o controle acionário, sua concentração, a forma de financiamento e a presença de mecanismos que permitam grandes acionistas controlarem a empresa sem possuírem a maioria das ações, os desvios de direitos. Por exemplo, nos Estados Unidos o controle é diluído e o financiamento é realizado, principalmente, via mercado de capitais, enquanto no Japão existe concentração de capital em grandes acionistas e o principal fornecedor de *funding* para empresas são bancos, que desenvolvem relacionamentos de longo prazo com estas.

O terceiro é a existência de mecanismos de controle corporativo e a sua efetiva implantação pelas corporações. Nos Estados Unidos prevalecem os mecanismos

²⁹ Ver Carvalho (2002) para este ponto.

externos como *takeovers*, enquanto na Alemanha e Japão os mecanismos internos, como conselhos de administração e o monitoramento bancário.

Estas dimensões estão relacionadas entre si: o legislador, em um sistema no qual as firmas possuam elevada concentração de propriedade, pode estar mais preocupado em eliminar os mecanismos de desvios de direitos e na relação do conselho de administração com os proprietários, enquanto em outro, com elevada pulverização de controle acionário, pode estar mais preocupado com a qualidade das informações e o *enforcement*, além da legislação sobre o mecanismo de *takeovers*, por exemplo.

Além disso, como lembrado por La Porta *et. alli.* (1996), um sistema legal que reduza o risco da expropriação de direitos elimina a necessidade do uso de outros mecanismos de controle corporativo. O mais comum destes mecanismos é a concentração de propriedade, mantida como mecanismo de incentivo para administradores trabalharem em favor dos acionistas e como forma de controle do fluxo de caixa. Logo, a existência de uma base legal que assegure direitos de acionistas e/ou de credores conduz a formas distintas de financiamento de projetos de investimento. Assim, existe uma relação entre a estrutura de propriedade e a proteção legal a investidores.

Estas dimensões constituem uma tipologia, que pode ser empregada para se descrever, analisar e avaliar a qualidade de um sistema de governança corporativa. A qualidade pode ser entendida como a sua capacidade de reduzir os conflitos entre as partes interessadas na empresa. Empregaremos esta tipologia para analisar, na próxima seção, o sistema brasileiro de governança corporativa e no próximo capítulo, para discutir o sistema de governança corporativa do sistema bancário brasileiro.

2.3 – Sistema Brasileiro de Governança Corporativa

Países emergentes apresentam sistemas de governança corporativa distintos daqueles dos países desenvolvidos. Absorveram características dos sistemas destes países, adaptando-as a sua realidade. No caso dos países latinos, a estrutura jurídica é baseada na *Civil Law*³⁰ que foi originada pelo direito romano, mas possui também características do sistema germânico. Isto significa, por exemplo, que a relação legal

³⁰ A *Civil Law* é a estrutura jurídica derivada da doutrina francesa, cuja principal fonte de direito é a lei textual. É a estrutura adotada no Brasil. A *Common Law* é a estrutura utilizada nos países anglo-saxões, cuja principal fonte do direito é a jurisprudência, proferida pelo Poder Judiciário.

entre as partes interessadas na empresa depende da construção e regulamentação de um ordenamento jurídico escrito. A análise desta relação dependerá da interpretação destas leis (La Porta *et. alli*, 1998b).

A estrutura de propriedade em países emergentes pode ser caracterizada pelo controle familiar, através de arranjos como pirâmides e/ou cruzamentos de ações. Tipicamente, as firmas possuem um controlador com poder de decisão superior aos seus direitos sobre o fluxo de caixa. Como consequência, o foco da governança não recai sobre os conflitos entre acionistas e administradores, mas entre grandes acionistas e acionistas minoritários, modificando o problema tradicional de separação entre propriedade e controle (La Porta *et. alli*, 1998b).

Como consequência, os mecanismos de controle corporativo também são distintos ou possuem efetividade diferenciada. O mecanismo de controle usual é a concentração de propriedade: os administradores fazem parte da família controladora e a concentração de propriedade termina por resultar em uma pobre proteção legal dos minoritários, desencorajando o acesso de pequenos investidores ao mercado acionário. Outra consequência importante é sobre a estrutura de financiamento dos projetos. As empresas utilizam recursos internos para financiamento ou fazem uso de fundos de bancos controlados pelo Estado. Estes arranjos alternativos buscam suprir a ausência de um mercado acionário desenvolvido (La Porta *et. alli*, 1998b).

No caso brasileiro, o sistema de governança apresenta características típicas das descritas acima. Nesta seção, traçaremos um perfil do sistema de governança corporativa brasileiro com base na tipologia discutida na seção anterior, buscando avaliar a qualidade deste sistema.

2.3.1 - Relação com Partes Interessadas

Nesta seção, discutiremos a base legal, o *enforcement* e a *disclosure* do sistema de governança brasileiro, caracterizando a relação entre as partes interessadas na empresa.

2.3.1.1 - Base Legal

Quando se discute a base legal do sistema de governança corporativa brasileiro, se utiliza como ponto de partida as leis que permitem aos acionistas fazerem valer seus direitos. As duas principais leis são a 6.385 de 07/12/1976, que criou a CVM e a 6.404

de 15/12/1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, denominada lei das S.A. É importante o entendimento do contexto econômico à época da sanção destas leis.

No período em que esta legislação foi criada, a principal iniciativa do governo brasileiro, em relação ao desenvolvimento, era o 2º Plano Nacional de Desenvolvimento (PND). Resposta do Estado à crise econômica decorrente do primeiro choque do petróleo, a proposta do Plano era estruturar a indústria nacional. Teve como diretrizes principais o desenvolvimento das indústrias de bens de capital e de insumos básicos e o fortalecimento da indústria privada nacional. Sobre este último ponto, o governo desejava incentivar o desenvolvimento da indústria em setores considerados estratégicos, ainda que esta participação fosse associada a empresas estatais. Para este fim, criou-se grupo de trabalho no Ministério do Planejamento com o objetivo de apresentar propostas para o fortalecimento. Os principais problemas diagnosticados foram o alto grau de endividamento das empresas e sua dependência de empréstimos bancários. Os principais mecanismos criados foram, então, as leis 6.385 e 6.404, com o objetivo de incentivar a criação de um mercado de capitais no Brasil, como alternativa de financiamento para as empresas. Esta legislação, entretanto, foi criada em uma situação de deterioração da capacidade de investimento público, com o Estado passando por uma crise orçamentária e descontrole inflacionário. Além disso, a concentração de propriedade era elevada: as empresas eram controladas por algumas famílias, sem capacidade de se financiarem e sem acesso a financiamento externo (Silva, 2003).

Com base neste perfil, o maior problema era a dificuldade para se incentivar as empresas a utilizarem o mercado de capitais. O problema era o risco de perda de controle. Assim, o governo introduziu diversos mecanismos de incentivos, como a criação do fundo de participação social e de incentivos fiscais para a aquisição de emissões (Fundo 157). Nesta época, a discussão sobre governança corporativa ainda não era premente e o governo estava mais preocupado em criar alternativas de financiamento para o desenvolvimento da indústria nacional, do que propriamente em assegurar direitos de acionistas. Também se introduziu na legislação um mecanismo (parágrafo 2º do art. 15) que permitia a composição do capital com até 66% de ações preferenciais sem direito a voto³¹. Com isso, a lei introduzia um enorme incentivo para expropriação de minoritários, ao permitir que a empresa fosse controlada com apenas

³¹ Posteriormente, a lei 10.303 de 2001 alterou o percentual para 50%. A lei 9.457 de 1997, também procurou compensar a ausência do direito de voto com pagamento de dividendos superior àquele pago às ações ordinárias.

17% do capital total. Além disso, reduzia os negócios com as ações ordinárias, levando os minoritários a concentrar seu capital em ações preferenciais. Por fim, a CVM também não possuía a estrutura adequada para exercer suas funções, sem dotação orçamentária e com os diretores sendo nomeados discricionariamente pelo Presidente da República (Carvalho, 2002).

De fato, esta base legal não trazia os mecanismos necessários que assegurassem os direitos dos acionistas. Para uma amostra de 49 países, com diferentes sistemas jurídicos, La Porta *et. alli* (1996) tentam medir a qualidade do sistema legal quanto à proteção legal aos acionistas. A principal variável utilizada é a inexistência de desvios de direitos sobre o fluxo de caixa. Outras variáveis buscam captar como o sistema legal permite aos acionistas exercerem seus direitos³². O Brasil está em 18º lugar na amostra.

Em uma tentativa de promover uma maior proteção aos acionistas minoritários, o governo sancionou a lei 10.303, em 31/10/2001, que ficou conhecida como a nova lei das S.A. Entre os principais avanços desta lei destacam-se: a redução do percentual máximo para 50% de ações preferências; a possibilidade dos acionistas preferenciais serem representados no Conselho de Administração, caso detenham mais de 10% do capital total; e a possibilidade do uso da arbitragem³³ como mecanismo de resolução de conflitos entre acionistas e administradores³⁴ (Silveira, 2004).

2.3.1.2 - Enforcement

Quando se analisam os direitos dos credores, em qualquer sistema econômico, procura-se entender quais as ferramentas este sistema fornece para que estes sejam capazes de fazer valer seus direitos. O *enforcement* reflete esta capacidade. Considera-se que um bom *enforcement* compensa, em alguma medida, a qualidade das leis do país. Por outro lado, um fraco ambiente para a resolução de conflitos afeta a estrutura de propriedade, gerando problemas de governança que se reflete em um mercado de

³² Entre elas: a possibilidade de voto por e-mail, a obrigatoriedade do bloqueio de vendas das ações no período de assembléia de acionistas e o percentual necessário de votos, para que uma assembléia extraordinária seja convocada.

³³ Segundo o Instituto Nacional de Mediação e Arbitragem (INAMA), a arbitragem é um meio alternativo ao Judiciário para solução de controvérsias, no qual as partes (pessoas físicas ou jurídicas) livre e voluntariamente se submetem, para obter soluções ágeis e de custo reduzido.

³⁴ Outra iniciativa importante para a difusão das práticas de governança corporativa no Brasil foi a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, uma associação cultural sem fins lucrativos. O objetivo do IBGC é “*promover as melhores práticas de governança corporativa entre empresas brasileiras, contribuindo, com isso, para o desempenho das organizações e para uma sociedade mais transparente e responsável*” ver IBGC (2009).

capitais reduzido, em dificuldades de se obter financiamento externo, em maiores custos de capital e em um menor valor das firmas (Berglöf & Claessens, 2004).

A análise do ambiente de resolução dos conflitos passa pela compreensão do sistema judiciário e pelo encaminhamento das questões jurídicas. Na visão dos investidores, a principal deficiência do sistema judiciário brasileiro é a morosidade. Esta morosidade prejudica o mercado de crédito de três formas distintas: incentiva um comportamento imprudente do tomador, uma vez que a punição pode ser uma possibilidade remota; reduz o valor do colateral e sua importância como garantia³⁵; incentiva o tomador a utilizar o sistema judiciário, como forma de atrasar os pagamentos. Outros problemas existentes são o formalismo em excesso do sistema, o custo das ações e o viés pró-tomador das cortes de justiça. Na visão dos magistrados, a principal deficiência é a falta de previsibilidade do sistema. Como principais determinantes da falta de previsibilidade foram apontadas a “judicialização” do sistema político, que traz para o judiciário a responsabilidade de tornar a legislação mais precisa e a “politização” do sistema judiciário, que é a tendência dos agentes trazerem para o sistema disputas de cunho político (Pinheiro 2002a e 2002b).

No que se refere à qualidade das leis, o *enforcement* torna-se mais efetivo na presença de uma lei equilibrada. Uma lei rigorosa pode inibir o mercado de crédito ao desestimular investidores a tomá-lo. Uma lei menos rigorosa pode estimular o mercado em um primeiro momento, mas caso ocorra o aumento da inadimplência, pode inviabilizá-lo em seguida. Uma lei equilibrada, então, traz o benefício de permitir que as empresas saudáveis continuem a operar, crescendo os seus ativos e agregando valor para a economia do país. A lei também deve tratar da forma como os administradores são responsabilizados em casos de *default* e qual o procedimento a ser adotado nesta situação. Em países aonde credores possuem mais segurança, quanto à recuperação dos recursos investidos, existe menos incerteza quanto a sua permanência na empresa. No Brasil, a base legal é o Decreto-lei 7.661 de 1945, conhecido como lei de falências. Destacam-se, como os principais fatores a gerar incertezas para credores nesta lei: a ordem para recebimento de créditos, com trabalhadores e fisco recebendo os recursos antes dos credores; alguns mecanismos que permitem aos administradores a investir em projetos arriscados, na tentativa de salvar a empresa; e a possibilidade de violação de prioridades em seu benefício, facilitando a expropriação de ativos (Sousa *et. alli* 2008).

³⁵ Muitas vezes o tomador abandona o ativo durante o processo, levando-o a se depreciar rapidamente.

La Porta *et. alli* (1996) também analisam a qualidade do sistema legal, no que diz respeito à proteção dos credores. As variáveis incluídas no estudo são: a eficiência do sistema judiciário, a sua tradição, a corrupção, o risco de expropriação (ou nacionalização forçada) e a probabilidade do governo refutar um contrato. Na amostra de 49 países, o Brasil coloca-se 32º lugar. O país aparece em 42º lugar, no que se refere à eficiência do sistema judiciário, em 27º lugar em sua tradição, no ranking da corrupção e no risco de expropriação e em 34º lugar, na probabilidade do governo refutar um contrato.

Similar ao caso da lei das S.As., em 11/02/2005 o governo federal sancionou a lei 11.101, conhecida como a nova lei de falências. Também foi uma tentativa de trazer maior proteção para credores. Como importante inovação, a priorização dos credores no recebimento de créditos e a sua maior participação na recuperação judicial da empresa tendem a elevar o crédito da economia e reduzir o custo das dívidas. Além disso, esta lei introduziu uma série de instrumentos que buscam manter a continuidade dos negócios, o que gera benefícios para a sociedade, como a manutenção de empregos e de tributos. Utilizando informações contábeis de 569 empresas listadas na Bovespa, Sousa *et. alli* (2008) encontram evidências de que a nova lei de falências provocou mudanças na estrutura de capital destas empresas, elevando o coeficiente de endividamento tanto de curto quanto de longo prazo.

A despeito dos avanços obtidos com a reformulação do sistema e as inovações introduzidas pela nova lei de falências, o ambiente de resolução de conflitos e a qualidade das leis ainda são determinantes na existência de um mercado de crédito reduzido no país. Esta limitação reduz as possibilidades das empresas encontrarem *funding* para os seus projetos. Também gera a necessidade de introdução de outros mecanismos de controle corporativo: a concentração de propriedade ainda é um mecanismo dominante de governança, refletindo a dificuldade de se desenvolver formas alternativas de controle, pulverização e democratização do mercado de capitais.

2.3.1.3 - Disclosure

O debate sobre a necessidade das empresas prestarem esclarecimentos data do início das discussões sobre os problemas gerados pela separação da propriedade do controle. O processo de divulgação de informações é uma questão discutida no âmbito governança corporativa, pela informação ser um importante instrumento a reduzir a assimetrias, mitigando conflitos de interesses. A obtenção de informações relevantes

com regularidade é um direito do acionista, que consta nos princípios de governança corporativa propostos pela OCDE³⁶. A transparência é um dos 4 princípios básicos que orientam as práticas de governança corporativa propostas pelo IBGC. A qualidade das informações repassadas pelas empresas é, então, fundamental para o desenvolvimento dos mercados de capitais e de crédito. Existem diversas maneiras de as empresas prestarem esclarecimentos. Algumas são mandatórias e outras voluntárias.

A forma usual de comunicação é a publicação obrigatória de balanços auditados. O problema com este tipo de informação é que a parte informante possui, algumas vezes, interesses difusos na notícia publicada. Uma forma de minimizar este problema é através da *disclosure voluntária*, que permite ao administrador esclarecer e antecipar informações sobre a empresa, reduzindo incertezas e riscos. São três as formas usuais de se divulgar informações voluntárias: os comunicados ao mercado, as previsões da administração e as conferências. Existem também informações fornecidas por terceiros, como analistas financeiros e imprensa especializada. Basicamente, existem três diferentes tipos de efeitos benéficos para as firmas que transformam a *disclosure voluntária*³⁷ em prática habitual: aumento na liquidez de suas ações, redução no custo de capital e redução no custo da aquisição da informação (Healy e Papelu, 2001).

Assim, a relação entre governança corporativa e *disclosure* é estreita, com diversos mecanismos de controle corporativo associados à *disclosure*. A estrutura de propriedade e o conselho de administração também podem afetar a qualidade e a transparência das informações prestadas pelas empresas. Eng & Mak (2003) encontram uma relação negativa entre a proporção de ações mantidas por administradores e a *disclosure*: firmas maiores, com maior participação do governo, maior independência do conselho de administração e mais alavancadas, possuem maior transparência. Não existem evidências da relação entre a concentração de propriedade e *disclosure*³⁸.

No Brasil, a *disclosure* é regulamentada basicamente pela instrução 202/93 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os artigos 16º e 17º tratam das informações obrigatórias a serem prestadas pelas empresas e os artigos 8º e 9º apresentam as informações relevantes, que são facultadas às empresas prestarem ou não. Uma iniciativa importante, no mercado de capitais brasileiro, é a possibilidade das firmas

³⁶ Disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>. Acesso em 02/02/2010.

³⁷ Healy e Papelu (2001) também alertam para a possibilidade de endogeneidade na *disclosure* voluntária, uma vez que esta ocorre simultaneamente com mudanças em dados econômicos e de governança das firmas.

³⁸ A amostra utilizada pelos autores é de 158 firmas financeiras e não-financeiras listadas na Bolsa de Cingapura.

aderirem de forma voluntária, a práticas mais elevadas de governança corporativa. Na BOVESPA para que a empresa acesse este novo mercado, ela deve assinar um contrato, comprometendo-se obedecer a determinadas regras de governança. Suas ações passam a ser negociadas diferenciando-a das demais, quanto à qualidade da sua gestão. Existem três níveis possíveis de adesão: o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado³⁹. Grande parte das regras estabelecidas para a adesão é associada ao aumento e à melhoria das práticas contábeis, da transparência e das informações apresentadas pelas empresas, ou seja, um aumento no comprometimento com a *disclosure*⁴⁰. Carvalho (2003) analisa 22 empresas que se comprometeram com estas práticas e migraram para níveis mais elevados governança, entre janeiro de 2001 e julho de 2002. Os resultados indicam que esta migração é positivamente associada com a elevação no valor das ações.

Existem diversos estudos que estabelecem comparações internacionais entre a qualidade das informações prestadas por empresas. Neles, o Brasil ocupa, no máximo, uma posição intermediária, indicando que a prática ainda deve sofrer avanços⁴¹ no país. As melhorias passam por adequações nos padrões de contabilidade, pelo aumento da transparência e a maior difusão da prática da *disclosure* voluntária. Existem ações em curso no sentido de se reduzir estas deficiências. É de se esperar que, com a pulverização do capital das empresas, a adesão a níveis mais elevados de governança e o aumento da capacidade, qualificação e independência dos conselhos de administração e fiscal, a *disclosure* atinja padrões mais elevados. Passo importante neste sentido foi a sanção da lei 11.638 de 28/12/2007, alterando a lei 6.404, que procura harmonizar as práticas contábeis brasileiras com aquelas praticadas nos principais mercados mundiais, baseadas nas normas emitidas pelo *International Accounting Standards Board (IASB)*.

2.3.2 - Estrutura de Propriedade

A literatura tradicional que trata dos problemas associados à separação entre propriedade e controle possui como pano de fundo o modelo anglo-saxão da *common Law*, no qual as empresas apresentam controle difuso com o capital diluído entre um extenso número de pequenos acionistas. Neste caso, o problema de agência mais relevante é o existente entre acionistas e administradores. A estrutura de propriedade

³⁹ Esta iniciativa segue o modelo do *Neue Markt* da Alemanha.

⁴⁰ Carvalho (2003) apresenta as regras para a adesão a estes mercados.

⁴¹ Ver La Porta *et. alli* (1996), Patel *et. alli* (2002) e Silva e Alves (2004).

das empresas brasileiras pode ser caracterizada por uma elevada concentração de propriedade, muitas vezes em uma família, e de uma estrutura de capital complexa com a ampla incidência de esquemas-pirâmide e desvios de direitos⁴², nos quais os controladores procuram manter o poder decisório, ainda que não possuam fração correspondente do capital total. Isto aproxima o Brasil do modelo francês da *Civil Law*, deslocando o problema de agência dos conflitos entre acionistas e administradores, para os conflitos existentes entre acionistas majoritários e minoritários⁴³.

A literatura brasileira sobre estrutura de capital buscou discutir o assunto através de duas estratégias distintas. Um grupo buscou analisar a importância da origem do capital, perfil de endividamento e existência de desvios de direitos sobre a estrutura de capital e procurou detectar sua presença nas empresas brasileiras. Outro grupo procurou efetuar análises empíricas sobre os determinantes da estrutura de capital a partir do balanço das empresas. A seguir destacaremos os principais resultados da literatura.

Quanto à origem do capital, a literatura divide as empresas entre capital nacional (privado ou público), estrangeiro ou misto⁴⁴. A questão relevante a ser discutida é se a origem do capital oferece garantias ao investidor, melhorando a governança no país. Utilizando uma amostra de 110 firmas nacionais de capital aberto e não-financeiras no período entre 1995 e 2001, Brito e Lima (2005) encontraram evidências de que a origem do controlador⁴⁵ é uma variável relevante: empresas de capital privado nacional

⁴² Pela legislação brasileira, uma empresa que abra seu capital pode compô-lo com até 50% de ações preferenciais sem direito a voto, permitido que seja controlada por quem deter 50% mais uma das ações ordinárias, ou seja, em torno de 25% do capital total.

⁴³ Estudos efetuados por Valadares e Leal (2000), Carvalho *et. alli* (2000) e Aldrighi & Neto (2005) com empresas listadas na BOVESPA e CVM ajudam a caracterizar o perfil das companhias abertas brasileiras, quanto à concentração de propriedade, desvios de direitos e presença de esquemas-pirâmide. Em 1996, das 325 empresas analisadas, 203 (62,5%) possuíam acionista majoritário. Das 203, em 166 (81,8%) foi constatada a presença de esquemas-pirâmide. Além disto, o acionista majoritário possuía 74% do capital votante e 51% do capital total. Em 1998, em 225 empresas estudadas, 155 possuíam acionistas majoritário (69%), que possuíam 74% do capital votante e 53% do capital total. Foi constatado esquema-pirâmide em 78,1%, das 155. Em 2001, 502 possuíam acionista controlador, em 602 pesquisadas (83,39%). Excluindo-se acordos de acionistas, o acionista último possuía 69,05% dos votos. Existia esquema-pirâmide em 410 empresas da amostra (68,11%). Estes estudos ressaltam que a concentração de propriedade não é necessariamente ruim: os resultados indicam que o retorno das empresas, com este tipo de arranjo, é superior ao das demais.

⁴⁴ Nesta definição, a empresa não possui mais de 50% das ações com direito a voto nem sob propriedade de nacionais, nem de estrangeiros.

⁴⁵ Os autores dividem a Teoria da Estrutura de Capital em duas correntes teóricas: a de *trade-off*, que considera que as empresas combinam dívidas e recursos próprios, aonde a alavancagem ótima depende de uma ponderação dos custos e benefícios da aplicação dos recursos. E a da *pecking order*, na qual em um ambiente de informação assimétrica, os custos de financiamento por terceiros sempre extrapolam os benefícios.

endividam-se mais e o perfil desta dívida é de curto prazo⁴⁶. O endividamento possui uma relação positiva com a tangibilidade⁴⁷ e o crescimento e uma relação negativa com a rentabilidade. O risco⁴⁸ é negativamente associado à dívida de longo prazo.

Outro tema são os efeitos do endividamento sobre o valor da firma. As empresas são divididas em 3 grupos conforme o perfil de sua dívida: o primeiro, daquelas que mantêm uma meta de endividamento que maximiza o seu valor (*trade-off theory*). O segundo, das que escolhem um perfil de endividamento de acordo com a *pecking order theory* e o terceiro das que agem de forma oportuna, captando recursos quando boas oportunidades aparecem, sem se preocupar com uma hierarquia de preferências ou metas de endividamento. Ao analisar 161 empresas, Eid Jr. (1996) encontra que 47% agem com oportunismo, 40% segundo a *pecking order* e 13% mantendo uma meta de endividamento. Moreira e Puga (2001) traçam o perfil do endividamento de 4.312 firmas industriais, de capital aberto ou fechado, no período entre 1995 e 1997. Os autores encontram evidências de um padrão que segue a *pecking order*: 54% das empresas dependem primordialmente da retenção de lucros para financiarem o seu crescimento, 25% de emissão de dívida e 21% de emissão de ações. Procianny e Schnorrenberger (2007) encontram evidências que a concentração de propriedade e o aumento do lucro reduzem o endividamento das empresas, enquanto o aumento de seu tamanho eleva o endividamento.

A literatura considera os desvios de direitos uma medida de expropriação dos direitos dos acionistas minoritários pelos majoritários. Os direitos de fluxo de caixa são representados pela participação no capital total da empresa (propriedade de ações com e sem direito a voto), enquanto os direitos de controle são representados pela participação no capital votante. Na amostra de 602 empresas de Aldrighi e Neto (2005), os direitos de fluxo de caixa do acionista majoritário eram de 52,64% enquanto os direitos de controle eram de 76,94%, implicando em um desvio médio de direitos de 24,30%. Desvios de direito ocorriam em 80,56% das empresas analisadas. 66,94% das empresas emitiram ações sem direito a voto. Esta classe de ações representava 32,38% do capital

⁴⁶ A medida para o endividamento utilizado é a contábil, dada pela diferença entre os investimentos e os lucros retidos.

⁴⁷ A tangibilidade é a relação entre o imobilizado e estoques com o ativo total. Refere-se à relação entre os bens duráveis e todos os bens da empresa.

⁴⁸ O risco é dado por uma medida de volatilidade do EBTIDA: a relação entre o desvio-padrão e o seu valor médio.

total, sendo a forma mais comum de desvios de direitos⁴⁹. Silveira *et. alli* (2007) encontram evidências de relação negativa entre os desvios e o valor da firma.

Gomes e Leal (2000), Procianny e Kramer (2000), Perobelli e Famá (2002) e Fonseca *et. alli* (2009) realizam estudos empíricos dos determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras. Os trabalhos baseiam-se na hipótese das firmas decidirem o seu nível de endividamento e, conseqüentemente, sua estrutura de capital a partir do custo de oportunidade do uso das diferentes fontes de financiamento. De forma geral, os estudos indicam o padrão da *pecking order theory*: as empresas usam recursos próprios para financiar investimentos e operações, uma vez que o endividamento é negativamente associado à lucratividade e a rentabilidade do negócio. Quando o fluxo de caixa não permite o financiamento buscam o uso de recursos de terceiros. Entretanto, quando a percepção dos agentes indica que a alavancagem é excessiva procuram elevar o percentual de capital próprio na estrutura, com a emissão de ações. Também existem evidências que as variáveis externas como a variação percentual do PIB, a SELIC e o câmbio afetam a decisão de financiamento. Por fim, variáveis financeiras como tangibilidade, tamanho, falência, rentabilidade, liquidez e *non debt-tax shielded* (depreciação e amortização acumuladas) possuem significância na explicação da estrutura de capital da firma.

Os resultados, entretanto, são inconclusos. Isto sugere a necessidade de outros estudos ou o emprego de outras metodologias. Por um lado, alguns resultados corroboram as teorias que advogam a importância da estrutura de capital. Dentre os mais importantes, podemos destacar a relação negativa entre endividamento e rentabilidade, lucratividade e tamanho das empresas e sua relação positiva com a tangibilidade. Por outro lado, a irrelevância de diversas variáveis na explicação do endividamento corrobora a hipótese proposta por Modigliani e Miller (1958).

2.3.3 - Mecanismos de Controle Corporativo

Existem efeitos positivos e negativos da concentração de propriedade nas empresas brasileiras. Como positivo, o *efeito-incentivo* ocorre porque grandes acionistas possuem maiores incentivos para coletar informações e monitorar administradores.

⁴⁹ Um resultado interessante indicado pelos autores é que as empresas que não possuíam ações sem direito a voto no seu capital social apresentaram maiores retornos sobre o capital próprio do que aquelas que possuíam.

Como negativo, o *efeito-entricheiramento* ocorre porque grandes acionistas podem buscar benefícios pessoais em detrimento do valor da firma (Silveira *et. alli*, 2007).

A concentração de propriedade também elimina, ou diminui a força, de um importante mecanismo de controle corporativo: a possibilidade de aquisição hostil via mercado acionário. A limitação de *takeovers* insere uma importante diferença no comportamento dos administradores: a inexistência de ameaça crível de troca de controle reduz a possibilidade de perda do emprego e a importância do monitoramento externo do desempenho. Assim, é o monitoramento interno exercido por acionistas e credores que acompanha o desempenho e, conseqüentemente, influencia o *turnover*.

A concentração de propriedade traz a tona, portanto, a discussão sobre a necessidade de se inserir mecanismos de controle corporativo, que minimizem a possibilidade de expropriação de direitos dos acionistas minoritários. Estes mecanismos podem ser externos ou internos à firma. Entre os externos, o mais importante é o controle pelo mercado de capitais. Dentre os internos, destacam-se o conselho fiscal e o conselho de administração. A seguir estes mecanismos serão analisados.

2.3.3.1 - Mecanismos Internos de Controle Corporativo

Segundo o IBGC (2009), o Conselho de Administração é o órgão colegiado responsável pelo direcionamento estratégico da corporação. Seu papel é ser o elo entre proprietários e gestores, zelando pela relação destes últimos com as demais partes interessadas e pelo sistema de governança da instituição. Deve atuar de forma independente, tomando decisões no melhor benefício da organização. A participação de conselheiros independentes dos acionistas controladores é importante para as decisões de planejamento estratégico. Outra característica importante para a independência é a separação do principal executivo do presidente do conselho.

No Brasil, entretanto, esta participação ainda é baixa. Dutra e Saito (2007) traçam um perfil do Conselho de Administração para 142 empresas de capital aberto, que apresentaram informações sobre o Conselho à CVM em 1999. Do total de 1.058 conselheiros, 49% pertenciam ao grupo ou família controladora, 10% participavam simultaneamente do conselho e da direção da empresa, 20% possuíam algum histórico anterior de relacionamento com a empresa ou outra parte interessada e 21% eram independentes, sem ligação aparente com a companhia ou com os seus controladores.

Existem mecanismos na legislação brasileira que permitem representatividade aos acionistas minoritários, levando certa independência aos conselheiros. A lei 6.404

previa mecanismos que facilitariam aos acionistas de fora do bloco controlador ter representatividade no Conselho de Administração. A lei estabelecia, no parágrafo 4 do artigo 141, que os acionistas com 20% dos direitos de voto poderiam eleger um membro, desde que o número de membros fosse inferior a cinco. Dutra e Saito (2007) destacam que a existência deste mecanismo não resultou em uma composição diferenciada dos conselhos, sugerindo o baixo interesse dos minoritários em participarem das assembleias ou a dificuldade da implementação do mecanismo de *proxy voting*, que permitiria a delegação do direito de voto de forma célere. Posteriormente, as modificações da lei 10.303 facilitaram a representatividade dos minoritários ao permitir que, excluindo-se o acionista controlador, os acionistas que representassem no mínimo 15% do total de ações com direito a voto ou 10% do capital social total poderão eleger, na assembleia geral, um membro do conselho e seu suplente. Novos estudos são necessários para verificar se as modificações introduzidas pela lei 10.303 elevaram ou não a representatividade dos minoritários.

Outra função importante exercida pelo Conselho de Administração é o monitoramento dos executivos. O Conselho deve decidir sobre a sua troca, quando necessário. Mellone Jr. e Saito (2004) e Mendes-da-Silva e Moraes (2006) analisam os determinantes da substituição em companhias brasileiras de capital aberto. Os estudos indicam que existe relação entre desempenho e o *turnover* de membros da diretoria, mas não existe relação entre a substituição do principal executivo e os resultados apresentados. Além disso, em empresas nas quais o presidente executivo também exerce o cargo de presidente do Conselho de Administração o *turnover* é menor.

Outro mecanismo de controle interno utilizado pelas sociedades abertas é o Conselho Fiscal. Sua instalação e funcionamento são estabelecidos pelos artigos 161 a 165 da lei 6.404, com as posteriores modificações da lei 10.303. Possui de três a cinco membros e pode ser instalado de forma permanente ou provisória, quando solicitado por acionistas que representem 0,1% do capital total ou 5% do capital com direito a voto. Neste caso, permanecerá instalado até a próxima assembleia geral. Entre suas atribuições aparecem a fiscalização dos atos dos administradores, a emissão de parecer sobre o relatório anual da administração, sobre propostas de órgãos da administração e sobre as demonstrações financeiras da companhia, além de denunciar à assembleia geral erros, fraudes ou crimes da administração.

Dada sua natureza fiscalizadora o Conselho é instalado, usualmente, quando existe algum conflito dos executivos com o Conselho de Administração. Escuder e

Tinoco (2008) efetuaram uma pesquisa com 150 conselheiros de 65 empresas listadas nos níveis 1, 2 e novo mercado da Bovespa: 21 não possuíam conselho instalado e, das restantes, apenas 40 conselheiros responderam ao questionário enviado. Os autores estavam interessados na percepção dos conselheiros quanto à adoção de boas práticas de governança e quanto a importância do seu trabalho para a criação de valor para o acionista. Os autores detectaram relações conflitantes entre os conselhos de administração e fiscal e a existência da percepção dos conselheiros que o seu trabalho gera valor para o acionista. Neste caso, mais pesquisas são necessárias para se entender as correlações entre a atuação do Conselho Fiscal e os resultados da empresa.

2.3.3.2 - Mecanismos Externos de Controle Corporativo

Dentre os mecanismos externos, o de presença mais importante no Brasil é o controle exercido pelo mercado de capitais. O mecanismo é caracterizado por ser de adesão voluntária. As empresas aderem com o último sentido de elevar seu valor de mercado. Tanto a adesão a níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) na BM&FBOVESPA, quanto o acesso ao mercado de capitais americano, através da emissão de *American Depositary Receipts* (ADR's), implicam na adoção de práticas que aumentam a transparência na divulgação de informações, em melhorias na gestão e no cumprimento de determinadas regras que visam assegurar direitos aos minoritários. Por exemplo, o acesso ao mercado americano implica na adesão às práticas contábeis do *International Financial Reporting Standards* (IFRS) e na adequação às exigências da SOX. A adesão ao novo mercado na BM&FBOVESPA implica na garantia de *tag along*⁵⁰ para os minoritários, em caso de mudança no controle de capital.

Rogers e Ribeiro (2006), Lameira *et. alli* (2007a e 2007b) analisaram se a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa implicou em alguma mudança no valor da empresa. De forma geral, os resultados indicaram que as empresas constantes do Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC)⁵¹ da BM&FBOVESPA apresentaram *performance* diferenciada, em relação a empresas constantes em outros índices da Bolsa de Valores. Também existem evidências de melhoria de *performance* para as empresas que emitiram ADR's. A emissão eleva o

⁵⁰ O *tag along* é um mecanismo que dá aos acionistas minoritários o direito de vender suas ações por ao menos 80% do preço pago aos controladores, em casos de mudança do controle acionário. Está previsto no artigo 254-A da lei 10.303.

⁵¹ O IGC tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da BM&FBOVESPA.

valor da empresa, medido pelo *Q de Tobin*⁵². Por fim, empresas listadas no IGC tiveram sua percepção de risco melhorada, reduzindo os custos de capital.

Em resumo, o objetivo deste capítulo foi avaliar o sistema de governança corporativa brasileiro das empresas não-financeiras. O sistema pode ser caracterizado através de três dimensões principais: a primeira é o relacionamento entre as partes interessadas. Sob este aspecto, ainda existem deficiências no país, mas a base legal vem sendo aperfeiçoada ao longo dos últimos anos, na tentativa de se minimizar os riscos de expropriação e desvios de direitos em favor de grandes acionistas. Tanto o *enforcement*, quanto a *disclosure* ainda são deficientes, mas também passam por um processo de aperfeiçoamento. Exemplos desta evolução é a nova lei de falências e a adesão de várias empresa a níveis diferenciados de governança na BM&FBOVESPA, implicando em maior transparência nas informações prestadas. Apesar das impressões iniciais serem animadoras, ainda é cedo para se afirmar que este novo ambiente institucional será favorável para a democratização do crédito, o aumento do uso da bolsa de valores como forma de captação de recursos e, conseqüentemente, elevação do investimento de longo prazo. Na segunda dimensão, a estrutura de propriedade apresenta ações com direito a voto com elevada concentração de propriedade, parte significativa do capital composto por ações sem direito a voto, predominância do controle familiar nas empresas, com sobreposição entre propriedade e gestão, não reconhecimento dos interesses dos acionistas minoritários sendo esta, talvez, a dimensão que o país precisa passar por maiores transformações para a efetiva democratização do mercado de capitais e do crédito de longo prazo. Por último, a difusão dos mecanismos de controle corporativo ainda está em estágio inicial no país. Os Conselhos de Administração ainda são caracterizados pela informalidade, sem divisão de papel definida com a diretoria e compostos por um percentual elevado de conselheiros ligados ao controlador. Os conselhos fiscais ainda são raros e, quando existem, são temporários, podendo ser desativados a cada assembleia de acionistas. O uso efetivo do mercado de capitais como fonte de financiamento passa pelo fortalecimento destes conselhos.

⁵² O Q de Tobin é uma medida de valor da empresa, dada pela relação entre o valor de mercado de seus ativos e o seu valor contábil. Se o valor de Q for maior que 1, o preço de mercado da firma é maior que seu custo de reposição do capital, incentivando uma elevação no investimento.

CAPÍTULO 3 – SISTEMA DE GOVERNANÇA CORPORATIVO NO SISTEMA BANCÁRIO

A discussão sobre os sistemas de governança corporativa do sistema bancário desperta interesse cada vez maior na literatura. As semelhanças e diferenças em relação às firmas não financeiras, a magnitude dos problemas típicos de governança no setor e a forma como eles são mitigados são questões importantes e cada vez mais debatidas. Apesar deste aumento de interesse, o número de estudos sobre governança no sistema bancário ainda não é elevado. O estudo da governança em bancos justifica-se por, ao menos, cinco razões.

Em primeiro lugar, a atividade bancária em uma economia monetária, na qual existe incerteza, é totalmente distinta da atividade das empresas não-financeiras. Um aumento da incerteza eleva a preferência pela liquidez dos agentes, estimulando-os a reter moeda, provocando retração na demanda e desemprego. Como outros agentes, bancos também possuem preferência pela liquidez (Carvalho, 2007a). Esta preferência pela liquidez determinará a sua estratégia de balanço. Ao receber um depósito, o sistema bancário aplicará aquele recurso em algum ativo. Se este gerará produção e emprego, ou não, dependerá do tipo de aplicação. Bancos, então, não acomodam passivamente a demanda por crédito, mas comparam retornos esperados e prêmios de liquidez de todos os ativos disponíveis para a aquisição antes de efetivamente alocarem os recursos. Esta estratégia pode ter conseqüências para o ciclo econômico. Uma economia em expansão requer um aumento das aplicações em financiamentos produtivos. Acontece que este aumento, estimulado pela maior perspectiva de lucros, eleva a exposição do banco a riscos de “iliquidez”. O fim da expansão e início da retração ocorrerá quando os bancos chegarem ao limite da sua exposição a este tipo de ativo e tentarem retornar para posições mais líquidas (Carvalho, 2007a). Assim, a expansão ou retração da atividade econômica e, conseqüentemente, da demanda agregada dependerá da política dos bancos (Carvalho, 2006). Eficácia, transparência e estabilidade nesta política estão associadas à governança e são primordiais para o desenvolvimento econômico.

Em segundo lugar, a existência de outros meios de financiamento da atividade produtiva, alternativos ao financiamento bancário, seja a colocação de títulos, seja a emissão de ações, está na origem das discussões sobre governança e possuem impactos na política monetária. A capacidade de bancos criarem meios de pagamento a partir dos depósitos à vista os transforma em elemento chave desta política. Outras formas de

financiamento diminuem a importância da intermediação financeira, impactando a política monetária: o financiamento, nestes casos, não cria meios de pagamento (Carvalho, 2006). Entender a governança bancária, portanto, contribui para o entendimento do papel dos bancos no financiamento empresarial e para o entendimento dos efeitos da política monetária sobre o desenvolvimento econômico.

Em terceiro lugar, a base legal do sistema bancário é distinta daquela das empresas não bancárias. No caso do Brasil, as leis 6.385 e 6.404, que dispõem sobre a atuação da CVM e das companhias abertas, são posteriores à lei 4.595 de 31/12/1964, que dispõe sobre o Sistema Financeiro Nacional. As diferenças na base legal, dada a sua importância para a governança, particularizam a atuação dos bancos, também justificando um estudo em separado do setor.

Em quarto lugar, bancos atuam em um ambiente regulado, distinto daquele das empresas não-financeiras. A supervisão exercida pela autoridade monetária limita a atuação destas instituições, os serviços prestados e a sua alavancagem. Além disso, a autoridade monetária estabelece o tipo e a qualidade das informações a serem apresentadas. No caso brasileiro, além de apresentar balanços nos padrões das empresas não-financeiras, o sistema bancário apresenta um padrão de contabilidade distinto. O plano contábil das instituições financeiras (COSIF) foi implantado com o objetivo de facilitar o acompanhamento, a análise, a avaliação do desempenho das instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional. Entender o papel da regulação e da supervisão bancária e onde ela se substitui ou complementa a governança é relevante para o entendimento da gestão bancária.

Em quinto lugar, a securitização e o desenvolvimento do mercado de derivativos tem provocado mudanças estruturais na atividade bancária. Por um lado, a securitização dos empréstimos diminui a exposição ao risco destas instituições, tornando mais líquidos ativos que, anteriormente, possuíam um baixo prêmio de liquidez. Por outro lado, o desenvolvimento de instrumentos derivativos reduz os riscos associados a uma determinada carteira, aumentando a previsibilidade dos retornos dos ativos (Carvalho, 2007a). É objeto do estudo da governança entender como, e se, estas transformações estão refletidas em mudanças na alocação de recursos e na estrutura de capital das instituições financeiras.

Todas estas peculiaridades justificam, portanto, a análise em separado dos sistemas de governança corporativa no setor bancário. O objetivo deste capítulo é realizar esta análise para o sistema de governança corporativo do sistema bancário

brasileiro. Na seção 3.1 é efetuada uma breve discussão dos principais sistemas de governança corporativa das economias desenvolvidas: Estados Unidos, Alemanha e Japão. Na seção 3.2 é realizada a caracterização do sistema de governança do sistema bancário brasileiro, com a mesma metodologia empregada no capítulo anterior: na subseção 3.2.1, a relação entre as partes interessadas, na subseção 3.2.2, a sua estrutura de propriedade e na subseção 3.2.3, os mecanismos de controle corporativo.

3.1 - Sistemas de Governança Corporativa do Sistema Bancário

Nos Estados Unidos, as principais diferenças entre o sistema de governança de firmas não bancárias e bancárias podem ser entendidas por meio da análise do papel exercido pela regulação. A regulação introduz restrições à aquisição de bancos por instituições não-financeiras tanto em nível federal, quanto em estadual. Mesmo as aquisições por outras instituições financeiras demandam mais tempo e recursos do que em outros setores da economia. Estas restrições diminuem a probabilidade e credibilidade da ocorrência de aquisições hostis que, usualmente, necessitam ocorrer de forma rápida e repentina, diminuindo a força deste mecanismo como disciplinador dos administradores. A regulação também afeta a estrutura de propriedade dos bancos, uma vez que limita a possibilidade de participação de grandes investidores. Na proporção em que o ambiente regulatório restringe grandes participações, reduz a efetividade de outro mecanismo de controle corporativo: o monitoramento da *performance* dos gerentes por grandes acionistas. Importante instrumento introduzido pela regulação americana é o seguro depósito. Como qualquer outro seguro este também traz, implicitamente, incentivos para que o segurado assuma maiores riscos. No caso americano, entretanto, tal situação é amenizada por um prêmio de seguro que possui preço fixo. Este prêmio funciona como um subsídio para o banqueiro, que aumenta de valor quando o risco assumido diminui. De qualquer forma, o mecanismo distorce o mercado de financiamento de projetos, na medida em que diminui a probabilidade de um projeto ser financiado ou eleva a taxa de retorno necessária para sua viabilidade. Por fim, existem distorções na competição no mercado de produtos e reservas em alguns mercados, como o de emissão de certos tipos de títulos de débito (Prowse, 1997).

O sistema bancário alemão é composto por três tipos de instituições: bancos privados, bancos cooperativos e bancos públicos. Os bancos públicos forneceram, em 2010, aproximadamente 40% do crédito bancário. Os cinco maiores bancos privados,

que atuam em escala nacional, são os que possuem realmente representatividade e capital amplamente negociado em bolsa, permitindo a diversificação da propriedade e o acesso a pequenos investidores. A discussão na Alemanha deve, então, passar pelos problemas introduzidos pela propriedade governamental e a grande concentração de mercado. A propriedade pública cria distorções no mercado de crédito. Os fundos utilizados pelos bancos públicos, usualmente, possuem garantias do governo que podem distorcer os incentivos para a análise de crédito. Isto transforma o custo (prêmio de risco) independente da análise de risco. Esta característica é contrária à lógica por trás dos Acordos da Basileia, cuja regulação prevê que as instituições bancárias que assumirem maior risco, devem aplicar maiores prêmios de risco, aumentando o custo de utilização dos fundos. A concentração de mercado diminui a transparência e aumenta a possibilidade de cartelização do setor. Como consequência, esta estrutura conduz o sistema financeiro a não ser disciplinado nem pelo princípio de maximização do acionista, nem pelo ajuste de risco de mercado para empréstimos (Kregel, 1997).

O sistema de governança corporativa bancária japonês pode ser caracterizado pela análise da regulação prudencial e do papel dos acionistas na indústria. A regulação prudencial pode ser dividida em medidas *ex-ante*, que objetivam regular a competição, como a determinação da taxa de juros, barreiras a entrada, nichos e limites para empréstimos entre outras, e medidas *ex-post*, que objetivam estabelecer as regras para o uso de depósitos compulsórios e o papel do Banco Central como prestador de última instância. O ambiente regulatório implantado pelo governo tem por objetivo não apenas garantir a competição e a estabilidade do sistema, mas também funcionar como mecanismo de distribuição de renda e coordenação da política industrial. O conselho governamental coordena o nível de investimento financeiro das firmas, influenciando na alocação de recursos pela indústria bancária. Quanto ao papel dos acionistas, as ações dos grandes bancos são mantidas, principalmente, por outras firmas financeiras e não financeiras. Apenas uma pequena parte das ações é mantida por indivíduos. Além disto, o sistema bancário possui um elevado cruzamento de ações entre integrantes do “*main-bank system*”. O comportamento de firmas que possuem relacionamentos comerciais e de propriedade com os bancos não é motivado apenas pela taxa de retorno das ações, mas também por outros fatores como, por exemplo, a disponibilidade de empréstimos. Esta característica leva a duas consequências principais: em primeiro lugar, a liquidez não é suficiente para desenvolver um mercado de controle corporativo (efetivação de *takeovers*). Em segundo lugar, os gerentes possuem elevada independência seja por que

existem poucos acionistas minoritários, seja por que existam poucos diretores de fora do “*main-bank system*” (Teranish, 1997).

A estrutura hierárquica da empresa bancária japonesa também exerce um papel diferenciado. Os gerentes bancários estão inseridos em uma cultura que os levam a serem escolhidos pelos próprios empregados. Possuem um papel destacado na estrutura da economia japonesa, seja por monitorarem outras firmas, seja pela regulação especial à qual estão submetidos. Se por um lado, como mencionado anteriormente, a micro-estrutura japonesa permite que sejam relativamente independentes dos desejos dos acionistas, por outro lado são submetidos aos interesses de outros *stakeholders*. Neste contexto, os gerentes bancários podem ser caracterizados por uma menor preocupação com os lucros e preços das ações e uma maior preocupação com a expansão da escala de atividades de sua instituição. Esta motivação é baseada, em primeiro lugar, na necessidade de encontrarem outras oportunidades de trabalho para colegas do próprio banco. Em segundo lugar, pela necessidade de outras firmas proprietárias da instituição financeira expandirem seus serviços através do próprio banco e, em terceiro lugar, pelas próprias características do sistema econômico japonês, que incentiva os gerentes a expandirem a escala de suas operações através da abertura de agências e elevação do volume de depósitos⁵³ (Teranish, 1997).

3.2 – Sistema de Governança Corporativa do Sistema Bancário Brasileiro

Caracterizaremos agora a governança corporativa no sistema bancário brasileiro. A seção conta com três subseções. Na primeira, analisaremos a base institucional que rege o relacionamento entre as partes interessadas: a base legal, o *enforcement* destas leis e a divulgação das informações (*disclosure*). Na segunda, discutiremos a estrutura de capital do sistema bancário. Na última, analisaremos os mecanismos de controle corporativo e a sua relação com os resultados operacionais das instituições.

⁵³ O sistema regulatório japonês estabelece a política de abertura de agências, igualmente aplicada a todos os bancos, dependendo apenas da sua quantidade de depósitos. Isto gera um forte incentivo para os gerentes expandirem seu volume de depósitos contratando mais empregados com este propósito.

3.2.1 - Relacionamento com as Partes Interessadas

Na primeira seção discutiremos a base legal do sistema bancário, o *enforcement* praticado e os instrumentos disponíveis para ao seu efetivo exercício e a política de divulgação de informações (*disclosure*) das instituições.

3.2.1.1 - Base Legal

A construção do atual marco legal do Sistema Financeiro Nacional ocorreu durante o primeiro governo militar (1964-67), que sancionou diversas leis de modernização. As três principais foram: a 4.595, que dispõe sobre as políticas monetárias, bancárias e creditícias; a 4.380, que criou o Sistema Financeiro de Habitação; e a lei 4.728, que disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Entre as principais modificações introduzidas pela lei 4.595, destacam-se a criação do Banco Central do Brasil (BC) e do Conselho Monetário Nacional (CMN). Anteriormente a esta reformulação, as funções de autoridade monetária eram divididas entre a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) e o Banco do Brasil. Enquanto a SUMOC exercia a função normativa, o Banco do Brasil tinha a função executiva. O banco acumulava às suas funções de banco comercial e de fomento a de banqueiro do tesouro e de prestador de última instância do sistema bancário. A lei 4.380 criou o Banco Nacional de Habitação que se tornou agente de captação de poupança privada, através dos programas sociais PIS E PASEP. Posteriormente, a lei 9.514, de 20/11/1997, implantou nova diretriz para o crédito imobiliário no Brasil, buscando a desregulamentação do setor. Atualmente, com a liquidação do BNH, o sistema de habitação é integrado por bancos comerciais, múltiplos e caixas econômicas. A lei 4.728 estabeleceu o desenho institucional do mercado financeiro, delimitando as funções dos bancos comerciais, de investimento e de desenvolvimento. A lei viabilizou a canalização da poupança privada para o financiamento de investimentos e do tesouro. Esta modernização permitiu maior integração com o sistema financeiro internacional e o acesso a fontes de financiamento de médio e longo prazo (Resende, 1990).

Não obstante as instituições financeiras (de capital aberto) estarem sujeitas aos dispositivos das leis 6.404 e 10.303, a própria lei 4.595 cria alguns mecanismos que diferenciam estas empresas. Em primeiro lugar, o parágrafo 2 do art. 25 estabelece o limite de 50% para a emissão de ações preferenciais sem direito a voto. Apesar da

lei 10.303 ter estabelecido o mesmo limite para as não-financeiras, aquelas com capital aberto continuaram com a estrutura de capital existente. Este mecanismo introduziu no sistema bancário uma menor possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários: para o controle da instituição é necessário o mínimo de 25% do capital total, contra 17% para as empresas não-financeiras.

Além disso, a lei 4.595 concede ao BC diversos instrumentos que permitem o exercício do controle externo sobre as instituições, com efeitos sobre a governança corporativa: instituições estrangeiras poderão funcionar no país, apenas mediante autorização do BC (art. 18); a autoridade monetária, no exercício da fiscalização, regulará a concorrência coibindo abusos (art. 18); o BC deverá autorizar qualquer participação societária (art. 30); a nomeação de membros da diretoria, órgãos consultivos, fiscais e semelhantes deverá ser aprovada pela Autoridade Monetária (art. 32 e 33). A lei também regula, nos artigos 34 e 35, a relação entre as instituições e partes interessadas, vedando empréstimos e financiamentos à diretores e membros de conselhos e parentes até 2º grau destes; à pessoas físicas que participem em mais de 10% do seu capital; a pessoas jurídicas, que possuam mais de 10 % de participação nas instituições, seus diretores ou membros da administração, cônjuges ou parentes até 2º grau; a emissão de debêntures à partes beneficiárias.

O sistema financeiro nacional passou, ao longo dos anos, por outras modernizações e reestruturações suportadas por resoluções emitidas pelo BC/CMN e medidas provisórias, posteriormente transformadas em leis, emitidas pelo executivo federal. A partir de 1988 e, principalmente na década de 90, estas alterações normativas estabeleceram modificações na base legal no sentido de fortalecer o capital das instituições. Como consequência, alteraram a estrutura de capital. Os objetivos principais eram sanear, transferir o controle ou liquidar instituições deficitárias e preparar as instituições para atuar em um ambiente econômico no qual prevalecesse a estabilidade de preços e a concorrência bancária externa. As tabelas 1 e 2 apresentam as principais alterações normativas e de modernização do Sistema Financeiro Nacional.

Tabela 1. Resoluções BC / CMN sobre o Sistema Financeiro Nacional

Resolução	Ano	Objetivo
1524	1988	Criação de bancos múltiplos com no mínimo duas e no máximo quatro das funções de instituições financeiras: bancos comerciais, de investimento, de desenvolvimento, financeiras e instituições de poupança e empréstimo. Introdução do Plano Contábil das Instituições Financeiras (COSIF), unificando todas as funções das instituições em um mesmo plano contábil
2099	1994	Adesão ao Acordo da Basileia: estabeleceu os limites mínimos para a constituição de um banco e o limite mínimo de patrimônio líquido (8% dos ativos ponderados pelo risco).
2208	1995	Criação do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), com linha especial de assistência financeira para reorganizações administrativas, operacionais e societárias, que resultem em transferência de controle ou na modificação do objeto social da instituição.
2211	1995	Criação do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), com garantia de até R\$ 20 Mil por titular, para depósitos e aplicações, nos casos de liquidação extrajudicial, falência ou insolvência da instituição.

Fonte: Puga (1999)

Tabela 2. Medidas Provisórias do Executivo sobre o Sistema Financeiro Nacional

MP	Ano	Objetivo
1179 (Lei 9710 de 1998)	1995	Objetivo de resguardar a solvência e liquidez do sistema, através de incentivos fiscais e monetários nas reorganizações administrativas, societárias e operacionais das instituições.
1182 (Lei 9447 de 1997)	1995	Ampliou os poderes do BC sobre as instituições com problemas de liquidez e dispõe sobre as responsabilidades dos controladores e da auditoria contábil em casos de liquidação.
1514	1996	Criação do PROES. O objetivo foi estabelecer os mecanismos para a redução da presença do setor público estadual na atividade bancária. A ajuda federal seria de 100% do valor necessário, em casos de liquidação da instituição e de 50% nos casos de transferência do controle ou transformação da instituição em agência de fomento.

Fonte: Puga (1999)

3.2.1.2 - Enforcement

Os aspectos relacionados à capacidade das partes interessadas fazerem valer seus direitos é um dos tópicos da governança, no qual o setor bancário possui maiores diferenças, com as empresas não-financeiras. A própria lei que regula a recuperação judicial, extrajudicial e falência das empresas, a lei 11.101, não se aplica a instituições financeiras⁵⁴. A figura do credor também é distinta. Os principais credores de uma

54 Cabe ressaltar que, a lei 6.024 remete, em seu art. 34, ao decreto lei 7.661 de 21/06/1945, posteriormente revogado pela lei 11.101, para os casos que não couberem e não colidirem com os preceitos da lei. Assim, uma semelhança importante é a que se refere à priorização do recebimento. Neste aspecto, quando existirem ativos para cobrir as dívidas, após a intervenção extrajudicial, os avanços obtidos com a lei 11.101 foram importantes, no sentido de trazer maior segurança para os credores.

instituição bancária são os clientes, que efetuam depósitos na empresa, o que gera um tipo distinto de conflito de interesses: entre acionistas e depositantes. De fato, os dados contábeis disponibilizados pelo BC, em dezembro de 2008, indicam que os depósitos representavam 45,15% do passivo total das 101 instituições financeiras constantes do consolidado bancário I⁵⁵. Assim, o problema de insolvência de uma instituição, afeta a poupança de grande número de pessoas, tornando-se uma questão social e da economia popular. Caso o problema contagie o desempenho de outras instituições, pode gerar uma crise bancária, afetando a capacidade de realização de investimentos da sociedade.

Medidas mitigadoras do risco de insolvência, então, são tomadas em todos os países, através da regulação e supervisão do sistema financeiro e da criação de mecanismos, que minimizem os efeitos da instituição problemática sobre o sistema. Entre os principais instrumentos, que caracterizam uma rede de segurança bancária, estão os seguintes: a necessidade de licenciamento, com a imposição de critérios mínimos, para o funcionamento das instituições; o uso de regras prudenciais na prática bancária; a supervisão e fiscalização; a existência da assistência financeira de liquidez (redescoto); os mecanismos de intervenção e liquidação; e a presença de seguro depósito (Lundberg, 1999a).

Com isso, ao imputar a responsabilidade sobre a supervisão bancária à Autoridade Monetária, a legislação dotou-a com poderes para sanear instituições, decretando *regimes especiais*. No caso das instituições financeiras são três, os tipos de regimes: a intervenção e a liquidação extrajudicial, cujo amparo legal é a lei 6.024, de 1974, e o regime de administração especial temporária (RAET), cujo amparo legal é o decreto-lei 2.321, de 1987. No caso do Sistema Financeiro, portanto, não se trata da falência das instituições, mas, quando for o caso, e de acordo com a avaliação do supervisor, de sua liquidação. Segundo o próprio BC⁵⁶, na intervenção, a autoridade monetária nomeia o interventor, que assume a responsabilidade de administrar a instituição. As atividades normais são suspensas, os dirigentes são destituídos e o seu objetivo é evitar o agravamento de irregularidades e o risco de perda patrimonial. O RAET é uma intervenção que não suspende as atividades da empresa, mas destitui os dirigentes, e objetiva a retomada das atividades normais. A liquidação extrajudicial

⁵⁵ O consolidado bancário I é composto pelas instituições financeiras tipo banco comercial, múltiplo com carteira comercial e caixa econômica, que integrem ou não um conglomerado financeiro. Os dados estão disponíveis em www.bcb.gov.br.

⁵⁶ Disponível em <http://www.bcb.gov.br/htms/livrosfn.asp?idpai=artregesp>.

destina-se a extinção da empresa e objetiva a venda dos ativos, para pagamento de credores, e a eventual responsabilização dos controladores, pelo passivo a descoberto.

Na prática, entretanto, apenas as pequenas instituições financeiras são liquidadas. A liquidação de um grande banco pode trazer impactos significativos na confiança do sistema, o que dificulta o processo (*too big to fail*). Nestes casos, é mais provável que a autoridade monetária preste auxílio aos grandes bancos, mesmo que esta não seja uma política explícita. A presença desta possibilidade causa dois problemas principais: primeiro, diminui a disciplina dos administradores, podendo levá-los a alocar recursos em ativos mais arriscados e segundo, reduz os incentivos para que depositantes e investidores monitorem as empresas (Barth *et alli*, 2007). Logo, dada a responsabilidade da autoridade monetária, sobre a estabilidade do sistema financeiro, seu papel na supervisão bancária, na administração dos mecanismos de seguro depósito e na própria política monetária, a discussão sobre o *enforcement* no sistema financeiro está associada à atuação do BC, no saneamento e na estabilidade do sistema.

No que se refere ao saneamento do sistema, foram dois modelos de atuação utilizados pela autoridade monetária, após a sanção da lei 6.024. O primeiro deles, que vigorou entre 1974 e 1988, empregava recursos públicos, da reserva monetária, sob administração do BC (basicamente o Imposto sobre Operações Financeiras - IOF), na recomposição do patrimônio da instituição. O BC também assumia o passivo, em regime especial, e podia, de acordo com a sua própria avaliação, utilizar os recursos governamentais, para cobrir o débito total ou parcial de qualquer credor. O problema neste modelo estava na capacidade do BC, de fazer com que os recursos retornassem para os cofres públicos. Além disso, a instituição estava sujeita a críticas, dada a ampla proteção governamental, concedida a alguns banqueiros, e a falta de punição pelas irregularidades cometidas. O segundo modelo tornou-se viável, a partir da promulgação da constituição de 1988. A carta refletiu a demanda da sociedade por maior transparência, durante o processo de saneamento e também introduziu a discussão sobre a necessidade de criar-se algum mecanismo de seguro depósito, sem a presença de recursos públicos, para uso em caso de regimes especiais. Concomitantemente, transferiu os recursos do IOF, da reserva monetária, para o Tesouro Nacional (art. 192). A primeira iniciativa, em direção ao novo modelo, foi a adaptação das instituições às exigências de capital, decorrentes da adesão do Brasil ao Acordo da Basiléia. A rigidez da nova regra, associada à perda de receita inflacionária e a crise financeira de 1995, fez o governo adotar um conjunto de medidas, que ficou conhecida como PROER. Duas

das mais importantes foram o fortalecimento da atuação do BC, no uso do modelo de cisão (*good bank / bad bank*) e a criação de um seguro depósito, privado: o Fundo Garantidor de Créditos (FGC). No modelo de cisão, o BC concede poderes ao interventor para transferir bens, obrigações e direitos, alienar ou ceder bens e direitos, acordar a assunção de obrigações e reorganizar a sociedade. Este poder é fundamental para separar a parte ruim (*bad bank*) da parte boa (*good bank*), para a posterior transferência desta última, para um novo controlador. Além disso, a atuação procura preservar os direitos dos depositantes, através do FGC. O FGC é uma associação de direito privado, sem fins lucrativos, de adesão compulsória, cujo objetivo é dar cobertura a depósitos e aplicações de instituições participantes (Lundberg, 1999b).

Se em um primeiro momento, o FGC foi fundamental para o saneamento do sistema, economizando recursos públicos, após esta fase, o Fundo continua tendo um papel relevante, na sua estabilidade. Após sua criação, em 1995, 25 bancos passaram pelo regime especial, dos quais, 13 foram decretadas falências, 10 foram liquidados, 1 foi incorporado e 1 trocou o objeto social. Foram utilizados R\$ 3,66 bilhões⁵⁷ de recursos, na cobertura de depositantes. O valor recuperado pelo fundo é baixo: aproximadamente 0,04% do total. Cerca de 4,15 milhões de clientes foram beneficiados pelo seguro. Este papel saneador durou até 2004. Desde então, o fundo continua a existir, como uma ferramenta importante para a estabilidade do sistema. Resoluções do BC efetuaram alterações, com o intuito de refletir esta nova realidade. A 3.251, de 2004, alterou e consolidou o regulamento e o estatuto do FGC. Entre as principais modificações destacam-se: a ampliação da cobertura, com a inclusão de depósitos em conta corrente, de depósito para investimento e letras de crédito imobiliário; a inclusão explícita do direito à garantia de crédito, a todos os depositantes e investidores das instituições participantes; e a garantia tornou-se específica para cada CPF/CNPJ, por instituição ou conglomerado financeiro. Posteriormente, a resolução 3.400, de 2006, ampliou o limite de cobertura para R\$ 60 mil e reduziu a contribuição ordinária mensal, para 0,0125% dos depósitos segurados⁵⁸. A resolução 3.692, de 2009, criou cobertura especial para depósitos a prazo, com prazo mínimo de 6 e máximo de 60 meses, no limite de R\$ 20 milhões por CPF/CNPJ, por instituição ou conglomerado, limitado a R\$ 5 bilhões, por instituição. As instituições realizam contribuições especiais de 0,0833%,

⁵⁷ Estes valores são disponibilizados pelo próprio FGC e são aqueles efetivamente aplicados no momento do desembolso, sem correções de preços. Disponível em www.fgc.org.br

⁵⁸ O limite inicial era de R\$ 20 mil, com contribuição ordinária mensal de 0,025% dos depósitos segurados.

ao mês, sobre o saldo destes depósitos. No final de 2008, o FGC segurava um total de aproximadamente R\$ 1 trilhão, sendo R\$ 270 bilhões de depósitos na poupança, R\$ 144 bilhões de depósitos a vista e R\$ 568 bilhões à prazo, o saldo nas outras modalidades.

Existe, na literatura, divergência sobre a eficácia do seguro-depósito, como instrumento de estabilidade do sistema. Entre os argumentos favoráveis está a diminuição da probabilidade de corridas bancárias e risco sistêmico, em casos de insolvência, dado que reduz a assimetria de informação. Além disso, permite a ampliação das possibilidades de diversificação, reduzindo os riscos da aplicação de recursos de terceiros. Por último, transforma o conflito de interesses entre depositantes e acionistas, para a relação entre acionista e segurador. Este, como mais organizado e com mais recursos aplicados, terá maior incentivo de monitorar as instituições (Woodward, 1988). O principal argumento contrário ao uso do seguro-depósito é o risco moral: como separa a capacidade da instituição de atrair depósitos, dos riscos de suas operações ativas, incentiva as aplicações de maior risco e retorno. O seguro também pode ter um papel negativo sobre os mecanismos externos de controle corporativo, reduzindo os incentivos para depositantes monitorarem os bancos (Barth *et. alli*, 2007).

A literatura apresenta algumas análises empíricas da presença do seguro-depósito no sistema financeiro (Barth *et. alli*, 2004; Baumann e Nier, 2003; Demirgüç-Kunt e Detragiache, 2000). Estes estudos analisam as redes de segurança bancária, em diferentes países. As evidências encontradas indicam que a presença de seguro depósito eleva a vulnerabilidade do sistema financeiro e aumenta a probabilidade de ocorrência de crises bancárias, seja através do aumento da alavancagem, seja pelo crescimento do risco moral, na aplicação de recursos.

3.2.1.3 - Disclosure

Existem visões conflitantes sobre os benefícios da divulgação das informações, no sistema bancário. Por um lado, a “*disclosure-stability view*” afirma que o aumento da transparência, revelando, mais claramente, a qualidade dos ativos, incentiva a prudência dos administradores, quanto à alocação de recursos. *Stakeholders* imporão maior disciplina nas escolhas de ativos, com maiores informações para fazerem valer seus direitos. Esta idéia reflete-se no 3º pilar do II Acordo da Basileia, que encoraja a divulgação da informação, como forma de reforçar a disciplina de mercado. Por outro lado, a “*disclosure-fragility view*” estabelece que o aumento da transparência, principalmente aquela imposta pela supervisão bancária, pode elevar o risco de

instabilidades no sistema financeiro. A forma como as informações são divulgadas, principalmente àquelas associadas com a qualidade dos ativos, pode incentivar uma corrida bancária e o aparecimento de problemas de insolvência. Dependendo do tamanho da instituição, e das suas ligações com o restante do sistema, a estabilidade pode estar comprometida (Tadesse, 2005).

A literatura internacional analisa o impacto da divulgação de informações, sobre o capital das instituições e sobre a estabilidade do sistema (Tadesse, 2005; Baumann e Nier, 2003; Jordan *et. alli*, 1999). A forma usual de análise é a construção de *dummies* para *disclosure*, associadas à listagem voluntária da empresa em bolsa de valores ou à adoção de padrões contábeis diferenciados. Os resultados indicam que o aumento da transparência é associado à maior prudência, reforçando o capital das instituições e reduzindo a probabilidade de crises no sistema financeiro.

No Brasil, o debate sobre *disclosure* passa pelo papel exercido pela autoridade monetária, uma vez que o BC é o responsável pela normatização contábil, padronizando as informações mínimas a serem divulgadas, pelas instituições financeiras (Uema, 2000). O Plano de Contas das Instituições do Sistema Financeiro Nacional – COSIF tem o objetivo de uniformizar os registros contábeis de atos e fatos praticados, racionalizar a utilização de contas, critérios e procedimentos necessários, para a divulgação de dados e possibilitar o acompanhamento, análise, avaliação e controle, de modo que as demonstrações contábeis representem, com clareza e fidelidade, a real situação econômico-financeira das instituições. O elenco de contas⁵⁹ do COSIF está dividido em duas partes. Na primeira, consta a Relação de Contas, com os respectivos atributos, que são letras do alfabeto representando cada um dos tipos de instituição do SFN. Sua função é determinar quais as entidades devem utilizar a conta. A segunda parte contém a Função das Contas, explicando o que deve ser contabilizado, em cada uma delas⁶⁰.

Existem alguns trabalhos que buscaram analisar a qualidade das informações divulgadas por bancos brasileiros (Di Benedetto e Silva, 2008; Costa *et. alli*, 2007; Goulart e Carvalho, 2004). A análise destes autores levou em consideração as recomendações contidas no Acordo de Basiléia II. Os resultados evidenciam que bancos

⁵⁹ As informações e o elenco de contas do COSIF estão em <http://www.cosif.com.br/mostra.asp?arquivo=elencocontas>. Acesso em 03/02/2010.

⁶⁰ As informações estão em <http://www.cosif.com.br/mostra.asp?arquivo=cosif#cosif>. Acesso em 05/12/2009.

inseridos em NDGC, e que emitem ADR's na NYSE, possuem maior transparência⁶¹. Entretanto, os resultados também indicam a necessidade de melhoria da qualidade das informações e do aumento da transparência, quando comparados com o padrão internacional: bancos nacionais ainda possuem um baixo nível de adesão, às recomendações de Basiléia II.

3.2.2 - Estrutura de Capital

A estrutura de capital dos bancos brasileiros possui, em certa medida, características similares àquelas de empresas não-financeiras: elevada concentração de propriedade em mãos de um número reduzido de acionistas (muitas vezes uma família), além de uma estrutura complexa com a ampla incidência de esquemas-pirâmide e desvios de direitos, na qual acionistas controladores procuram manter o poder decisório, ainda que não possuam fração correspondente do capital total. Por outro lado, existem determinantes da estrutura que, novamente, estabelecem uma distinção ao setor financeiro, justificando a análise da sua governança corporativa em separado.

Em primeiro lugar, instituições financeiras operam em um ambiente regulado, no qual existem limites para a atuação como tipos e tetos para aplicações, estabelecimento de políticas de risco, restrições de operação em determinados segmentos e, principalmente, a existência de limite mínimo de capital próprio (em relação aos ativos). Estas exigências regulatórias terão impactos na estrutura de capital.

Em segundo lugar, o setor é caracterizado pela forte presença de famílias na propriedade e na administração das empresas. Diferente de outros segmentos que, a partir da abertura econômica, passaram por uma desnacionalização, a firma bancária nacional não só conseguiu manter a sua presença no segmento, como também foi capaz de competir com as instituições estrangeiras, que passaram a atuar aqui. Ainda que tenham ocorrido modificações na propriedade das empresas, muitas ainda contam com a presença da família fundadora, seja como acionista, seja participando dos conselhos de administração e/ou da diretoria. A literatura demonstra que, a presença destas famílias, pode ser um dos motivos para o seu fortalecimento, devido à sua visão de longo prazo, em relação aos investimentos.

⁶¹ A adesão a NDGC e a listagem de ADR's na bolsa de Nova Iorque implicam na adoção (*voluntária*) de padrões diferenciados de contabilidade e divulgação de informações. Usualmente, esta adesão é utilizada como *proxy* para padrão mais elevado de *disclosure*. Outros indicativos de maior preocupação, das instituições, com a transparência seriam, por exemplo, a publicação rotineira de fatos relevantes, notas explicativas e as metodologias utilizadas pela instituição, para modelar os riscos de crédito e de mercado.

Em terceiro lugar, devido à estabilização econômica, ao crescimento dos mercados e a internacionalização da economia, o segmento passou por um processo de fusões e aquisições que, se por um lado permitiu a perpetuação e fortalecimento de algumas empresas, por outro modificou sua estrutura societária, com algumas famílias cedendo parte do patrimônio, em troca da continuidade dos negócios. Analisaremos estes três aspectos separadamente, devido a importância e o impacto de cada um, na estrutura de capital das instituições.

3.2.2.1 - Regulação Prudencial

Uma característica fundamental, a distinguir o sistema bancário é o risco sistêmico, que se refere à possibilidade de problemas com uma instituição se espalharem para todo o sistema financeiro e, eventualmente, contagiar outros setores da economia. Existem dois canais de contágio: o primeiro é no suprimento de crédito. A falta deste crédito pode paralisar a operação das empresas não-financeiras. O segundo é pela operação do sistema de pagamentos, através da transferência de depósitos a vista entre bancos comerciais, em substituição do uso de moeda. Este mecanismo depende da confiança dos depositantes que devem acreditar que a promessa de depósito será honrada a qualquer instante. Abalos nesta confiança podem gerar corridas bancárias. O contágio, então, é uma externalidade que, de forma geral, é combatida pelo Estado através de intervenções nas operações⁶² (Carvalho, 2005, 2007b). A intervenção mais comum é preventiva, através da regulação prudencial, que são as regras de supervisão e regulação que reforcem a capacidade do sistema evitar e/ou absorver estes choques.

A crítica imediata, quanto à efetividade da regulação, é o fato de as crises bancárias continuarem ocorrendo. Existem dois problemas na regulação bancária. Primeiro, as medidas regulatórias destinadas a limitação de riscos podem afetar sua eficiência. Segundo, a adoção de medidas de segurança produz problemas de risco moral uma vez que incentiva práticas mais arriscadas, que se tornam protegidas. O ponto é a presença de uma interação dinâmica entre inovações financeiras e tecnológicas e mudanças regulatórias, de forma que as instituições são estimuladas a desenvolverem produtos não limitados pela regulação, que as permita aplicar recursos em ativos de maior rentabilidade, mas também de maior risco (Corazza, 2000).

⁶² A criação de emprestadores de última instância e instituições de seguro depósito são exemplos destes mecanismos.

Inicialmente, a regulação prudencial era focada na restrição das operações, que representassem riscos de liquidez dos depósitos à vista. Consistia na definição e monitoramento de índices de liquidez, manutenção de reservas e restrições na exposição a alguns riscos, como descasamentos entre ativos e passivos. As ações supervisoras e reguladoras eram prescritivas, baseadas na autoridade e suportadas pela idéia de que os bancos iriam, como qualquer outra firma, aproveitar as oportunidades de lucros que surgissem. Com isso, a regulação consistia de regras *impostas* ao setor. A partir da década de 80, a redução da eficácia deste formato de regulação ficou evidente devido, principalmente, às inovações financeiras⁶³. De forma geral, estas inovações resultaram no aumento da diversificação da atividade bancária, notadamente no mercado de títulos, criando a figura do banco universal capaz de atuar em todos os segmentos do mercado financeiro. A percepção da inadequação dos métodos de regulação foi estabelecida pela própria realidade econômica, que levou a transformação da firma bancária em questão de sobrevivência em mercados globalizados. A regulação passou, então, por mudanças materializadas nos Acordos da Basileia (Carvalho, 2005, 2007b).

O Comitê da Basileia para Regulação Bancária, do *Bank for International Settlements* (BIS), promoveu debates, durante a década de 1980, visando introduzir mudanças na regulação e supervisão bancária dos países do G10. Estes debates redundaram no 1º Acordo da Basileia em 1988. A mudança de paradigma foi que os bancos passaram a garantir seus compromissos com capital próprio. O Acordo foi divulgado em um contexto de desigualdade da competição internacional no qual os bancos americanos sentiam-se prejudicados pela concorrência de bancos europeus e japoneses. Não tendo poder para implantar uma regra universal, a principal motivação do acordo foi igualar a competição internacional. Seus dois principais objetivos foram reforçar a saúde do sistema financeiro e diminuir a desigualdade competitiva. O Acordo previa que estes bancos deveriam constituir capital próprio de, no mínimo, 8% da relação entre o ativo bancário e o risco de crédito. Em 1996, o risco de mercado da instituição seria adicionado ao risco de crédito. Apesar de acabar sendo utilizado em diversos países, o problema fundamental com o Acordo era a natureza tutelar da supervisão. O Comitê não se limitou a prescrever os instrumentos de gestão de risco, mas também quantificou estes riscos. O cálculo, aplicado a realidades nacionais

⁶³ As inovações foram o desenvolvimento de mercados específicos para risco (derivativos), o desenvolvimento de metodologias de administração de passivos, evitando cada vez mais o uso de depósitos a vista e a necessidade de constituição de reservas, o processo de securitização e a transformação da firma bancária.

distintas, mostrou-se inexato e abriu oportunidades para ganhos de arbitragem, ao classificar certas operações com risco distinto daquele reconhecido pelo mercado (Corazza, 2000; Carvalho, 2005; Carvalho, 2007b).

Foi sob esta ótica que, em 2004, o Comitê divulgou novo texto do Acordo, conhecido como Basiléia II. A principal motivação do texto não era mais as condições competitivas, mas o aumento da segurança, tanto sistêmica, quanto da firma bancária. O Acordo é baseado em três pilares: requerimento mínimo de capital, revisão dos processos de supervisão e disciplina de mercado. A idéia foi promover a capitalização adequada dos bancos, encorajando melhorias no gerenciamento do risco. O capital próprio (de 8%) passou a ser calculado com base nos ativos da instituição ponderados pelos riscos de mercado, de crédito e operacional. A metodologia para calcular o risco de mercado não foi alterada. O coeficiente de capital para o risco de crédito, agora seria calculado por três métodos distintos dependendo da capacidade do banco de adotar metodologias mais avançadas⁶⁴. O risco operacional é definido como a probabilidade de perdas, diretas ou indiretas, devido a falhas nos processos internos, pessoas, sistemas ou eventos externos. Inclui desde perdas devido a interrupções de energia até fraudes ou corrupção. O tratamento dado ao risco operacional é, de certa maneira, subjetivo, de forma que a metodologia de cálculo varia entre instituições. O Comitê considera como fundamental, para a redução do risco operacional, a melhoria na cultura corporativa⁶⁵ (Gup 2007; Carvalho, 2007b).

O Brasil aderiu aos termos do Acordo da Basiléia em 1994, através da Resolução 2.099 do CMN. A resolução regulamenta as regras para instalação, funcionamento, transferência do controle societário e reorganização das instituições. Também estabelece os limites mínimos de capital realizado, patrimônio líquido realizado e exigido, em função do risco de suas operações ativas. O Patrimônio líquido exigido (PLE) deveria ser 8%, do total de seus ativos ponderados pelo risco (APR). A resolução também apresentava a ponderação a ser utilizada para o cálculo do APR⁶⁶.

⁶⁴ O primeiro, padronizado, reproduzia o Acordo anterior, com as informações geradas por agências de classificação de risco. O segundo, baseado nos *ratings* internos, *fundacional*, usava-se informações dos bancos para cálculo dos coeficientes, mas através de fórmulas definidas pela autoridade supervisora. O terceiro, baseado nos *ratings* internos, *avançada*, baseia-se em informações geradas pelo banco.

⁶⁵ A cultura corporativa é definida como o conjunto de valores individuais e corporativos, atitudes, competências e comportamentos, que determinam a forma como o risco operacional é administrado.

⁶⁶ As principais categorias eram: risco nulo (fator de ponderação de 0%), valores em moeda corrente, aplicações em títulos do tesouro, em depósitos interfinanceiros e valores depositados no BC; com risco reduzido (20%), depósitos bancários, ouro e créditos tributários; com risco reduzido (50%) aplicações em moeda estrangeira no exterior e operações de compra e venda de moeda estrangeira, títulos estaduais e municipais, créditos habitacionais e operações com outras instituições financeiras; com risco normal

Posteriormente, modificações foram introduzidas, visando aperfeiçoar a supervisão bancária. Elas são resumidas na tabela 3.

Tabela 3. Resoluções BC / CMN - Acordo Basileia I

Resolução	Ano	Objetivo
2390	1997	Regulamenta a prestação de informações para a Central de Risco de Crédito. Os bancos devem declarar para o BC todos os clientes com dívidas superiores a R\$ 5.000,00, assim como o nível de risco das operações. O objetivo é criar um banco de dados, que fortaleça a supervisão e melhore a gestão do risco de crédito
2689	1999	Dispõe sobre os critérios para a classificação das operações de crédito e das regras para a constituição da provisão de créditos de liquidação duvidosa. O objetivo da medida é tornar o provisionamento contra perdas, mais adequado ao risco da operação, ao considerar outros aspectos como a capacidade de geração de fluxo de caixa do cliente, área de atuação e condições de mercado.
2844	2001	Garante diversificação mínima da instituição ao limitar a exposição de riscos máxima por cliente a 25% do Patrimônio da instituição
2692 e 2891	2000/01	Modifica o cálculo do PLE, introduzindo o risco de mercado na obtenção do Patrimônio das instituições. Devem ser consideradas as operações cambiais, de liquidez, de taxas de juros, com moeda estrangeira, ouro e swaps. Aplica-se um fator de ponderação F, variável conforme a operação, demarcando-se um teto para a relação entre a exposição ao risco e o PLE

Fonte: Mendonça (2006)

Rodrigues e Pinto (2004) avaliaram os efeitos do Acordo da Basileia I, sobre o patrimônio e o ativo de 10 bancos públicos e privados brasileiros. Com dados do período compreendido entre dezembro de 1998 e dezembro de 2001, o resultado da pesquisa indicou um aumento dos ativos de baixo risco e uma queda nos ativos de maior risco, para os bancos públicos. Este resultado deveu-se, principalmente, ao aumento da alocação de recursos em moeda estrangeira e em títulos públicos federais. A relação patrimônio/ativo manteve-se após o acordo e o Índice da Basileia aumentou. Nos bancos privados, a alocação de recursos em ativos de risco zero e alto risco mantiveram-se constantes. A alocação em ativos de baixo risco (ponderação 20%) aumentou e em ativos com risco médio (50%) caiu. O resultado ocorreu devido a uma migração de recursos para aplicação em moeda estrangeira. Novamente, a relação patrimônio/ativo manteve-se e o Índice da Basileia aumentou.

A partir de 2004, o Brasil iniciou os trabalhos para a implantação do Acordo de Basileia II. Em 09/12/2004, o BC publicou o Comunicado 12.746, que estabelecia os procedimentos e o cronograma de implantação. Posteriormente, o cronograma foi ajustado pelo comunicado 16.137, de 27/09/2007⁶⁷. A adesão ao acordo implicou em

(100%) empréstimos e financiamentos, operações de arrendamento mercantil, ações e operações de câmbio para importação e exportação.

⁶⁷ A estrutura do Acordo, seu cronograma de implantação e os principais normativos estão disponíveis em <http://www.bcb.gov.br/nor/basileia/BasileiaIIaweb.pdf>. Acesso em 03/02/2010.

modificações na forma de avaliação dos riscos de crédito e de mercado, na introdução do risco operacional, na ponderação dos ativos pelo risco e, conseqüentemente, no PLE. A tabela 4 apresenta as principais resoluções associadas à implantação.

Tabela 4. Resoluções BC / CMN - Acordo Basileia II

Resolução	Ano	Objetivo
3380	2006	Regulamenta a implantação de políticas mitigadoras do risco operacional. O BC apresentou os eventos que deveriam ser incorporados na análise desta forma de risco: fraudes internas e externas; demandas trabalhistas; práticas inadequadas relativas a clientes, serviços e produtos; danos a ativos físicos; falhas em sistemas de tecnologia da informação; e falhas na execução e cumprimento de prazos das atividades da instituição.
3444	2007	Define o Patrimônio de Referência (PR) para a verificação do cumprimento dos limites operacionais das instituições.
3464	2007	Regulamenta a implantação de políticas mitigadoras do risco de mercado: a possibilidade de ocorrência de perdas, resultantes de flutuações nos valores de mercados, das posições detidas por uma instituição. Tratamento de supervisão e controle especial deve ser dado às operações com instrumentos financeiros e derivativos destinados a revenda, operações de arbitragem, obtenção de benefícios dos movimentos de preços efetivos ou esperados e realização de hedge de outras operações.
3488	2007	Estabeleceu limites para exposição à operações com ouro, moeda estrangeira e transações sujeitas à variação cambial.
3490	2007	Trata da forma de apuração do Patrimônio de Referência Exigido (PRE). Estabeleceu que o PR deveria ser maior que o PRE.
3721	2009	Regulamenta a implantação de políticas mitigadoras do risco de crédito: documentação clara de suas estratégias de mitigação deste tipo de risco; estimativas consistentes das perdas associadas ao risco; procedimentos para a recuperação dos créditos; mensuração adequada do risco da contraparte, advindo de instrumentos financeiros derivativos e demais; estabelecimento de limites para a realização de operações de crédito, tanto em nível individual, quanto a nível agregado de grupo econômico, com interesse comum; classificação das operações de crédito em categorias com base em critérios consistentes e verificáveis, sob os aspectos de situação econômico-financeira, uso de instrumentos que possibilitem a mitigação do risco e período de atraso no cumprimento das obrigações financeiras; e realização de simulações de condições extremas (testes de estresse) no estabelecimento das políticas e suas revisões.

Fonte: Banco Central do Brasil (2010)

Além das resoluções listadas na tabela 4, várias outras foram publicadas⁶⁸, objetivando a operacionalização da supervisão: cálculo de operações constantes no ativo, remessa de informações, esclarecimentos quanto às metodologias, classificações contábeis para adequação ao COSIF e cronogramas de implantação. Após a discussão sobre a regulação prudencial, que afeta não só a operação das instituições mas também a necessidade de capital, e, por conseqüência, sua estrutura, discutiremos a origem do capital do setor financeiro brasileiro. Como parte relevante dos bancos privados

⁶⁸ Um resumo de todas estas resoluções encontra-se em <http://www.bcb.gov.br/?BAS2NORVIG>, acesso em 10/01/2010.

brasileiros originou-se de negócios de famílias, que iniciaram atuação no setor ou passaram atuar nele, como uma forma de extensão de seus negócios industriais, nós efetuaremos uma discussão sobre firmas familiares.

3.2.2.2 - Origem de Capital

Na literatura sobre estrutura de capital existe uma relevante discussão a respeito da origem e propriedade das empresas. Na história do capitalismo uma das principais motivações a originar novas firmas é a iniciativa individual de empreendedores. Com o passar do tempo, quando a empresa atinge determinada escala incompatível com a capacidade de investimento deste empreendedor ou descendentes, estes procuram os mercados financeiros na tentativa de elevar sua capacidade produtiva. Todavia, mesmo após venderem parte da empresa, em muitos casos as famílias fundadoras continuam a participar do controle e/ou da administração.

Entre os trabalhos que inicialmente analisaram a relação entre a propriedade familiar e a *performance* da empresa incluem-se os de Demsetz (1983), Fama e Jensen (1983) e Shleifer e Vishny (1986). Nestes trabalhos, as famílias foram tratadas no mesmo contexto dos demais grandes acionistas, baseado na premissa de que a separação entre propriedade e controle é uma forma de organização mais eficiente *a priori*. Alguns trabalhos posteriores demonstraram que as famílias são uma forma de organização empresarial que merecem uma análise individualizada e podem elevar o valor da firma.

James Jr. (1999) observa que as famílias predominaram como forma de organização por que a sua visão de administração focava na extensão dos prazos dos investimentos, o que as permitiu ultrapassar as dificuldades existentes na manutenção da propriedade e controle associados. O argumento utilizado é que quando os proprietários possuem interesses de perpetuar o negócio, deixando-o como legado ou herança, trabalham para alinhar os interesses dos administradores, elevando a probabilidade da empresa se tornar viável no longo prazo. O autor reconhece a existência de problemas com a organização familiar como a dificuldade em se planejar a sucessão, a possibilidade de nepotismo devido a laços outros entre os administradores que não o profissional e a dificuldade de se alinhar os interesses de todos os membros da família, mas destaca que, em famílias estáveis capazes de transferir os ativos entre gerações, a possibilidade de crescimento do valor de mercado é maior.

No contexto da governança corporativa, as famílias podem ser entendidas como uma classe especial de grandes acionistas. Como em outras formas de organização, existem custos e benefícios na propriedade familiar. Por um lado, as estratégias e objetivos traçados pela família podem ser divergentes dos interesses de outros acionistas. Enquanto estes podem estar interessados em elevar sua riqueza, com o aumento do valor da ação no curto prazo, as famílias avaliam o crescimento no longo prazo. Famílias também podem exigir elevadas compensações expropriando riqueza da firma e podem afetar adversamente a produtividade dos empregados ao, por exemplo, redistribuírem rendas a seu favor⁶⁹. Por outro lado, famílias possuem fortes incentivos para monitorar os administradores, reduzindo conflitos de agência, uma vez que o seu bem estar está associado ao resultado da empresa. A relação de longo prazo com a firma também gera a disposição para avaliar e realizar projetos com horizontes mais longos, reduzindo a miopia dos administradores por projetos de curto prazo. A continuidade da direção também tende a desenvolver relacionamentos de longo prazo com fornecedores de capital e de bens melhorando a *performance* (Anderson e Reeb, 2003a).

Um problema fundamental, que todas as empresas familiares com relativa longevidade enfrentam é a sucessão do seu fundador. Existem algumas escolhas com as quais ele se depara, todas com custos e benefícios. Uma possibilidade é simplesmente vender a empresa. Neste caso, a família se apropria da riqueza, mas seus descendentes não se perpetuam no negócio. Outra seria vender a firma no mercado acionário criando uma empresa com controle pulverizado, administrada por profissionais. Pode também manter um elevado percentual de ações, contratar um profissional no mercado e monitorá-lo. Por fim, pode escolher manter o controle na família e um membro desta para sucedê-lo (Burkart *et. alli*, 2003). De forma geral, a solução do problema sucessório depende do grau de proteção legal existente: quanto maior for a proteção aos pequenos investidores, mais interessante torna-se a venda das ações no mercado e a contratação de um administrador profissional. Existem, entretanto, resultados na literatura que contestam a solução da terceirização da administração⁷⁰.

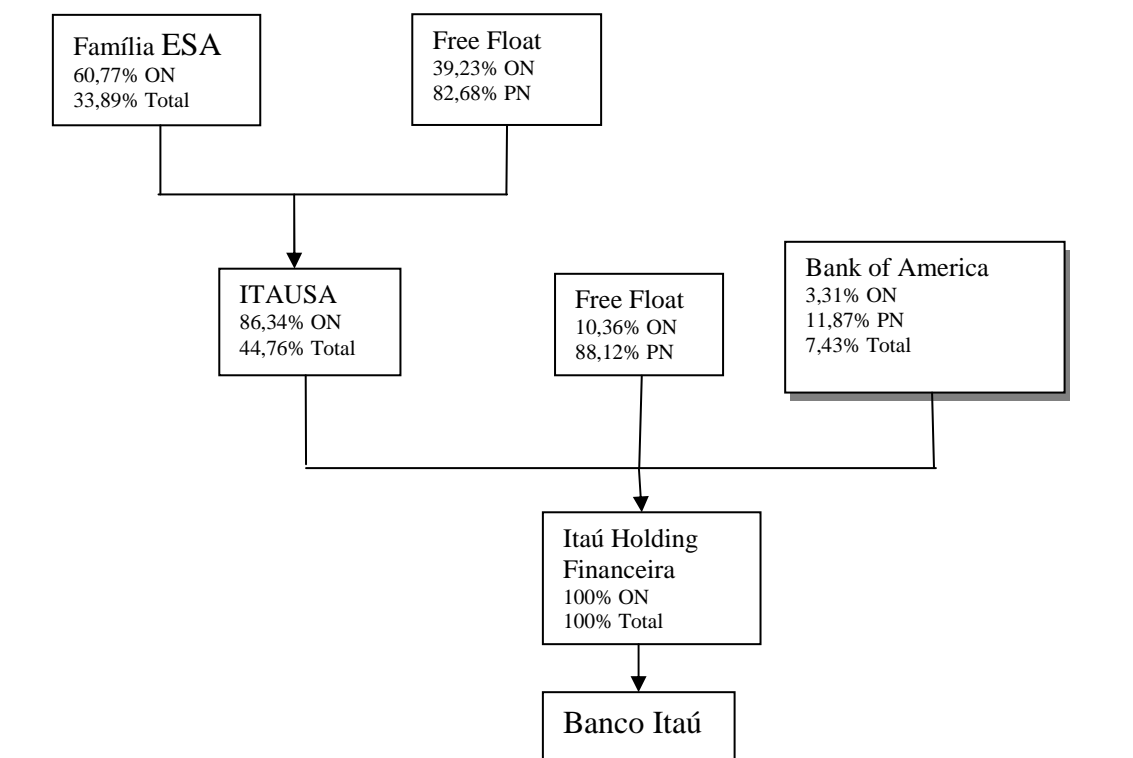
⁶⁹ Anderson e Reeb (2003b) investigaram o potencial do Conselho de Administração, para mitigar a possibilidade de a família extrair benefícios, em detrimento de outros acionistas. A presença de conselheiros independentes se mostrou um eficiente mecanismo de controle corporativo, na proteção de acionistas minoritários: em empresas familiares, cujo percentual de conselheiros independentes excede o número daqueles ligados a família, o valor da firma cresce, em média, 12,8%.

⁷⁰ Por exemplo, Anderson e Reeb (2003a), analisando as empresas listadas no índice *Standard & Poors* 500, em 1992, divide-as entre firmas familiares ou não, identificando as primeiras como aquelas em que a família mantém blocos relevantes de ações e/ou presença no conselho de administração. Utilizando o *q* de Tobin e o Retorno sobre os Ativos (ROA) como medidas de *performance*, os autores encontram

No Brasil, a origem de capital dos bancos privados está associada ao desenvolvimento da cultura cafeeira nos interiores de São Paulo e Minas Gerais e ao desenvolvimento industrial paulista. Costa (2002) analisa a origem de 4 bancos privados brasileiros (Real, Unibanco, Bradesco e Itaú) e traça as características comuns, que destacam estes bancos dos demais. Primeiro, compõem fortes grupos econômicos, compostos também de empresas não-financeiras. Segundo, atuam em todas as atividades bancárias de atacado e varejo. Terceiro, a história de crescimento de todos dá-se através de fusões e aquisições bancárias, permitindo-os adquirir atuação nacional. Quarto, eles conseguiram criar uma barreira tecnológica, em relação a seus concorrentes com menor patrimônio. A estrutura de capital destas instituições, usualmente, apresenta uma *holding* que controla o banco e, paralelamente, controla outras empresas não-financeiras. São as *holdings* que realizam os investimentos. Outra característica importante é que estas famílias possuem maiores direitos de voto do que de fluxo de caixa e, algumas vezes, membros dela participam da administração.

Figura 2 – Estrutura de Capital Banco Itaú

Fonte: Elaboração própria, a partir dos resultados publicados Itaú Holding



evidências de que o retorno das empresas familiares é superior ao das demais. Os autores também traçam um perfil destas firmas. Na média são menores, mas não utilizam estrutura de débito de longo prazo distinta. Quanto à governança, utilizam menos diretores de fora, e contam com menor presença de grandes investidores (com mais de 5% do capital). Por fim, os salários do Presidente são inferiores.

Por exemplo, a estrutura acionária do Banco Itaú, ao final de 2007, indicava que ele era totalmente controlado pelo Banco Itaú Holding Financeira (100% das ações ON e 100% das ações totais). A *Holding* era controlada pela Itaúsa, com 86,34% das ações ON com direito a voto, o que representava 44,76% do capital total. O Bank of America possuía ainda 3,31% de ações ON e 11,87% de ações PN sem direito a voto. O restante era negociado no mercado (10,36% ON e 88,12% PN). A Itaúsa, por sua vez, era controlada pela Família Egydio Setúbal, com 60,77% das ações ON, o que representava 33,89% do capital total. As ações restantes da Itaúsa eram de livre negociação no mercado ou pertenciam à acionistas com menos de 5% do capital. Esta composição dava a família Egydio Setubal, direito de voto no Conselho de Administração do Banco Itaú de 52,47% ($0,6077 \times 0,8634 \times 1$) e direito de fluxo de caixa de 15,17% ($0,3389 \times 0,4476 \times 1$). Esta composição representava um desvio de direitos de 37,30% ($52,47\% - 15,17\%$). Acima, na figura 2, é apresentada a estrutura societária do grupo.

A legislação brasileira atual não permite que instituições bancárias possuam participação em empresas de outros setores da economia. Este foi um dos motivos para famílias controladoras criarem holdings para manterem negócios que, muitas vezes, já possuíam participação a vários anos. A Família Egydio Setúbal, por exemplo, controla através da Itaúsa, a Duratex, a Elekeiroz e a Itaotec. O desvio de direitos em favor da família é de 26,36% na Duratex e de 23,90% na Itaotec, ambas com capital aberto na bolsa de valores brasileira. O Conselho de Administração do Itaú também contava, em 2007 com presença de membros da família. Dos 24 membros de conselho, ao menos 5 (21%) eram membros da família. Além disso, existe a participação de membros também no conselho de administração das outras empresas do Grupo.

Cabe, por fim, uma breve análise do controle de capital dos bancos nacionais. Ao final de 2008 existiam 25 bancos brasileiros listados na CVM. Destes, 3 eram de capital estrangeiro, 9 eram estatais e os 13 restantes bancos privados nacionais⁷¹. Estes 25 bancos representavam 71,70% do ativo total do consolidado bancário I, 73,01% dos depósitos totais e 73,55% do patrimônio líquido. Os 13 bancos privados representavam 37,79%, 34,13% e 36,25% dos ativos totais, depósitos totais e patrimônio líquido, respectivamente. Em todos estes 13 bancos privados, era possível identificar o fundador e/ou sua família ainda pertencendo ao bloco controlador. Em todos os casos, o grupo

⁷¹ Os de controle estrangeiro eram o ABC Brasil, o Real e o Santander. Os Estatais eram: BANESE, BANESTES, BANPARA, BANRISUL, Banco do Brasil, BRB, BNB, Nossa Caixa e BASA. Os privados nacionais eram: Alfa, Bradesco, Cruzeiro do Sul, Daycoval, BIC, Indusval, Mercantil do Brasil, PINE, SOFISA, ITAU, Renner, UNIBANCO e Paraná Banco.

controlador possuía um percentual mais elevado de ações ON, em relação à PN e, conseqüentemente, em relação ao capital total, indicando a existência de desvios de direitos. Na tabela abaixo é apresentada a participação do controlador nas instituições.

Tabela 5. Participação do Controlador – Bancos Brasileiros de Capital Aberto

Instituição	CONTROLADOR		
	% ON	% PN	% Total
Alfa	80,21	34,97	62,02
Bradesco	63,33	2,79	33,06
Cruzeiro do Sul	100,00	23,28	78,69
Daycoval	100,00	0,00	63,97
BIC	93,06	20,77	65,23
Indusval	63,40	5,55	41,87
Mercantil do Brasil	55,69	6,41	41,18
PINE	100,00	44,37	73,97
Sofisa	83,28	25,57	66,27
Itaú	87,20	0,01	43,67
Renner	64,48	46,26	53,20
Unibanco	97,08	12,15	58,10
Paraná Banco	72,38	9,86	47,66

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e CVM, 2009.

Conforme citado anteriormente, uma das estratégias utilizadas por estas famílias, para se perpetuarem no segmento, foi adquirir concorrentes ou fundir-se com outras casas bancárias. Esta estratégia não só permitiu o fortalecimento do segmento no país, como também foi fundamental para que o mesmo não passasse por uma desnacionalização quando da abertura econômica e da estabilização de preços. Muitas vezes este processo foi incentivado e conduzido pelo próprio Estado. A seguir, discutiremos o padrão de competição e o processo de consolidação bancária ocorrido no Brasil, entre a segunda metade da década de 90 e a primeira metade da primeira década do século XXI.

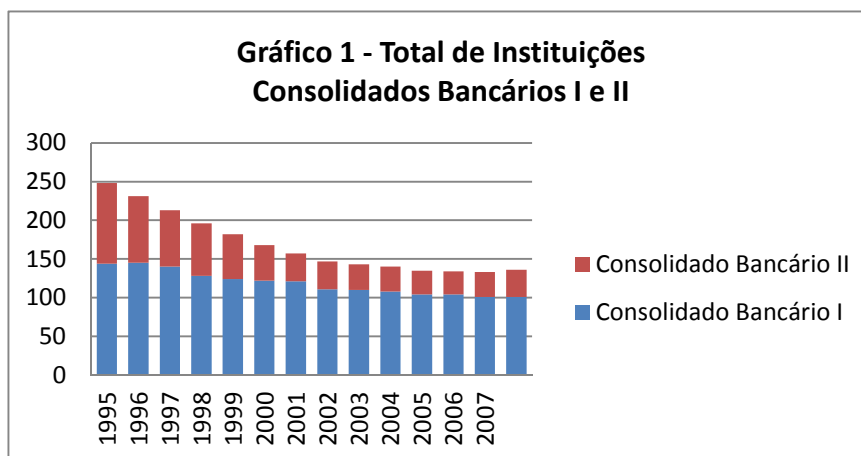
3.2.2.3 - Consolidação, Padrão de Competição, Fusões e Aquisições e *Performance* Bancária

A evolução da economia mundial e o desenvolvimento tecnológico afetam a estrutura de todos os setores da economia, modificando o padrão de competição nos mercados. Na busca pela democratização do acesso da população a mais bens e serviços a estrutura produtiva é modificada: mercados são extintos, outros são criados e a evolução da escala de produção provoca o surgimento de grandes corporações.

No caso do setor bancário, a desregulamentação e a abertura para a competição estrangeira tornou-o, teoricamente, um mercado mais contestável, gerando necessidade de ajustes nas instituições. A evolução levou a uma consolidação baseada no desenvolvimento de tecnologias de informação e de telecomunicações, que permitiu a criação, a padronização e a modificação na distribuição de produtos e serviços, bem como reduziu a necessidade da presença da pessoa física nas agências. A mudança no padrão de competição estabeleceu, também, algumas tendências gerais do processo de reestruturação: a queda nas margens de intermediação financeira devido ao aumento da oferta de crédito, levou a uma busca por diversificação das atividades, gerando aumento das receitas não-juros; a busca por produtividade implicou em redução no número de instituições, aumento do tamanho das remanescentes e em cortes com despesas de pessoal. No caso de países emergentes, o processo também foi afetado pelas crises bancárias, que tiveram como resposta a privatização das instituições públicas. Com isso, a consolidação do setor foi impulsionada, em grande parte, por políticas governamentais. No caso específico do Brasil, as principais forças determinantes do processo de reestruturação foram a estabilização de preços no Plano Real, os programas de reestruturação do sistema financeiro e de privatização dos bancos estaduais, a abertura do mercado a bancos estrangeiros e a adequação aos acordos da Basiléia (Paula e Marques, 2006).

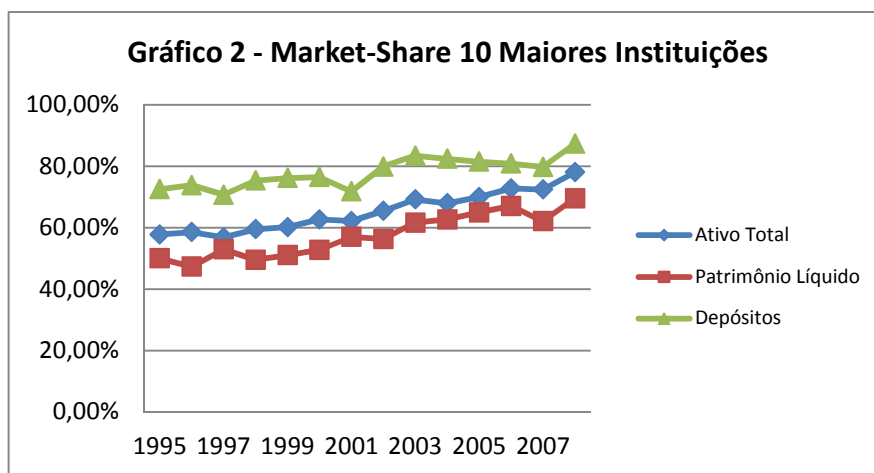
De fato, a análise das informações do BC⁷² nos permite visualizar a consolidação do setor. No período decorrido entre dezembro de 1995 e dezembro de 2008 é marcante a redução no número de instituições. Das 248 existentes em 1995 restaram 136. O número total de instituições, no consolidado bancário I, passou de 144 para 101 e no consolidado bancário II, de 104 para 35 (Gráfico 1).

⁷² Dados disponíveis em www.bcb.gov.br.



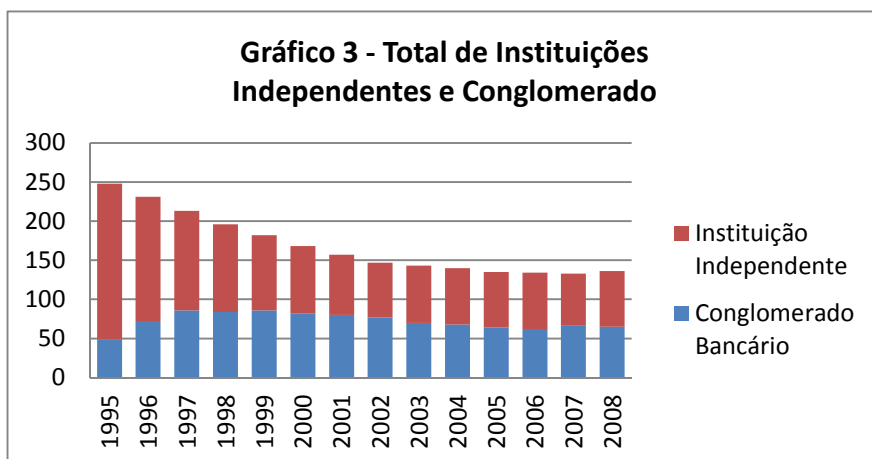
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil, 2009.

Outra particularidade da consolidação bancária foi o aumento do *market-share* das 10 maiores instituições do setor. A participação no ativo total passou de 57,73% para 78,01%. Nos depósitos totais, de 72,51% para 87,30%. Como consequência, o patrimônio líquido, que representava 49,96% do setor em 1995, passou a representar 69,51% em 2008 (Gráfico 2).



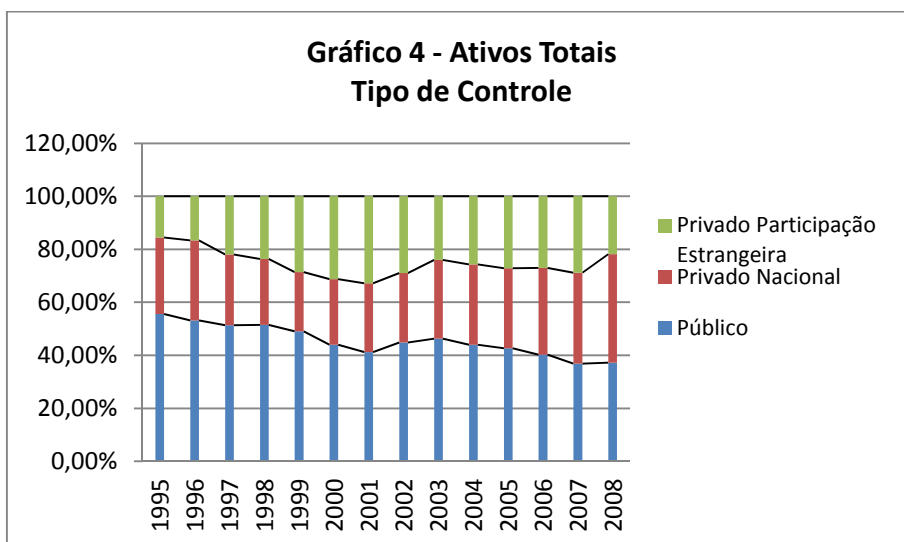
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil, 2009.

Fruto do aumento da concorrência e da necessidade da busca de novos mercados para manutenção da rentabilidade, outra peculiaridade do período foi aumento dos conglomerados bancários e a redução no número de instituições independentes. Algumas foram extintas e outras incorporadas por concorrentes, que buscavam adquirir escala ou atuar em nichos específicos. Os conglomerados aumentaram de 49 para 65, enquanto as independentes passaram de 199 para 71 (Gráfico 3).



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil, 2009.

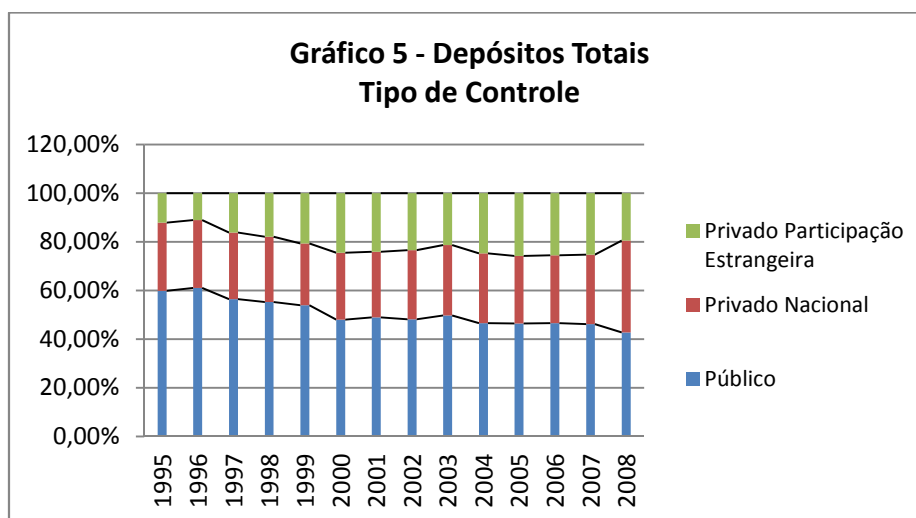
Outro aspecto foi a redução da participação do setor público e aumento do setor privado. Embora o número de instituições tenha se reduzido independente do tipo de controle (público, privado ou estrangeiro), a participação do setor público, nos ativos totais reduziu-se de 55,56% para 37,23% (gráfico 4). Produto do PROES, a redução ocorreu, basicamente, entre as instituições estaduais. A participação destas no ativo total passou de 17,99% para 3,27%. A participação das instituições privadas nacionais passou de 28,83% para 40,90% e das instituições com participação estrangeira de 15,60% para 21,87%.



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil, 2009.

Outro dado que permite verificar a redução de *market-share* do setor público é a participação no total de depósitos. A participação dos bancos públicos diminuiu de

59,81% para 42,76% e dos privados nacionais aumentou de 28,04% para 37,80%. Os privados com participação estrangeira passaram de 12,15% para 19,45% (Gráfico 5).



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil, 2009.

Carvalho (2007c) realiza uma crítica importante à análise do padrão de competição baseado no grau de concentração do setor. Para o autor, esta forma de avaliação embute a noção clássica de firma bancária, atuando em mercados em concorrência perfeita, produzindo bens simples como depósitos e empréstimos, incapazes de incorporar processos de competição complexos e diferenciados. Para uma análise mais precisa da concorrência é preciso diferenciar dois segmentos: o primeiro, produtor de bens homogêneos, como depósitos e empréstimos e o segundo, de bens diferenciados, com baixo grau de substitubilidade, no qual as inovações são constantes e a competição não ocorre via preços, mas sim pela qualidade dos produtos oferecidos. A consequência mais importante desta distinção é a “bifurcação” das trajetórias possíveis de crescimento: tanto pela oferta de produtos simples, como de produtos customizados. No Brasil, os dois segmentos apresentam oportunidades de ganho, principalmente devido ao baixo grau de bancarização e do baixo uso de produtos sofisticados. Isto parece corroborar a estratégia de universalização. A característica de dois nichos relevantes também abriu a possibilidade de se aproveitar das vantagens dos dois segmentos. Com isso, a estratégia de criação de conglomerados é um dos principais determinantes das fusões e aquisições (F&A) no setor.

As F&A consistem na integração cultural, administrativa, técnica e operacional de duas ou mais organizações. Existem diversas motivações para F&A: sinergias

oriundas de economias de escala, eficiência administrativa e poder de mercado; possibilidade de ganhos fiscais, decorrentes de perdas acumuladas ou da necessidade de distribuição de dividendos, que acarretariam no pagamento de tributos; possibilidade de aquisição de um ativo abaixo do custo de substituição; possibilidade de diversificação dos negócios, gerando maior estabilidade no fluxo de caixa; e a possibilidade de perda de controle em casos de *takeovers* (Weston e Brigham, 2000).

Quando se discute F&A no âmbito da governança corporativa, algumas questões emergem. Uma delas é a possibilidade de uso de informação privilegiada por parte de *insiders*. O assunto torna-se relevante, na medida em que membros do conselho de administração e diretoria se deparam com a possibilidade de obter ganhos elevados com compra e venda de ações, nos períodos imediatamente posteriores ao anúncio da operação. Nasser e Gup (2007) analisam processos de F&A bancárias acima de US\$ 100 milhões, nos Estados Unidos, entre 1995 e 2005. A atuação de *insiders* é avaliada pelo volume de operações, número de *insiders* negociando no período e o volume destas negociações. Os resultados indicam que 21,2% das empresas adquiridas possuem ao menos um *insider* comprando ações. A fração é de 24,9% nas firmas adquirentes.

No caso brasileiro, Faria *et. alli* (2007), Cherobim *et. alli* (2007), Mafili e Souza (2007) e Nakane e Weintraub (2005) analisaram as modificações decorrentes do processo de consolidação bancária. De forma geral, os resultados indicam que este processo resultou em melhorias de eficiência por parte das instituições com economias de escala e escopo, com modificações na estrutura de capital, com redução do endividamento, através de queda na alavancagem e/ou aumento no patrimônio líquido e em ganhos de produtividade e rentabilidade, principalmente para aquelas instituições que passaram por mudanças corporativas ou na estrutura de capital.

3.2.3 - Mecanismos de Controle Corporativo no Sistema Bancário

Os mecanismos de controle corporativo do setor não-financeiro, que atuam na mitigação dos problemas de incentivo gerados pelo sistema de governança podem, a princípio, serem empregados no setor bancário. No que se refere aos mecanismos internos, existem conselhos de administração e fiscal monitorando a conduta dos administradores e estabelecendo as diretrizes para a condução dos negócios. Quanto aos mecanismos externos, existe o mercado de capitais cuja adesão implica na melhoria das práticas de governança, *takeovers* e a concorrência no mercado de produto.

A diferença principal no sistema bancário é o efeito exercido pela regulação. A regulação pode afetar a natureza e a efetividade destes mecanismos. Em certa medida, pode atuar como um substituto na ausência ou ineficácia destes, mas, de forma geral, é entendida como um pobre substituto uma vez que existem problemas políticos e burocráticos para o seu funcionamento e, principalmente, por que o seu objetivo principal, minimizar o risco de crises sistêmicas, é distinto do objetivo dos mecanismos, que é alinhar interesses entre administradores e acionistas (Prowse, 1994).

No caso brasileiro, um exemplo claro é o seguro depósito. Por um lado, este mecanismo pode diminuir a possibilidade de problemas em uma instituição se transformarem em problemas sistêmicos. Por outro lado, também podem incentivar gerentes a aplicarem recursos em projetos mais arriscados. No Brasil, a regulação também interfere diretamente nos mecanismos, seja limitando o mercado de aquisições, seja na aprovação de diretores e conselheiros. Nesta seção, discutiremos a ação dos mecanismos internos e externos de controle corporativo no sistema bancário.

3.2.3.1 – Mecanismos Internos de Controle Corporativo

Dada a influência da regulação, a limitada competição e a elevada assimetria de informação da atividade bancária, o papel do conselho de administração como mecanismo de controle corporativo torna-se ainda mais relevante. A literatura discute a atuação dos conselhos e sua relação com o principal executivo. De maneira geral, considera-se que possuem um duplo papel: monitorar os administradores e aconselhá-los na implantação de estratégias. Quanto ao principal executivo, a literatura discute os mecanismos necessários para incentivá-lo a agir no interesse dos acionistas.

Sobre o papel do conselho, a literatura analisa o impacto de determinadas características deste e do CEO sobre a *performance* da empresa (Cooper *et. alli.*, 2009; Andrés & Vallelado, 2008; Sierra *et. alli.*, 2006; Griffith *et. alli.*, 2002). Os resultados indicam que a *performance* aumenta quando a remuneração do CEO é maior, mas não é afetada quando este exerce o cargo de presidente do conselho de administração. O desempenho também aumenta quando a firma possui um conselho com maior independência e maior efetividade⁷³, com o crescimento do número de encontros anuais e com a presença de conselheiros externos. Quando o número total de conselheiros

⁷³ Os autores criam um índice da independência e efetividade do conselho de administração, através de diversas variáveis: total de conselheiros que são executivos do banco, total de conselheiros que participam de, ao menos, mais dois conselhos, conselheiros que possuem outras ligações com a empresa (como laços familiares), idade do CEO e se o CEO e o presidente do conselho são a mesma pessoa.

aumenta, a *performance* também aumenta mas apenas até certo limite, indicando uma relação de “U” invertido. Por outro lado, o desempenho não é afetado pela presença de mulheres no conselho. Não existem evidências conclusivas quanto ao mandato do CEO e sua participação acionária na empresa: alguns estudos indicam que a *performance* aumenta quando o mandato do CEO é maior e quando este é proprietário da empresa, em outros estudos estes indicadores não são relevantes.

No Brasil existem poucos textos que tratam dos mecanismos de controle corporativo no sistema bancário (Klotzle & Costa, 2006; Marcassa, 2004). Em linha com as análises internacionais, Klotzle & Costa (2006) discutem a relação entre o conselho de administração, remuneração de executivos, estrutura de propriedade e retorno da firma. A *performance* não é impactada pelas características do conselho, mas a estrutura de propriedade afeta o resultado. Marcassa (2004) ressalta que, apesar dos conselheiros de empresas bancárias estarem sujeitos às mesmas responsabilidades dos conselheiros de empresas não-financeiras, o BC também exige que os conselheiros responsabilizem-se pelas estratégias de curto e longo prazo, pelas políticas operacionais e de risco, pela manutenção de reserva de provisão e pela revisão dos orçamentos.

As informações anuais (IAN) das empresas bancárias brasileiras de capital aberto disponibilizadas pela BMF&BOVESPA e CVM em 2008, permitem traçar um perfil do conselho de administração. A tabela 6, abaixo, resume estas características. Os conselhos possuem em média 7,19 membros, em grande maioria (6,14), eleitos pelo controlador. Em média 1,48 participam tanto do conselho, quanto da diretoria. Enquanto o número médio de membros é similar àquele de empresas não-financeiras, o número de membros participando simultaneamente da diretoria e conselho é o dobro⁷⁴. Em 4 casos (19%) a empresa possui o mesmo CEO e presidente do conselho. Existem mais membros no conselho com histórico profissional associado à instituição (4,05) do que com carreira em outras empresas ou setores (3,14). A idade média dos CEO's é de 52 anos e eles estão no cargo em média há 5,5 anos. Em apenas 3 casos (14,2% da amostra) existe acordo de acionistas.

⁷⁴ Dutra e Saito (2002) indicam que os conselhos de 142 empresas não-financeiras de capital aberto possuem, em média, 7,45 membros e 10% destes participam do conselho e diretoria.

Tabela 6. Informações Conselhos de Administração e Fiscal

Indicador	Valor
Número médio de membros do Conselho Administração	7,19
Número médio de membros do Conselho de Administração eleitos pelo controlador	6,14
Número médio de membros com participação do Conselho e Diretoria	1,48
Número de empresas com mesmo Presidente Conselho e CEO	4,00
Idade média do CEO (6 missings)	52,13
Tempo médio do CEO no cargo (2 missings)	5,68
Número médio de Insiders	4,05
Número médio de Outsiders	3,14
Número médio de conselheiros com mais de 65 anos (6 missings)	1,33
Número de empresas com Conselho Fiscal instalado	15,00
Número médio de membros do Conselho Fiscal	7,40
Número de empresas com Conselho Fiscal permanente (6 missings)	8,00
Número médio de membros do Conselho Fiscal eleitos pelo controlador	5,73
Número de Empresas com Acordo de Acionistas (3 missings)	3,00

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da BM&F Bovespa, CVM e empresas (2008)

As instituições bancárias nacionais também possuem, em sua maioria, conselho fiscal instalado (71,4% da amostra analisada). Dado que a principal atribuição deste conselho é fiscalizar os atos dos administradores, existe um número elevado de conselheiros eleitos pelos controladores: são em média 5,73 eleitos pelos controladores, de um total de 7,4 membros. A tabela 7 traz as informações do conselho de administração e fiscal separados pela natureza do controle, privado ou público. Esta separação nos permite analisar algumas características interessantes. Os bancos públicos possuem, em média, mais membros, tanto no conselho de administração, quanto no conselho fiscal. O Estado, como controlador, também elege mais membros para os dois conselhos, muito embora também eleja mais membros sem histórico relacionado à empresa, indicado pelo maior número de *outsiders*. Usualmente, o CEO é mais jovem e ocupa o cargo por um tempo menor do que nos dos bancos privados, talvez em consequência do ciclo político. Além disso, nos bancos públicos nenhum CEO ocupa o cargo de presidente do conselho simultaneamente. Todos acordos de acionistas existentes são em bancos privados.

Tabela 7. Informações Conselhos de Administração e Fiscal por Natureza do Controle

Indicador	Privado	Público
Número médio de membros do Conselho Administração	6,46	8,38
Número médio de membros do Conselho de Administração eleitos pelo controlador	5,62	7,00
Número médio de membros com participação do Conselho e Diretoria	1,77	1,00
Número de empresas com mesmo Presidente Conselho e CEO	4,00	0,00
Idade média do CEO (missing 3 Priv; 3 Pub)	53,40	49,60
Tempo médio do CEO no cargo (missing 2 priv)	8,45	1,88
Número médio de Insiders	4,92	2,63
Número médio de Outsiders	1,54	5,75
Número médio de conselheiros com mais de 65 anos (missing 3 priv; 3 pub)	1,70	0,60
Número de empresas com Conselho Fiscal instalado	7,00	8,00
Número médio de membros do Conselho Fiscal	6,29	8,34
Número de empresas com Conselho Fiscal permanente (missing 6 priv)	0,00	8,00
Número médio de membros do Conselho Fiscal eleitos pelo controlador	4,71	6,63
Número de Empresas com Acordo de Acionistas	3,00	0,00

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Bovespa, CVM e empresas (2008)

3.2.3.2 – Mecanismos Externos de Controle Corporativo

Basicamente são três os mecanismos externos existentes: fusões e aquisições, a concorrência no mercado de produto e o mercado de capitais. As F&A podem ser classificadas em dois tipos: hostis e amigáveis. A regulação eleva o tempo para a conclusão das operações, pois analisa e aprova todas. Este fato reduz a possibilidade das aquisições hostis atuarem como mecanismo de controle, uma vez que a efetividade do instrumento depende de certa agilidade e sigilo na realização da operação. Por outro lado, a própria autoridade monetária, na busca de fortalecimento da estrutura de capital das instituições, incentiva as fusões. Como são, usualmente, amigáveis, têm reduzida capacidade de disciplinar os administradores, uma vez que, a efetivação do acordo, depende da ação destes que buscarão o acordo mais vantajoso possível.

Após o lançamento do Plano Real, ocorreram diversas operações de F&A no setor bancário. As operações são definidas pelas leis 6.404/76 e 10.303/01. A tabela abaixo apresenta os dados disponibilizados pelo BC entre 1998 e 2008⁷⁵ sobre as operações de fusões, incorporações e transferências de controle⁷⁶.

⁷⁵ Após 2008, três outras operações merecem destaque: a compra da Nossa Caixa e de parte do Votorantim pelo Banco do Brasil e a fusão entre o Itaú e o Unibanco.

⁷⁶ A *fusão* é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar outra, que lhes sucederá nos direitos e obrigações. Na operação, todas as sociedades fusionadas se extinguem, para dar lugar a nova, com personalidade jurídica distinta. Na *incorporação*, uma ou mais sociedades são absorvidas por

Tabela 8 - F&A no Mercado Bancário Brasileiro

COMPRADA	COMPRADORA	OPERAÇÃO	DATA
Crédito Nacional	Bradesco	Transferência do Controle	20/01/1998
CREDIREAL	Bradesco	Transferência do Controle	20/01/1998
Itabanco	Bradesco	Transferência do Controle	20/01/1998
Brascan	Mellon Bank	Transferência do Controle	09/03/1998
Transbanco	Volvo Lasvagnar	Transferência do Controle	30/03/1998
Noroeste	Santander	Transferência do Controle	30/03/1998
Bandeirantes	Caixa Geral de Depósitos	Transferência do Controle	22/05/1998
Liberal	Nations Bank	Transferência do Controle	22/06/1998
Sistema	Banco Pactual	Transferência do Controle	23/07/1998
Dibens	Itaú	Transferência do Controle	13/08/1998
BEMGE	Itaú	Transferência do Controle	17/09/1998
Omega	UBS	Transferência do Controle	23/09/1998
Excel Econômico	Bilbao Vizcaya	Transferência do Controle	09/10/1998
Garantia	Credit Suisse First Boston	Transferência do Controle	15/10/1998
Bandepe	ABN AMRO	Transferência do Controle	30/11/1998
Continental	Bradesco	Transferência do Controle	14/06/1999
Banco do Estado da Bahia	Bradesco	Transferência do Controle	05/07/1999
Sogeral	Société Generale	Transferência do Controle	20/10/1999
Real	ABN AMRO	Transferência do Controle	19/11/1999
Primus	BANIF	Transferência do Controle	03/12/1999
Real	ABN AMRO	Incorporação	30/03/2000
Credibanco	Unibanco	Transferência do Controle	25/04/2000
Meridional	Santander	Transferência do Controle	18/05/2000
Bozano, Simonsen	Santander	Transferência do Controle	18/05/2000
Banco do Estado do Paraná	Itaú	Transferência do Controle	27/10/2000
Itabanco	CREDIREAL	Incorporação	27/10/2000
BANESPA	Santander	Transferência do Controle	28/11/2000
Boavista	Bradesco	Incorporação	08/12/2000
Banco das Nações	BCN	Transferência do Controle	12/12/2000
Bandeirantes	Unibanco	Transferência do Controle	8/01/2001
Banerj	Itaú	Incorporação	20/07/2001
Paraiban	ABN AMRO	Transferência do Controle	19/11/2001
BEG	Itaú	Transferência do Controle	28/12/2001
Banco do Estado do Amazonas	Bradesco	Transferência do Controle	04/02/2002
Banco Mercantil de São Paulo	Bradesco	Transferência do Controle	26/03/2002
Banco Finasa de Investimento	Bradesco	Transferência do Controle	26/03/2002
Chase Fleming	J.P. Morgan	Incorporação	15/04/2002
Fininvest	Unibanco	Transferência do Controle	19/04/2002
Cidade	Bradesco	Transferência do Controle	03/06/2002
Cidade	Banco BCN S.A.	Incorporação	30/10/2002
Banco das Nações	BCN	Incorporação	30/10/2002
Paraiban	ABN AMRO	Incorporação	28/01/2003
BBA Creditanstalt	Itaú	Transferência do Controle	13/03/2003
Banco Fiat	Itaú	Transferência do Controle	16/05/2003
Prosper	Equity de Investimentos	Transferência do Controle	16/07/2003
Bea	Baneb	Incorporação	16/09/2003
Credibanco	Bandeirantes	Incorporação	21/10/2003
Lloyds TSB	HSBC	Transferência do Controle	11/12/2003
Bradesco Luxemburg	Mercantil de São Paulo Internacional	Incorporação	02/02/2004
Zogbi	FINASA	Transferência do Controle	11/02/2004
Banco do Estado do Maranhão	Bradesco	Transferência do Controle	18/02/2004
Banco AGF S.A	Banestado	Transferência do Controle	15/03/2004
BCN	Alvorada	Incorporação	29/07/2004
BNL do Brasil	Unibanco	Transferência do Controle	01/10/2004
Finasa	Baneb	Incorporação	24/03/2005
Banco Zogbi	Finasa	Incorporação	09/06/2005
BEC	Bradesco	Transferência do Controle	06/01/2006
Sudameris	ABN AMRO	Incorporação	13/03/2006
Itaú	BankBoston	Incorporação	11/09/2006
Cacique	Société Generale	Transferência do Controle	08/02/2008
ABN Amro Real	Santander	Transferência do Controle	31/07/2008

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil, 2009

outra. Neste caso, a sociedade incorporada deixa de existir, mas a empresa incorporadora continuará com a sua personalidade jurídica. Entende-se como *transferência de controle*, a alienação, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

Quanto à concorrência no mercado de produto, o mecanismo é também de reduzida efetividade, devido ao padrão de competição existente no setor. É amplamente caracterizado na literatura que o setor é fortemente oligopolizado (Modenesi, 2007; Carvalho 2007c; Nakane & Weintrub, 2005): as 10 maiores instituições (7,4% do total) possuíam 78,01% dos ativos totais, 87,30% dos depósitos totais e 69,51% do patrimônio líquido do setor.

Por último, existe a disciplina imposta pelo mercado de capitais. De adesão voluntária, representa uma tentativa de melhoria na qualidade da governança das instituições. Similar ao discutido para empresas não-financeiras, ao aderir a NDGC ou ao acessar o mercado externo, através da emissão de certificados de depósitos, as empresas se comprometem em elevar a transparência na divulgação de informações, a promover melhorias na gestão e no cumprimento de determinadas regras, que visam assegurar os direitos de acionistas minoritários. A tabela abaixo apresenta os bancos que aderiram a NDGC e aqueles com ADR's, na bolsa de valores dos Estados Unidos.

Tabela 9 - Governança Corporativa no Mercado de Capitais, 2008

ABC - BRASIL	N2
BANRISUL	N1
BANCO DO BRASIL	NM
BRADESCO	N1 e ADR
BIC	N1
CRUZEIRO DO SUL	N1
DAYCOVAL	N1
INDUSVAL	N1
ITAU	N1 e ADR
NOSSA CAIXA	NM
PARANÁ BANCO	N1
PINE	N1
SANTANDER	ADR
SOFISA	N2

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da CVM/BM&Fbovespa

CAPÍTULO 4 – RELAÇÃO ENTRE FINANCE E GOVERNANÇA CORPORATIVA

O objetivo deste capítulo é responder a seguinte pergunta: o sistema de governança corporativa é importante na decisão de alocação de recursos em *finance*, o crédito bancário direcionado a iniciar o processo de financiamento do investimento?

Para alcançar este objetivo é realizada análise empírica da relação entre *finance* e governança, com o uso da tipologia de sistema de governança desenvolvido nos dois capítulos anteriores. O procedimento utilizado foi desenvolver uma variável *Proxy*, que refletisse o papel exercido pelos bancos no circuito *finance-funding*, conforme discutido no primeiro capítulo.

Em seguida, foram construídos três índices que refletissem as dimensões do sistema de governança: relações com as partes interessadas, estrutura de capital e mecanismos de controle corporativo, de acordo com os aspectos desenvolvidos no segundo e, principalmente, terceiro capítulo. A construção destes índices foi baseada, regra geral, na soma de variáveis *dummies*, que representavam a presença ou não na instituição, de determinada característica importante para a dimensão a ser construída.

Nas regressões também foram utilizadas variáveis de controle para determinados aspectos conjunturais e características específicas das instituições. Foram coletados dados de 25 instituições bancárias, para os anos de 2005 a 2009, permitindo a construção de um painel de 5 anos. Os resultados mostraram que os indicadores de governança corporativa de relacionamento com as partes interessadas e de estrutura de capital são significativos na decisão de alocação de recursos em *finance*. O indicador de mecanismos de controle corporativo é afetado por variáveis de controle, o que pode sugerir que são implantados como forma de melhora na gestão quando da abertura do capital, o que, muitas vezes, é feito por normas impostas pela CVM e não motivada por um processo de aumento na produtividade.

O capítulo está dividido em 4 seções. Na primeira, descrevemos a metodologia utilizada no exercício econométrico. Na segunda, o modelo e a metodologia empregada, tanto para a construção da variável explicativa, quanto para a construção dos indicadores de governança corporativa e a base de dados. Na terceira seção, descrevemos as principais restrições da análise e na quarta os resultados encontrados.

4.1 – Metodologia de Dados em Painel⁷⁷

A análise de dados em painel, ou dados longitudinais, é possível quando a informação disponível permite acompanhar os mesmos indivíduos em diferentes períodos de tempo. A principal vantagem do uso desta classe de dados, em relação à *cross-section* de um período, é que a técnica permite maior flexibilidade na modelagem das diferenças comportamentais entre os indivíduos. A característica relevante desta metodologia é que não podemos assumir, de antemão, que as observações sejam independentemente distribuídas ao longo do tempo (Wooldridge, 2006). Na governança corporativa, por exemplo, o principal fator (ou heterogeneidade) não observado é o comportamento dos administradores. Este comportamento afetará as decisões do conselho de administração de uma firma, tanto em 2009, quanto em 2010.

Com isso, a metodologia baseia-se em forma distintas de se tratar os efeitos não observados. Basicamente são dois métodos: o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios. A principal diferença entre estes modelos é a hipótese realizada sobre a correlação entre a heterogeneidade não observada e as demais variáveis explicativas: quando elas são consideradas correlacionadas o estimador de efeitos fixos é o mais indicado e quando consideramos que não existe esta correlação, o modelo mais indicado é o de efeitos aleatórios (Greene, 2000). Não podemos definir, *a priori*, qual será o mais apropriado. Testes descritos abaixo irão indicar qual o ajuste mais adequado, para os dados disponíveis.

4.1.1 – Efeitos Fixos

O modelo de efeitos fixos assume que a heterogeneidade não observada, a_i , é constante no tempo e utiliza uma transformação para removê-la. Considere a equação:

$$y_{it} = \beta_1 x_{it1} + \dots + \beta_k x_{itk} + a_i + u_{it} \quad (1)$$

O efeito fixo é removido pela subtração da equação por sua média ao longo do tempo:

$$y_{it} - \bar{y}_{it} = (\beta_1 x_{it1} - \beta_1 \bar{x}_{it1}) + \dots + (\beta_k x_{itk} - \beta_k \bar{x}_{itk}) + (u_{it} - \bar{u}_{it}) \quad (2)$$

⁷⁷ Toda a seção 4.1 foi baseada em Wooldridge (2006) e Greene (2000). A notação é a utilizada por Wooldridge (2006).

Com isso, o estimador de efeitos fixos é obtido por mínimos quadrados ordinários (MQO) agrupado, baseado em variáveis temporais reduzidas:

$$\dot{y}_{it} = \beta_1 \dot{x}_{it1} + \dots + \beta_k \dot{x}_{itk} + \dot{u}_{it} \quad (3)$$

Sob a hipótese de exogeneidade das variáveis explicativas, da homocedasticidade do termo do erro e de que este não seja serialmente correlacionado, MQO gera um estimador de efeitos fixos é não viesado, com $N(T - 1) - k$, graus de liberdade.

4.1.2 – Efeitos Aleatórios

O modelo de efeitos aleatórios inclui as hipóteses do modelo de efeitos fixos e, adicionalmente, que a heterogeneidade não observada, a_i , seja não correlacionada com as variáveis explicativas:

$$Cov(x_{itj}; a_i) = 0 \quad (4)$$

O modelo não pode ser estimado por MQO, por que o método ignora a correlação serial entre os componentes do termo do erro. Se $v_{it} = a_i + u_{it}$, então, esta correlação serial é dada por:

$$Corr(v_{it}; v_{is}) = \frac{\sigma_a^2}{(\sigma_a^2 + \sigma_u^2)}, t \neq s \quad (5)$$

Aonde σ_i^2 é a variância do termo de erro e do efeito não observado. O método de mínimos quadrados generalizados (MQG) é utilizado para se eliminar o problema da correlação serial. A transformação requerida é dada por:

$$\lambda = 1 - \left[\frac{\sigma_u^2}{(T\sigma_a^2 + \sigma_u^2)} \right]^{1/2} \quad (6)$$

Com isso, a equação transformada será dada por:

$$y_{it} - \lambda \bar{y}_i = \beta_0(1 - \lambda)(\beta_1 x_{it1} - \lambda \bar{x}_{i1}) + \dots + (\beta_k x_{itk} - \lambda \bar{x}_{ik}) + (v_{it} - \lambda \bar{v}_i) \quad (7)$$

O método de MQG produz um estimador de efeitos aleatórios consistente (não viesado), normalmente e assintoticamente distribuído quando N cresce com T fixo.

Conforme dito, não podemos definir, *a priori*, qual dos dois modelos se ajusta melhor aos dados. Para esta definição serão realizados dois testes combinados: os multiplicadores de Lagrange de Breusch & Pagan e o teste de especificação do modelo de Hausman, descritos a seguir.

4.1.3 – Testes Efetuados

Três conjuntos de testes foram realizados no modelo. Estes testes procuraram analisar a significância dos parâmetros, a qualidade do ajuste e a especificação do modelo. No que se refere à qualidade do ajuste, o teste realizado é o tradicional R^2 que indica o percentual da variação amostral da variável dependente que é explicado pelas variáveis independentes.

Quanto aos parâmetros, foram realizados testes de significância individual e de significância conjunta. O teste de significância individual é a usual estatística t. O teste pode ser descrito como:

$$H_0: \beta_i = 0 \quad (8)$$

$$H_1: \beta_i \neq 0$$

O resultado é dado pelo *p-valor* da estatística t que é significativa, nos casos em que permite rejeitar a hipótese nula.

Os testes de significância conjunta dos parâmetros são utilizados para se analisar se o grupo de variáveis utilizadas como explicativas possuem efeitos ou não sobre a variável dependente. O teste consiste em:

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0 \quad (9)$$

$$H_1: H_0 \text{ não é verdadeira}$$

No modelo de efeitos fixos é calculada a estatística F com k e $N(T - 1) - k$ graus de liberdade. A estatística F representa a razão de duas variáveis *qui-quadradas* independentes divididas por seus graus de liberdade. Para valores de F suficientemente grandes (com *p-valor* usualmente abaixo de 10%), rejeitamos a hipótese nula de significância geral da regressão e consideramos que, de fato, as variáveis independentes explicam em alguma medida a variável que nos propomos a analisar.

No modelo de efeitos aleatórios, o teste de significância conjunta dos parâmetros é o teste de Wald. O teste mede a eficiência das estimativas dos coeficientes da

regressão original em satisfazer as restrições da hipótese nula. A estatística de Wald possui uma distribuição *qui-quadrado* com k graus de liberdade. Novamente, para valores grandes, o resultado cai na área de rejeição de H_0 , quando indicamos que as variáveis explicativas são, conjuntamente, diferentes de zero e explicam, em certo grau, a variável dependente.

Sobre a especificação do modelo, o teste de Multiplicadores de Lagrange (ML), desenvolvido por Breusch & Pagan (1980), analisa se o método de MQO pode ser empregado na estimativa de efeitos aleatórios. O teste é baseado nos resíduos do modelo de MQO:

$$\sigma_u^2 = 0 \quad (10)$$

$$\sigma_u^2 \neq 0$$

ML possui uma distribuição *qui-quadrado* com 1 grau de liberdade. A rejeição da hipótese nula implica que o modelo de efeitos aleatórios, baseado na regressão de MQO com um termo constante, não é a especificação apropriada.

Entretanto, o aspecto mais importante a se analisar, quanto à especificação do modelo, é qual estimativa se ajusta melhor aos dados disponíveis, a de efeitos fixos ou a de efeitos aleatórios. Hausman (1978) propôs um teste baseado na ortogonalidade dos regressores no modelo de efeitos aleatórios. Sob a hipótese nula de não correlação, MQO e MQG são consistentes, mas MQO não é eficiente, enquanto sob a hipótese alternativa MQO é consistente, enquanto MQG não é. Com isso, sob hipótese nula, as duas estimativas não diferem e o teste pode ser baseado na diferença. Essa diferença é encontrada na matriz de covariância do vetor diferença: $\text{Cov}(b - \beta)$. O teste possui uma distribuição *qui-quadrado*, baseada no critério de Wald, com $k-1$ graus de liberdade. A aceitação da hipótese nula, de que os efeitos individuais são não correlacionados com os regressores, implica que o modelo de efeitos aleatórios se ajusta melhor aos dados.

O método de efeitos fixos também permite testar a hipótese de que a_i seja diferente de zero. Para analisarmos as diferenças, entre grupos, podemos testar a hipótese de que todos os termos constantes são iguais. A rejeição da hipótese nula implica em considerar que existem efeitos individuais específicos nos dados e, conseqüentemente, o modelo de efeitos fixos não é a melhor especificação a ser adotada. O teste possui estatística F, com $(N-1)$ e $N(T-1) - k$ graus de liberdade. A hipótese consiste em:

$$H_0: a_1 = a_2 = \dots = a_k = 0 \quad (11)$$

$H_1: H_0$ não é verdadeira

4.2 – Modelo

Para analisar a relevância da governança corporativa na aplicação de recursos em *finance* foi empregado o seguinte modelo de dados em painel:

$$\begin{aligned} Ln_Finance_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Part_Interss_{it} + \beta_2 Est_Cap_{it} + \beta_3 Mec_Cont_{it} \quad (12) \\ & + \beta_4 Ln_Ativo_Total_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 IGP_DI_t + \beta_7 TJLP_t \\ & + \beta_8 Bens_{cap_t} + \beta_9 PIB_t + \beta_{10} Acoes_Neg_{it} + a_i + u_{it} \quad (i = 1, \dots, 25; t \\ & = 1, \dots, 5). \end{aligned}$$

Todas as informações que compõem a base de dados são originadas de quatro fontes: a CVM/BM&FBovespa, o BC, as próprias empresas e o IPEA. Da CVM/BM&FBovespa extraímos as informações primárias sobre governança e algumas informações contábeis das empresas. Os dois formulários principais utilizados foram as informações anuais (IAN) e as demonstrações financeiras padronizadas (DFP). Estes dados foram complementados por aqueles apresentados pelas empresas no sítio próprio. Do BC foram retirados alguns dados contábeis e algumas informações utilizadas na construção do indicador de estrutura de capital. Do IPEA foram retiradas informações sobre as variáveis de controle. A base de dados é composta por informações anuais de 2005 a 2009.

4.2.1 – Finance

Conforme discutido no capítulo 1, a firma bancária exerce um papel fundamental no processo de financiamento do investimento ao disponibilizar o crédito que permite às empresas iniciarem o processo (circuito *finance-funding*). Este crédito possui uma característica de curto prazo, *no contexto de financiamento do investimento*: ele permite as firmas implantarem seus projetos, mas, em muitos casos, dependendo de sua exposição ao risco (*hedge*, *especulativa* ou *ponzi*), necessitam ser quitados em prazos inferiores à maturação dos empreendimentos. O papel dos bancos comerciais no processo, portanto, é o de provedor destes fundos que viabilizam os projetos, mas a estruturação da dívida de longo prazo necessita ser organizada em uma etapa posterior.

No Brasil esta estruturação ocorre basicamente por três vias: os próprios lucros no negócio, a procura de outro financiamento de longo prazo, em condições mais favoráveis (empréstimo externo ou BNDES) ou a abertura do capital na bolsa, o que implica na modificação de sua estrutura societária.

A maior dificuldade para se construir uma variável que represente esta operação bancária reside na própria característica do financiamento, que apresenta uma dualidade: ele é de curto prazo, no contexto do financiamento dos investimentos, mas de longo prazo, quando comparado com outras operações bancárias com as próprias firmas (como, por exemplo, capital de giro, para as operações normais).

A partir das informações disponibilizadas no balanço das firmas bancárias, retiradas da DFP, construímos a variável para *finance*, que pode ser definida como a *participação no financiamento de longo prazo às pessoas jurídicas (FLPPJ) no total de financiamento das pessoas jurídicas (FTPJ) realizado pela i-ésima firma bancária no ano t*:

$$Finance = \frac{FLPPJ_{it}}{FTPJ_{it}} \quad (13)$$

A variável representa um *financiamento*, em contraposição a *empréstimos* realizados pelas firmas bancárias: as contas de financiamento registram as obrigações da empresa junto a instituições financeiras do país e do exterior, cujos recursos são destinados para financiamento de immobilizações ou para capital de giro. Como regra geral, os empréstimos e financiamentos são suportados por contratos, que estabelecem o seu valor, forma e época de liberação, encargos incidentes, forma de pagamento, garantias, além de outras cláusulas contratuais. Os financiamentos distinguem-se dos empréstimos por representarem um crédito vinculado à aquisição de determinado bem, podendo ter a intervenção de instituição financeira ou diretamente com o fornecedor do bem. Por outro lado, os empréstimos são concessões de crédito em espécie, sem vinculação específica, muito embora conste do contrato a finalidade do mesmo⁷⁸.

Do ponto de vista contábil, esta variável é obtida através da extração do balanço das firmas bancárias do numerador e do denominador da relação. O FTPJ é obtido pela participação da pessoa jurídica no financiamento total do setor privado sendo, para a sua construção, necessário eliminar-se a parte direcionada para o crédito de pessoas físicas.

⁷⁸ A definição está disponível em www.bndes.gov.br.

O FLPPJ é o percentual do financiamento de longo prazo no financiamento total das pessoas jurídicas. O FLPPJ não é uma informação obtida diretamente do balanço bancário. Foi necessário gerá-la a partir dos dados disponibilizados. Duas simplificações foram utilizadas: em primeiro lugar, considerou-se longo prazo o mesmo prazo utilizado na contabilidade bancária: todos os ativos bancários com vencimento superior a 365 dias, ou seja, no mínimo no exercício contábil seguinte. Além disso, considerou-se que a participação do financiamento de longo prazo da pessoa jurídica nos financiamentos totais é o mesmo da participação do crédito de longo prazo ao setor privado, em relação ao crédito total do setor privado. Esta última informação é diretamente disponível no balanço bancário.

Para a construção do FLPPJ, encontra-se, inicialmente, a participação do crédito de longo prazo no crédito total do setor privado. Este percentual é obtido pela relação entre as operações de crédito do setor privado, constante no ativo realizável à longo prazo, e as operações totais de crédito do setor privado (ativo realizável à longo prazo mais ativo circulante). Em seguida, encontra-se o financiamento total à pessoa jurídica⁷⁹, que é obtido pela multiplicação entre os financiamentos totais e a participação da pessoa jurídica no crédito total do setor privado⁸⁰. O FLPPJ é obtido pela multiplicação entre o montante de financiamento total à pessoa jurídica e a participação do crédito de longo prazo no crédito total do setor privado. A variável de *finance* é, portanto, obtida pela relação entre FLPPJ e FTPJ⁸¹.

4.2.2 – Variáveis de Governança

Para analisar a significância do sistema de governança corporativa sobre a alocação de recursos em *finance* construímos três índices, que procurassem refletir as três dimensões de governança indicadas no estudo: relacionamento com as partes interessadas, estrutura de capital e mecanismos de controle corporativo. A metodologia utilizada foi gerar variáveis *dummies*, que indicassem a presença ou não de uma

⁷⁹ Este financiamento exclui: Empréstimos, descontos de duplicatas, capital de giro, vendor, operações resolução 2770 etc.

⁸⁰ Estes financiamentos incluem: financiamentos BNDES/FINAME, financiamentos rurais e agroindustriais, financiamentos em Moeda Estrangeira, financiamento à exportação e importação para as pessoas jurídicas do setor privado no país (indústria, comércio e serviços, exceto intermediários financeiros). Não inclui financiamentos imobiliários e de títulos e valores mobiliários.

⁸¹ É importante ressaltar que, a variável de *finance* pode conter algumas informações de *funding*. Isto ocorre quando o vencimento de financiamento é idêntico com o da maturação do projeto. Entretanto, pelas informações atualmente disponibilizadas, pela contabilidade bancária, é impossível distinguirmos um tipo de financiamento do outro.

determinada prática na empresa. As fontes para a extração destas informações foram as informações anuais (IAN), as demonstrações financeiras padronizadas (DFP) e a seção de relações com investidores, no sítio de cada firma na internet. As variáveis foram elaboradas para todos os anos, entre 2005 e 2009.

Em seguida à captura da informação, atribuiu-se valores positivos ou zero para cada uma das características, dependendo da sua presença ou não. Os índices de governança foram construídos simplesmente somando-se o valor atribuído para cada característica em cada ano. Além de refletirem práticas de governança propostas pelo IBGC, CVM e BC, algumas destas características foram retiradas trabalho de Silveira (2004), que também constrói um índice de governança corporativa para firmas não bancárias. A tabela 10 apresenta as características e o valor possível de ser atribuído para cada prática.

Sobre as características utilizadas para a construção do índice de relacionamento com partes interessadas podemos destacar que a adesão a NDGC implica em maior compromisso com a transparência, o que se reflete em maiores valores a serem atribuídos ao índice. Apenas 4 bancos apresentaram informações conforme os padrões americanos de contabilidade US-GAAP ou IAS-GAAP (Bradesco, Itaú, Santander e Unibanco). Sobre a remuneração dos executivos, a diferenciação foi possível porque, em algumas situações, as firmas declaravam a remuneração dos executivos sem informações sobre a sua participação nos resultados (mas informando que havia participação nos resultados) e, em outros casos, informavam a remuneração e o valor da participação nos resultados. Sobre as projeções de retornos financeiros ou estimativas de lucros, a diferenciação indica que algumas firmas apresentaram apenas indicações do sentido dos retornos (se aumentariam ou diminuiriam) e outras, efetivamente, se comprometeram com valores para o aumento ou redução nos resultados corporativos.

Tabela 10 - Índices de Governança Corporativa

Dimensão Governança	Característica	Valor Atribuído
Relação com Partes Interessadas	Adesão a Níveis Diferenciados de Governança	Nenhuma = 0; N1=1; N2=2; NM=3
	Relatório anual possui seção específica com informações sobre a Governança Corporativa	Sim = 1; Não = 0
	Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP	Sim = 1; Não = 0
Estrutura de Capital	O RA apresentou informações sobre a remuneração global dos executivos	Nenhuma= 0; Apenas informações parciais = 1; valores globais da remuneração = 2
	O RA/IAN apresentou informações sobre projeções de retornos financeiros ou estimativas de lucros	Não =0, Apenas informações sobre riscos = 1; Apresenta projeções com valores = 2
	Controlador possui mais de 70% do total de ações	Sim = 1; Não = 0
Mecanismos de Controle Corporativo	A empresa emite apenas ações ON	Sim = 1; Não = 0
	As ações PN representam menos de 50% do total de ações	Sim = 1; Não = 0
	Existem desvios de direitos	Sim = 1; Não = 0
	Índice da Basiléia	Valor do índice no ano
	Índice de Imobilização	Valor do índice no ano
	Controle (Privado=1, Estatal=0)	Privado = 1; Estatal = 0
	O Banco faz parte de um conglomerado (ou é independente)	Sim = 1; Não = 0
	É possível identificar a família ou PF no controle direto da instituição	Sim = 1; Não = 0
Mecanismos de Controle Corporativo	Índice de Payout (dividendos por ação/lucro líquido por ação)	Valor do índice no ano
	Ao menos 20% dos membros do CA não são eleitos pelo controlador	Sim = 1; Não = 0
	O conselho possui de 5 a 9 membros	Sim = 1; Não = 0
	Ao menos 50% dos membros do CA são externos	Sim = 1; Não = 0
	Existem conselheiros independentes	Sim = 1; Não = 0
	Empresa possui CF instalado	Sim = 1; Não = 0
	Ao menos 30% dos membros do CF não são eleitos pelo controlador	Sim = 1; Não = 0
	A empresa não possui acordo de acionistas	Sim = 1; Não = 0
	Empresa não possui o mesmo presidente executivo e do conselho	Sim = 1; Não = 0
	A empresa passou por algum processo de F&A no ano	Sim = 1; Não = 0
A empresa participa de algum NDGC	Sim = 1; Não = 0	

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados da CVM, BM&Fbovespa, BC e Silveira (2004)

As características utilizadas para a construção do índice de estrutura de capital procuraram refletir a concentração de propriedade, a existência de desvios de direitos (ações PN sem direito a voto), o tipo de controle (estatal, privado, familiar etc.) e a solidez desta estrutura. Sobre este último item, foram utilizados dois indicadores disponibilizados pelo BC: o índice de Basiléia e de imobilização. Também foi

construído o índice de *payout* anual. Conforme Silveira (2004), quanto maior este índice maior o pagamento de dividendos, o que indica maior solidez financeira da empresa e menor a possibilidade de expropriação dos minoritários.

Para o índice associado aos mecanismos de controle corporativo as características procuraram refletir mecanismos *internos* e *externos* de governança. Informações associadas aos conselhos de administração e fiscal, acordo de acionistas, presidência executiva e do conselho representam mecanismos *internos* e foram extraídas do IAN e do sítio de cada empresa. As características de F&A e de adesão a NDGC representam mecanismos *externos* e foram extraídas do IAN. A tabela 11 apresenta o valor atribuído para cada empresa em ordem decrescente, para cada uma dos três índices em 2009.

Tabela 11 - Índices de Governança Corporativas Firms Bancárias - 2009

Bancos	Part_Interss	Bancos	Est_Cap	Bancos	Mec_Cont
BB	8,0000	SOFISA	9,7357	BB	9,00
BRADESCO	6,0000	INDUSVAL	7,3510	ABC-BRASIL	8,00
ITAU	6,0000	SANTANDER	6,3394	PINE	8,00
SANTANDER	6,0000	BIC	6,2393	BANRISUL	7,00
BANRISUL	5,0000	PARANÁ BCO	6,1673	BRADESCO	6,00
ABC-BRASIL	4,0000	BB	5,6684	INDUSVAL	6,00
BANESTES	4,0000	MERCANTIL BRASIL	5,6553	SOFISA	6,00
BANPARA	4,0000	PINE	5,0395	PARANÁ BCO	6,00
BIC	4,0000	ITAU	5,0310	BANESTES	5,00
BNB	4,0000	CRUZEIRO DO SUL	5,0223	BNB	5,00
CRUZEIRO DO SUL	4,0000	ALFA INVEST	4,5850	BANESE	4,00
INDUSVAL	4,0000	RENNER	4,3297	BIC	4,00
SOFISA	4,0000	BRADESCO	3,9986	BRB	4,00
PARANÁ BCO	4,0000	BANRISUL	3,8948	CRUZEIRO DO SUL	4,00
BANESE	3,0000	DAYCOVAL	3,7680	ITAU	4,00
DAYCOVAL	3,0000	BANESTES	3,6747	MERCANTIL BRASIL	4,00
MERCANTIL BRASIL	3,0000	BRB	3,6255	SANTANDER	4,00
BASA	3,0000	ABC-BRASIL	3,6124	BASA	4,00
ALFA INVEST	2,0000	BANPARA	3,5632	ALFA INVEST	3,00
PINE	2,0000	BASA	3,3910	BANPARA	3,00
BRB	1,0000	BNB	2,2770	DAYCOVAL	2,00
NOSSA CAIXA	0,0000	BANESE	1,8778	NOSSA CAIXA	0,00
RENNER	0,0000	NOSSA CAIXA	0,0000	RENNER	0,00
UNIBANCO	0,0000	UNIBANCO	0,0000	UNIBANCO	0,00
ABN AMRO REAL	0,0000	ABN AMRO REAL	0,0000	ABN AMRO REAL	0,00

Fonte: Elaboração Própria a partir das informações CVM, BMF&Bovespa, BC e empresas

4.2.3 – Variáveis de Controle

A tomada de decisão de alocação de recursos é, evidentemente, afetada por outros aspectos além da governança corporativa. Aspectos conjunturais como expectativas de crescimento econômico ou emergência de crises financeiras também afetam o processo decisório. Além disso, características específicas de cada instituição como porte ou lucratividade, podem também interferir na decisão de disponibilizar uma

quantidade, maior ou menor, de *finance*. Neste sentido, dois conjuntos de variáveis de controle foram utilizados no trabalho.

No primeiro conjunto, foram empregadas quatro variáveis na tentativa de se controlar aspectos conjunturais, que refletem a situação macroeconômica do momento e podem afetar a decisão dos administradores quanto à alocação de recursos: o índice geral de preços – disponibilidade interna (IGP-DI), a taxa de juros de longo prazo (TJLP), a produção física de bens de capital e a taxa de crescimento do PIB. As informações para cada ano foram retiradas de séries temporais do IPEA⁸².

O IGP-DI é um índice de preços geral da economia brasileira. Reflete as variações nos preços que afetam as atividades econômicas e é calculado pela FGV desde 1944. É composto pelo índice de preços no mercado atacadista (IPA – com peso de 60%), o índice de preços ao consumidor para famílias de 1 a 33 salários mínimos, nas regiões metropolitanas do Rio de Janeiro e São Paulo (IPC - com peso de 30%) e do índice nacional da construção civil (INCC – com peso de 10%)⁸³. É razoável supor-se que, quanto maior a inflação, menor a oferta de crédito de longo prazo, uma vez que a redução do poder de compra altera os padrões de consumo, a demanda por crédito e, conseqüentemente, deteriora expectativas de investimentos. Com isso, o resultado esperado para esta variável é uma relação negativa com o *finance*.

A TJLP é a taxa de referência para contratos de financiamento de longo prazo no Brasil e pode ser utilizada como remuneração de qualquer operação ativa e passiva no mercado financeiro. Reflete a atratividade que uma instituição financeira possui para aplicar recursos em operações de prazo mais longo. É calculada pela soma da meta da inflação fixada pelo CMN para os doze meses seguintes ao primeiro mês de vigência da taxa, com um prêmio de risco, que incorpora uma taxa de juros real internacional e um componente de risco Brasil no médio e longo prazo⁸⁴. Neste caso, podemos supor que, quanto maior a TJLP, maior a oferta por crédito de longo prazo. Mas, o aumento da TJLP inibe os investimentos realizados e a demanda por crédito. Com isso, a variável pode apresentar uma relação positiva ou negativa, com o *finance*⁸⁵.

A produção física de bens de capital é um indicador industrial calculado pelo IBGE na PIM – Pesquisa Industrial Mensal. No trabalho é utilizado o valor anual acumulado (com base 2002 = 100). O índice reflete o crescimento dos investimentos

⁸² Ver o sitio www.ipeadata.gov.br.

⁸³ Informações disponíveis em www.fgv.br.

⁸⁴ Informações disponíveis em:

www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/produtos/download/tjlp.pdf

⁸⁵ A TJLP foi utilizada, e não a SELIC, por ser a taxa de financiamento de projetos e afetar diretamente a demanda por crédito.

realizados pelas empresas, tanto em aumento da capacidade produtiva, como em reposição de ativos depreciados. No contexto deste trabalho, o crescimento da produção de bens de capital pode se refletir diretamente na demanda (e oferta) de crédito, para financiamento destes equipamentos. Aqui é razoável esperarmos uma relação positiva entre *finance* e a produção de bens de capital, uma vez que o aquecimento do setor é diretamente associado ao incremento dos investimentos.

A taxa de crescimento do PIB reflete o nível de atividade econômica do país. No contexto deste trabalho, o crescimento acelerado do PIB implica no aumento da demanda por crédito, que pode ser para outros usos, que não para financiamento do investimento. O crescimento do PIB deve possuir uma relação positiva com o aumento do *finance* para o setor privado.

No segundo conjunto, três variáveis buscaram captar aspectos específicos de cada firma bancária que poderiam representar diferenças significativas no processo de decisão de alocação de recursos: o ativo total, o retorno sobre o capital e a negociação de ações em bolsa de valores.

O uso do ativo total é uma tentativa de se controlar a diferença de porte entre as instituições. Alguns bancos de varejo apresentam atuação nacional e são de porte muito superior a outros, que atuam em nichos específicos do *middle-market*⁸⁶. Estes bancos, por apresentarem maior capilaridade, naturalmente, conseguem atingir uma camada maior de demandantes por crédito, ter acesso a recursos mais baratos e diversificar suas operações de forma a diluir o risco. Espera-se que, quanto maior a empresa, maior a oferta de *finance*.

O ROE (*return on equity*) é o retorno sobre o patrimônio líquido. É calculado pela relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido. O indicador representa a lucratividade da instituição sobre o capital próprio e representa a capacidade que cada uma possui de gerar recursos para aplicações futuras, sem a necessidade de novas alavancagens. Espera-se uma relação positiva entre o ROE e a oferta de *finance*.

A última variável é uma variável *dummy*, que assume valor igual a um quando a empresa teve ações negociadas em bolsa em determinado ano e zero caso contrário. A tabela 12 apresenta a relação de todas as variáveis explicativas utilizadas no exercício econométrico e o sentido esperado de cada uma.

⁸⁶ Em 2009, por exemplo, o menor valor da receita de intermediação financeira de uma destas instituições correspondia a 0,058% do valor da maior receita.

Tabela 12 - Sentido Esperado das Variáveis

Variável	Sentido Esperado	Fonte
Part_Interyss	+	CVM/BC
Est_Cap	+	CVM/BC
Mec_Cont	+	CVM/BC
IGP-DI	-	FGV
TJLP	+ / - ¹	BNDES
Produção Bens de Capital	+	IBGE
PIB	+	IBGE
Ln Ativo Total	+	BC
ROE	+	BC
Acoes_Neg	+	CVM

Fonte: Elaboração própria

4.3 – Restrições da Análise

Atualmente, já estão bem documentados na literatura, os principais problemas existentes no emprego da análise econométrica em estudos de governança corporativa (Silveira, 2004; Bhagat & Jeffries Jr., 2002; Börsch-Supan & Köke, 2000; Himmelberg *et. alli*, 1999). Estes autores destacam como principais problemas a serem mitigados a endogeneidade, variáveis omitidas e erros de mensuração nos dados⁸⁷. O primeiro problema pode ser suavizado através da metodologia empregada no estudo e os dois últimos pela qualidade das informações utilizadas.

Estudos econométricos usualmente utilizam variáveis de governança como independentes, *a priori*, quando na verdade, a relação de causalidade destas variáveis não é inicialmente estabelecida. Por exemplo, uma determinada estrutura de capital pode favorecer a aplicação de recursos a longo prazo mas, por outro lado, a aplicação de recursos a maior prazo, se mais rentáveis, pode reforçar a estrutura de capital da instituição. Outro fenômeno, a ressaltar o problema da endogeneidade, a correlação espúria, ocorre quando a correlação entre variáveis dependentes e independentes são influenciadas por uma variável não observável. Em estudos sobre governança, a principal heterogeneidade não observável é o comportamento dos administradores (Silveira, 2004). As duas melhores formas de se tratar este problema são o uso de dados

⁸⁷⁸⁷ Silveira (2004) indica também a possibilidade de viés na seleção amostral dado que um estudo sobre governança utiliza dados de empresas listadas em bolsa de valores que são, provavelmente, as que apresentam padrões mais elevados de governança. Se a governança corporativa é relevante para a variável em estudo serão estas que apresentarão o resultado mais significativo. Entretanto, o autor justifica que o uso somente de companhias abertas pode ser defendido por que a separação entre propriedade e controle, característica *sine qua non* para a existência de problemas de governança, existe apenas nesta classe de empresas.

em painel ou de modelos de equações simultâneas (Wooldridge, 2006). O problema com o emprego de equações simultâneas é a sensibilidade dos resultados às variáveis instrumentais utilizadas (Silveira, 2004). Na falta de base teórica apropriada para a escolha de instrumentos em estudos de governança, Börsch-Supan and Köke (2000) e Himmelberg *et. alli* (1999) consideram que a melhor forma de tratar o problema é com o emprego de dados em painel, metodologia utilizada neste trabalho.

Outra limitação é a existência de variáveis omitidas, que pode ocorrer tanto devido a erro na especificação da forma funcional, quanto devido a indisponibilidade de dados (Bhagat & Jeffries Jr., 2002; Börsch-Supan & Köke, 2000). Com relação à forma funcional, testes alternativos foram realizados com outras especificações, inclusive considerando-se termos polinomiais quadráticos. Quanto à omissão de variáveis em si, os índices foram construídos utilizando-se 26 atributos de governança, além de variáveis de controle, que procuraram captar outras características a influenciar a decisão da firma bancária.

A última dificuldade imposta a estudos empíricos sobre governança corporativa é o erro na mensuração dos dados. Erros de medida podem gerar coeficientes inconsistentes e viesados e reduzir a significância estatística do modelo (Wooldridge, 2006; Greene, 2000). Uma forma de tratar o problema seria utilizar mais de uma especificação para a variável exógena e verificar se a significância do modelo é alterada. Uma robustez dos resultados a especificações distintas da variável de *finance* implicaria em uma confiabilidade maior do modelo. O problema é que esta variável não é diretamente observável nos balanços das empresas devendo ser construída a partir dos dados disponibilizados, o que dificulta a existência de especificações alternativas. No próprio processo de criação da variável, outras duas alternativas foram utilizadas. O problema com ambas é que incorporavam informações que não caracterizavam financiamento de ativos por firmas⁸⁸ com características de longo prazo, o que retira a relevância dos resultados encontrados para a proposta do estudo. Erros de medida também podem ocorrer com as variáveis endógenas. Neste caso, a solução depende da qualidade dos dados disponibilizados e também da legislação existente, que determina as informações obrigatórias a serem tornadas públicas. Este tipo de erro, apesar de não gerar estimadores inconsistentes e viesados pode reduzir a significância do modelo estimado (Wooldridge, 2006; Greene, 2000).

⁸⁸ Em uma especificação incorporava empréstimos, além de financiamentos e em outro caso, recursos para financiamento de operações correntes.

4.4 – Resultados

A tabela 13 apresenta o valor médio do *finance*, entre os anos de 2005 e 2009 para os 25 bancos de capital aberto da amostra. Este tipo de financiamento apresentou crescimento no período: enquanto o financiamento de longo prazo representava 17,67% do financiamento total às pessoas jurídicas do setor privado em 2005, atingiu o máximo de 23,80% em 2008, tendo uma redução para 22,97% em 2009, talvez resultado da crise de 2008. Os valores do desvio-padrão indicam que a dispersão da amostra não aumentou significativamente no período, exceto em 2009, quando bancos, de modo geral, reduziram crédito para empresas. Bancos públicos mantiveram sua política de financiamentos, em alguns casos, disponibilizando até mais recursos para este tipo de operação.

Tabela 13 - Finance 2005-2009

Ano	Média	Des-pad	Mín.	Máx.
2009	0,2297	0,1603	0,0000	0,4704
2008	0,2380	0,1366	0,0069	0,4779
2007	0,2163	0,1355	0,0057	0,5822
2006	0,1894	0,1375	0,0041	0,5308
2005	0,1767	0,1383	0,0000	0,6109

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do BC e CVM/BMF&Bovespa

A tabela 14 apresenta o valor médio e o desvio-padrão dos índices de governança. Tanto o índice de relacionamento com as partes interessadas, quanto o índice de mecanismos de controle corporativo apresentaram valor crescente entre 2005 e 2009, indicando que foram reforçados no período, caracterizado pela abertura de capital de algumas empresas, o que por si só representa um importante marco, para se promover a discussão sobre transparência e mecanismos de controle. Por outro lado, o índice associado com a estrutura de capital manteve-se estável durante estes anos. Este fato deve-se, principalmente, ao índice ser influenciado pelos procedimentos adotados pela supervisão bancária e pela regulação prudencial. No Brasil, os índices de Basiléia e de imobilização adotados são mais elevados que aqueles recomendados pelo BIS. Cabe destacar também o valor do desvio-padrão do índice de estrutura de capital, que se manteve estável durante os quatro primeiros anos e teve elevação acentuada em 2009. O resultado também pode indicar um movimento de redução da oferta de crédito e reforço da estrutura de capital para enfrentar um momento de crise.

Tabela 14 - Índices de Governança 2005-2009

Ano	Part_Interss		Est_Cap		Mec_Cont	
	Média	Desv Pad	Média	Desv Pad	Média	Desv Pad
2009	3,36	0,4159	4,35	0,4038	4,24	0,5042
2008	3,40	0,3367	4,28	0,2251	4,24	0,4520
2007	3,00	0,3367	4,46	0,2479	4,40	0,3786
2006	2,52	0,3470	4,42	0,2819	2,64	0,4198
2005	1,72	0,3809	4,19	0,2496	2,60	0,4619

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do BC e CVM/BMF&Bovespa

A tabela 15 apresenta o coeficiente de correlação entre as variáveis explicativas. Os resultados indicam que existe uma correlação elevada entre a TJLP e *Bens_Cap* e entre o PIB e o *IGP_DI*. Com isso, as regressões efetuadas não apresentaram estas variáveis conjuntamente. Existe também uma correlação elevada entre o índice de mecanismos de controle corporativo (*Mec_Cont*) e as ações negociadas em bolsa. Neste caso, entretanto, as regressões apresentaram ambas variáveis uma vez que o interesse básico da análise é justamente o efeito dos índices de governança sobre a alocação de recursos. De qualquer forma, os resultados apresentados na tabela 16 mostraram que o indicador já não era significativo antes da inclusão da variável *acoes_neg*.

Tabela 15 - Coeficiente de Correlação entre as Variáveis

Variáveis	Part_Interss	Est_Cap	Mec_Cont	Ln_Ativo_Total	TJLP	IGP_DI	Bens_Cap	PIB	ROE	Acoes_Neg
Part_Interss	1,0000									
Est_Cap	0,0111	1,0000								
Mec_Cont	0,0369	0,0223	1,0000							
Ln_Ativo_Total	0,0069	0,2214	0,3367	1,0000						
TJLP	0,2133	0,1199	0,2695	0,0696	1,0000					
IGP_DI	0,0955	0,0216	0,0075	0,0341	-0,3057	1,0000				
Bens_Cap	-0,2635	-0,0921	-0,2184	-0,0745	-0,6966	-0,2134	1,0000			
PIB	0,2040	0,0555	0,1721	0,0780	-0,0237	0,9228	-0,3861	1,0000		
ROE	0,0403	-0,2748	-0,0599	0,0038	-0,1758	-0,0196	0,1943	-0,0924	1,0000	
Acoes_Neg	-0,0017	0,1259	0,6276	0,2723	0,2387	0,1328	-0,2611	0,2915	-0,1614	1,0000

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do BC e CVM/BM&Fbovespa, 2010

A tabela 16 apresenta os resultados para da análise em painel do impacto das dimensões da governança corporativa na alocação de recursos em *finance*. As regressões foram efetuadas com o logaritmo da variável de *finance*, o que permitiu efetuar-se a análise sem deflacionar os valores monetários, para a mesma base e sem a

necessidade de incluímos uma *dummy* anual que capte os aspectos conjunturais⁸⁹. Entre parênteses é apresentado o *p-valor*.

Tabela 16 - Determinantes de Finance 2005-2009

	Eq. 1	Eq. 2	Eq. 3	Eq. 4	Eq. 5	Eq. 6	Eq. 7	Eq. 8
Part_Interss	0,1035 (0,0040)	0,1181 (0,0000)	0,1036 (0,0010)	0,0986 (0,0020)	0,0885 (0,0060)	0,0922 (0,0090)	0,0807 (0,0160)	0,0675 (0,0380)
Est_Cap		0,2189 (0,0000)	0,1603 (0,0010)	0,1539 (0,0010)	0,1456 (0,0030)	0,1464 (0,0030)	0,1427 (0,0020)	0,0878 (0,0690)
Mec_Cont			0,0730 (0,0010)	0,0634 (0,0030)	0,0576 (0,0090)	0,0595 (0,0090)	0,0231 (0,3100)	-0,0340 (0,2400)
ROE				-1,2424 (0,0500)	-1,1557 (0,0690)	-1,1653 (0,0690)	-0,9293 (0,1320)	-0,8250 (0,1650)
TJLP					0,0316 (0,2670)	0,0293 (0,3240)	-0,0255 (0,3950)	-0,0175 (0,5460)
PIB						-0,5513 (0,7530)	-0,0258 (0,1260)	-0,0333 (0,0420)
Ln_Ativo_Total							0,4272 (0,0000)	0,3782 (0,0000)
Acoes_Neg								0,5810 (0,0030)
Constante	-2,2417 0,0000	-3,2517 0,0000	-3,2200 0,0000	-3,0231 0,0000	-3,1644 0,0000	-3,1484 0,0000	-9,4635 0,0000	-8,7257 0,0000
R2	0,0921	0,2619	0,3346	0,3609	0,3687	0,3695	0,4754	0,5203

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do BC e CVM/BM&Fbovespa, 2010

Os resultados demonstram que as variáveis de governança das dimensões de relacionamento com as partes interessadas e com a estrutura de capital são positivas e significativas em todas as alternativas. Tomando como base a equação 8, tudo o mais constante, o fortalecimento do relacionamento com as partes interessadas eleva em 6,98%⁹⁰ a aplicação de recursos que viabilizem o *finance* das pessoas jurídicas com as quais desenvolvem negócios. O resultado é significativo a 5%. Por outro lado, o fortalecimento da estrutura de capital representa um aumento de 9,18% na aplicação de recursos em *finance* tudo o mais constante. O resultado é significativo a 10%.

A presença dos mecanismos de controle corporativo é afetada pelo tamanho da instituição e pela negociação de ações em bolsa de valores. A variável é significativa a 5% nas alternativas iniciais, mas quando a variável do ativo total é incluída no modelo, os mecanismos de controle perdem a significância. O resultado se mantém quando a

⁸⁹ A hipótese com o uso de *dummies* anuais foi tentado e estas variáveis apresentaram colinearidade com outras variáveis de conjuntura.

⁹⁰ $\text{Exp}(0,0675)-1=0,0698$.

dummy de negociação em bolsa de valores é acrescentada. Este resultado pode indicar que instituições maiores irão empregar mecanismos de controle como forma de melhorias em sua gestão e/ou que a abertura do capital, implica na obrigatoriedade da aplicação destes mecanismos de controle, não sendo os mesmos fatores determinantes no processo decisório, de aplicação de recursos em longo prazo. Cabe ressaltar também que ambas variáveis de controle são positivas e significativas na explicação de alocação de recursos em *finance*.

A tabela 17 apresenta modelagens alternativas com a troca do *PIB* pelo *IGP_DI* e da *TJLP* por *Bens_Cap*. A equação 11 é a mesma alternativa da equação 8 com a exclusão dos mecanismos de controle. Como regra geral, os resultados se mantêm. O *IGP_DI*, na equação 9 apresenta significância a 10%. Um aumento na inflação medida pelo índice provoca uma redução de 1,3% na aplicação de recursos em *finance*, tudo o mais constante.

Tabela 17 - Determinantes de Finance 2005-2009

	<i>Eq. 9</i>	<i>Eq. 10</i>	<i>Eq. 11</i>
<i>Part_Interss</i>	0,0619 (0,0510)	0,0655 (0,0400)	0,0721 (0,0270)
<i>Est_Cap</i>	0,0878 (0,0660)	0,0924 (0,0550)	0,0926 (0,0550)
<i>Mec_Cont</i>	-0,0397 (0,1680)		
<i>ROE</i>	-0,8512 (0,1540)	-0,7862 (0,1910)	-0,7788 (0,1920)
<i>TJLP</i>			-0,0214 (0,4580)
<i>PIB</i>			-0,0329 (0,0460)
<i>Ln_Ativo_Total</i>	0,3580 (0,0000)	0,3315 (0,0000)	0,3591 (0,0000)
<i>Acoes_Neg</i>	0,5808 (0,0020)	0,4087 (0,0050)	0,4353 (0,0030)
<i>Bens_Cap</i>	0,0019 (0,397)	0,0019 (0,4110)	
<i>IGP_DI</i>	-0,0131 (0,1010)	-0,0118 (0,1390)	
<i>Constante</i>	-8,8333 (0,0000)	-8,4338 (0,0000)	-8,4258 (0,0000)
<i>R2</i>	0,5176	0,5033	0,5096

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados BC e CVM/BM&Fbovespa, 2010

A tabela 18 reproduz a equação 8, estimada pelos métodos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios. Como regra geral, os resultados se mantêm para as outras

especificações, tanto para as estimativas dos parâmetros, quanto para a sua significância. Além disso, o resultado para o R^2 , em ambos os modelos, é similar.

No que se refere a significância conjunta dos parâmetros, no modelos de efeitos fixos o teste F apresentou estatística igual a 11,98 com $\text{Prob} > F = 0,00$. No de efeitos aleatórios, o teste de Wald apresentou estatística $X^2 = 98,56$ com $\text{Prob} > X^2 = 0,00$. Em ambos os casos, os resultados nos permitem concluir que as variáveis explicativas, tomadas em seu conjunto, possuem influencia sobre o *finance* dado que o teste leva a rejeição da hipótese nula, de não significância conjunta dos parâmetros.

O teste de multiplicadores de Lagrange de Breusch & Pagan nos permite analisar a significância dos efeitos individuais, não observáveis, sobre a variável de *finance*. O resultado apresentou estatística $X^2 = 175,72$ com $\text{Prob} > X^2 = 0,00$, o que nos leva a rejeitar a hipótese nula, concluindo que o modelo estimado por mínimos quadrados não é o mais adequado para se utilizar na análise.

O teste de Hausman apresentou estatística $X^2 = 4,60$ com $\text{Prob} > X^2 = 0,8676$, o que não nos permite rejeitar a hipótese nula, de ausência de correlação entre os efeitos individuais não observáveis e as variáveis explicativas. Este resultado ainda é confirmado pelo teste F, da igualdade entre os termos constantes. A estatística F apresenta valor 46,12, com $\text{Prob} > F = 0,00$, o que implica na rejeição da hipótese nula de ausência de efeitos individuais específicos. Com isto, o modelo de efeitos aleatórios, cujos resultados são apresentados na tabela 16 é o mais adequado para a estimativa dos resultados.

Tabela 18 - Diferentes Esmativas de Finance 2005 - 2009

Variáveis	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
Part_Inter	0,0686 (0,0460)	0,0675 (0,0380)
Est_Cap	0,1052 (0,0410)	0,0878 (0,069)
Mec_Cont	-0,0441 (0,1420)	-0,0340 (0,2400)
ROE	-0,7071 (0,2460)	-0,8250 (0,1650)
TJLP	-0,0444 (0,1940)	-0,0175 (0,5460)
PIB	-0,0421 (0,0170)	-0,0333 (0,0420)
ln_ativo_total	0,5579 (0,0010)	0,3782 (0,0000)
Acoes_Neg	0,5307 (0,0110)	0,5810 (0,0030)
cons	-11,3941 (0,0000)	-8,7257 (0,0000)
R2	0,5270	0,5203
F	11,98***	
F (Ai = 0)	46,12***	
W		98,56***
LM		175,72***
Hausman		4,60

*** Significativo a 1%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da CVM e BM&Fbovespa

CONCLUSÃO

Os objetivos principais deste trabalho foram: propor uma tipologia para sistemas de governança corporativa, aplicá-lo ao sistema bancário brasileiro e analisar a importância do sistema de governança corporativa, no processo de alocação de recursos em *finance*. A tipologia que caracteriza o sistema de governança corporativa possui três dimensões: o relacionamento com as partes interessadas, a estrutura de capital e os mecanismos de controle corporativo.

As relações com as partes interessadas são discutidas a partir da base legal, do *enforcement* e da *disclosure*. A base legal do sistema é composta por leis que criam mecanismos de diferenciação para o sistema bancário, como a 4.595 que reduz a possibilidade de desvios de direitos, quando comparadas com as empresas não-financeiras. Apesar de estarem sujeitos a um regime de liquidação diferenciado, o *enforcement* é prejudicado pelo próprio papel da autoridade monetária, que deve garantir a estabilidade do sistema: liquidação de grandes bancos podem não ocorrer (*too big to fail*), o que afeta a disciplina dos administradores e reduz os incentivos para que depositantes e investidores monitorem as empresas. Além disso, a presença do seguro-depósito pode trazer problemas de risco moral, ao separar a capacidade da instituição de atrair depósitos, dos riscos de suas operações ativas e reduzir os incentivos para depositantes monitorarem o banco. No que se refere à *disclosure*, a análise indica necessidade de melhoria na transparência e na qualidade das informações, baseadas nas recomendações de Basiléia II.

A operação em um ambiente regulado, no qual existem limites para a atuação, estabelecimento de políticas de risco, restrições de operação em determinados segmentos e, principalmente, a existência de limite mínimo de capital próprio, a forte presença de famílias na propriedade e na administração das empresas e o processo de F&A são características que afetam a estrutura de capital do setor bancário. A análise desta estrutura indica a presença de elevada concentração de propriedade (muitas vezes em uma família), além de uma estrutura complexa com a ampla incidência de esquemas-pirâmide e desvios de direitos, na qual acionistas controladores procuram manter o poder decisório, ainda que não possuam fração correspondente do capital total.

A forte presença da regulação na atividade bancária limita a eficácia dos mecanismos de controle corporativo. O papel do conselho de administração como mecanismo interno de controle corporativo, então, torna-se ainda mais relevante. No

Brasil, são caracterizados pela elevada presença de membros eleitos pelo controlador e pelo CEO participando diretamente dos conselhos, o que limita o papel no monitoramento das atividades bancárias. Os mecanismos externos de controle corporativo, além de serem afetados pela presença da regulação, também tem sua eficácia prejudicada pela oligopolização, que reduz a concorrência no setor.

Também foi proposto um indicador para *finance*, que representa a alocação de recursos pelas firmas bancárias em financiamento de longo prazo para pessoas jurídicas, em relação ao financiamento total de longo prazo das instituições bancárias. Utilizando como fonte de informações, dados de firmas bancárias de capital aberto na BMF&Bovespa, entre 2005 e 2009, os resultados indicaram que as três dimensões da governança corporativa são relevantes no processo de decisão de alocação de recursos em *finance*. Tudo o mais constante, a relação com as partes interessadas e a estrutura de capital apresentam relações positivas e significativas em todas as estimativas realizadas.

A variável de mecanismos de controle, entretanto, é afetada por certas variáveis de controle o que pode indicar que a mesma é implantada como forma de melhorias na gestão empresarial quando da abertura do capital, o que, muitas vezes, é feito por obrigatoriedade das normas impostas pela CVM e não está relacionada com um processo de aumento na produtividade.

Estes resultados, entretanto, apresentam certas limitações que poderão ser ultrapassadas em futuras extensões deste trabalho. Em primeiro lugar, novas resoluções da CVM vão no sentido da publicação de mais informações das empresas de capital aberto. Algumas destas informações são relacionadas com atributos diretamente ligados aos administradores, como os salários. A existência e consistência destes dados facilitarão o entendimento dos fatores a afetar o processo de decisão e, conseqüentemente, permitir um melhor entendimento e uma melhor caracterização da principal heterogeneidade não observada no processo aqui analisado: o comportamento dos administradores. Além disto, a melhoria na qualidade das informações permitirá a construção de índices de governança mais complexos, que reflitam as dimensões dos sistemas de governança corporativa.

Outra limitação deste trabalho é o tamanho da amostra. O sistema bancário brasileiro possui um número reduzido de firmas e o número daquelas com capital aberto é ainda menor. Como discutido, a amostra relevante para a análise são aquelas empresas com capital aberto, uma vez que são nestas que os problemas de separação entre propriedade e controle estão realmente presentes. A amostra reduzida pode apresentar

problemas de consistência, viés e eficiência nos estimadores de efeitos aleatórios. Como o processo de abertura de capital das empresas bancárias teve um início recente, a partir de 2006, concomitante à democratização do acesso à bolsa de valores, a continuidade deste movimento implicará na abertura de capital de novas empresas do setor o que possibilitará novas estimativas da relação entre o processo de alocação de recursos e governança corporativa.

Um terceiro ponto refere-se à própria variável de *finance*. Pela forma como as informações são disponibilizadas no balanço contábil, a variável pode conter algumas informações de *funding*. É recomendável que, a evolução das discussões sobre governança no sistema bancário e das normas contábeis e prudenciais utilizadas, permita a separação entre os tipos e prazos de financiamentos, que levem a uma melhor classificação do ativo. Isto facilitará a caracterização do papel dos bancos no processo de financiamento do investimento.

Por último, o papel da firma bancária no fornecimento de crédito está em discussão em todo o mundo e, principalmente, no Brasil. A redução de possibilidades em aplicação em ativos de menor risco e maior rentabilidade, como títulos públicos, naturalmente direcionarão recursos para projetos de investimento. Além disso, a sociedade demanda que os bancos modifiquem a sua atuação e disponibilizem crédito em prazo mais longo.

Este processo redefinirá o papel do sistema bancário, tanto como ofertante de *finance*, como passando a atuar também como fonte de recursos para *funding*. Os caminhos para que isto ocorra ainda estão sendo discutidos e o principal problema a ser superado é o descasamento entre os ativos e os passivos. Um caminho possível pode vir da elevação das aplicações em fundos de previdência. Uma proposta, quando a escala de recursos permitirem, seria destinar parte destes recursos para aplicações em projetos de longo prazo.

BIBLIOGRAFIA

- ALDRIGHI, Dante M.; NETO, Roberto M. Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil. *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 25, n 2 (98), p. 115-137, abr-jun, 2005;
- AMADEO, Eduardo J. *Keynes's Principle of Effective Demand*. Hampshire, Aldershot: Edward Elgar, 1991, 189p;
- ANDERSON, Ronald C.; REEB, David M. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, vol. 58, n.3, p. 1301-1328, 2003a;
- ANDERSON, Ronald C.; REEB, David M. *Who Monitors the Family?* Working Paper American University and University of Alabama, 2003b, 41p;
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *BIS Principles for Enhancing Corporate Governance*. Basel Committee on Banking Supervision. Consultative Document. 2010; Disponível em <http://www.bis.org/publ/bcbs168.htm> Acesso em: 16 out. 2010;
- ANDRÉS, de Pablo; VALLELADO, Eleuterio. Corporate Governance in Banking: the Role of Board of Directors. *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, pgs. 2570 – 2580, 2008;
- BARTH, James R; CAPRIO JR, Gerard; LEVINE, Ross. Bank Regulation and Supervision: What Works Best? *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13 p. 205-248, 2004;
- BARTH, James R *et al.* A Cross-Country Analysis of Banking Performance: The Role of External Governance. In. BENTON E. Gup. *Corporate Governance in Banking: A Global Perspective*, 2007, cap. 8, p. 151-183;
- BAUMMANN, Ursel; NIER, Erland. Market Discipline and Financial Stability: Some Empirical Evidence. *Financial Stability Review*, vol. 14, p. 134-140, jun, 2003;
- BERGLÖF, Erik; CLAESSENS, Stijn. *Corporate Governance and Enforcement*. World Bank Policy Research Working Paper, 3409, 48 p. 2004. Disponível em <http://www.ebi.gov.eg/downloads/CorporateGovernance/Corporate%20Governance%20and%20Enforcement.pdf>.> Acesso em: 25 jun 2009;

- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. Coleção Os Economistas. São Paulo: Editora Abril Cultural, 1984. 321p;
- BHAGAT, S.; JEFFERIS, Richard H. Jr. *The Econometrics of Corporate Governance Studies*. MIT Press, 1a Ed, 2002 117p;
- BÖRSCH-SUPAN, A.; KÖKE, Jens. *An Applied Econometricians View of Empirical Corporate Governance Studies*. ZEW discussion Paper N. 00-17, p. 1-32, abr, 2000;
- BREUSCH, T.S.; PAGAN, A. R. Simple Test for Heteroscedasticity and Random Coefficient Variation. *Econometrica*, vol. 47, p. 1287 – 1294, 1980;
- BRITO, Ricardo D.; LIMA, Mônica R. A Escolha da Estrutura de Capital sob Fraca Garantia Legal: O Caso do Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, vol. 59(2), p. 177-208, abr-jun, 2005;
- BURKART, Mike; PANUNZI, Fausto; SHLEIFER, Andrei. Family Firms. *The Journal of Finance*, vol. 58, n.5, p. 2167-2201, 2003;
- CARVALHAL, A. Leal, R *et al.* Ownership, Control and Corporate Valuation of Brazilian Companies. In: THE LATIN AMERICAN CORPORATE GOVERNANCE ROUNDTABLE – THE WORLD BANK / OECD GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE FORUM, 2000. Bovespa, São Paulo, April, 2000;
- CARVALHO, Antônio Gledson de. *Efeitos da Migração para os Níveis de abril, Governança da Bovespa*. Trabalho Preparado para a Bovespa, 2003 29p. Texto disponível em <<http://www.econ.puc-rio.br/pdf/seminario/2003/MIGRACAO.pdf>> Acesso em: 02 mai. 2010;
- CARVALHO, Antônio Gledson de. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. In. SILVA, André Luiz Carvalhal da; LEAL, Ricardo Pereira, Câmara. *Governança Corporativa – Evidências Empíricas no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2007, cap 2. p 22-45. Texto originalmente publicado na *Revista de Administração*, v.37, n 3, p. 19-32, 2002;
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. *Mr. Keynes and Post Keynesians: Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy*. Hampshire, Aldershot: Edward Elgar, 1992. 236p;

- CARVALHO, Fernando J. Cardim de *et al.* *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. Rio de Janeiro, Elsevier, Campus, 2000. 408p;
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da Regulação da Liquidez aos Acordos da Basileia. In SOBREIRA, Rogério. *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo, Ed. Atlas, 2005 24p. Texto disponível <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/inovacao_financeira_e_regulacao.pdf> Acesso em: 24 abr. 2009;
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. A Economia Keynesiana e a Moeda na Economia Moderna. In CROCCO, Marco; JAYME JR., Frederico G. *Moeda e Território: Uma Interpretação da Dinâmica Regional Brasileira*. Belo Horizonte, Autêntica Editora, cap 2. p. 29-38, 2006;
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Sobre a Preferência pela Liquidez dos Bancos. In PAULA, Luiz Fernando de; OREIRO, José Luiz. *Sistema Financeiro – Uma Análise do Setor Bancário Brasileiro*. Rio de Janeiro, Elsevier, Campus, cap. 1, p. 3-21, 2007a;
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Regulação Prudencial na Encruzilhada: Depois de Basileia II, o Dilúvio? In PAULA, Luiz Fernando de; OREIRO, José Luiz. *Sistema Financeiro – Uma Análise do Setor Bancário Brasileiro*. Rio de Janeiro, Elsevier, Campus, cap. 7, p. 155-167, 2007b;
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Estrutura e Padrão de Competição no Sistema Bancário Brasileiro: Uma Hipótese para Investigação e Alguma Evidência Preliminar. In PAULA, Luiz Fernando de; OREIRO, José Luiz. *Sistema Financeiro – Uma Análise do Setor Bancário Brasileiro*. Rio de Janeiro, Elsevier, Campus, cap. 5, p. 103-124, 2007c;
- CHEROBIM, Ana Paula M. S.; HUPPES, Cristiane M.; CÉLIA Ely. Fusões e Aquisições x Estrutura de Capital: Reflexos na Estrutura de Capital de Aquisições Realizadas no Período de 1996 a 2005 pelo Banco Bradesco. In 1º CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS, Florianópolis, 2007. 13p;
- COOPER, Michael, J.; GULEN, Huseyin; RAU, P. Raghavendra. *Performance for Pay? The Relation between CEO Incentive Compensation and Future Stock Price Performance*. In. HKUST Business School, set, 2009. 49p. Disponível em

- <http://online.wsj.com/public/resources/documents/CEOperformance122509.pdf>
> Acesso em: 02 nov. 2010;
- CORAZZA, Gentil. Os Dilemas da Supervisão Bancária. *FEE*, Porto Alegre, vol. 28, n. 1, p. 85-99, 2000;
 - COSTA, Fábio Moraes da; GOLDNER, Fábio e GALDI, Fernando Caio. *Análise dos Fatores que Influenciam no Disclosure dos Maiores Bancos Brasileiros*. In: 7º CONGRESSO USP FIPECAFI, São Paulo, 2007, 14p;
 - COSTA, Fernando Nogueira da. *Origem do Capital Bancário no Brasil: O Caso RUBI*. IE/UNICAMP, 2002. 28p. (Texto para Discussão n. 106);
 - DAVIDSON, Paul. *Money and Real World*. Basingstoke, Hampshire: Macmillan, 1978. 428p;
 - DAVIDSON, Paul. *Post Keynesian Macroeconomic Theory: A Foundation for Successful Economic Policies for Twenty First Century*. Aldershot, Edward Elgar, Hampshire, 2000. 354p;
 - DEMIRGÜÇ-KUNT, Ash; DETRAGIACHE, Enrica. *Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability?* IMF Working Paper, WP/00/3, 2000. 44p. Disponível em http://info.worldbank.org/etools/docs/library/155468/finsecissues2003/pdf/demirguc_stability.pdf.> Acesso em: 23 mar. 2010;
 - DEMSETZ, Harold. The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n.2 p. 375-390, 1983;
 - DI BENEDETTO, Elizabeth de A. N.; SILVA, Raimundo N. de S. da. Análise do Nível de Transparência das Instituições Financeiras Brasileiras em Relação ao Novo Acordo de Capitais (Basileia II) – Um Estudo de Caso Múltiplo. *Brazilian Business Review*, Vitória, vol. 5, n.3, p. 192-208, set-dez, 2008;
 - DUTRA, Marcos Galileu L.; SAITO, Richard. Conselhos de Administração: Análise de sua Composição em um Conjunto de Companhias Abertas Brasileiras. In. SILVA, André Luiz Carvalhal da; LEAL, Ricardo Pereira, *Câmara Governança Corporativa – Evidências Empíricas no Brasil*. São Paulo, Atlas, 2007. Cap 6, p. 88-104. Texto originalmente publicado na *Revista de Administração Contemporânea*, v.6, n 2, p. 9-27, 2002;

- EID JR., W. Custo e Estrutura de Capital: O Comportamento das Empresas Brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 36, n. 4, p. 51-59, out-nov-dez, 1996;
- ENG, L. L.; MAK, Y. T. Corporate Governance and Voluntary Disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 22, p 325-345, 2003;
- ESCUDER, Sérgio Antônio L.; TINOCO, João Eduardo P. O Conselho Fiscal e a Governança Corporativa: Transparência e Gestão de Conflitos. In. 5º CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, São Paulo, 2008. 15p;
- FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n.2 p 301-325, 1983;
- FARIA, João A; PAULA, Luis Fernando de; MARINHO, Alexandre. Eficiência do Setor Bancário Brasileiro: A Experiência Recente de Fusões e Aquisições. In PAULA, Luiz Fernando de; OREIRO, José Luiz. *Sistema Financeiro – Uma Análise do Setor Bancário Brasileiro*. Rio de Janeiro, Elsevier, Campus, cap. 6, p. 125-154, 2007;
- FISHER, Irving. *The Purchase Power of Money, Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*. Nova York, Macmillan, 1922, 562p;
- FONSECA, Juliara L. *et al. Determinantes da Estrutura de Capital Uma Análise em Dados de Painel de Empresas Pertencentes ao IBOVESPA no Período 1995-2007*. In. XII SEMEAD – EAD/FEA – USP. São Paulo, 27 e 28/08, 2009. 16p;
- GOMES, Gabriel L.; LEAL, Ricardo P. C. Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras com Ações Negociadas em Bolsas de Valores. In LEMGRUBER, Eduardo Facó; COSTA Jr., Newton Carneiro da; LEAL, Ricardo Pereira C. *Finanças Corporativas*. São Paulo, Atlas, Cap. 3 p. 42-57, 2000;
- GOULART, André Moura Cintra; CARVALHO, L. Nelson. Evidenciação Contábil do Risco de Mercado por Instituições Financeiras no Brasil. *UNB Contábil*, Brasília, vol. 7, n. 1, 1º sem, p. 9-32, 2004;
- GREENE, William H. *Econometric Analysis*. Nova Jérsei, Prentice Hall. 4 Ed, 2000, 1216p;

- GRIFFITH, John M.; FOGELBERG, L.; WEEKS, H. Shelton. CEO Ownership, Corporate Control and Bank Performance. *Journal of Economics and Finance*, vol. 26, n. 2, p. 170 – 183, 2002;
- GUP, Benton E. Basel II: Operational Risk and Corporate Culture. In. _____ *Corporate Governance in Banking: A Global Perspective*. 2007, cap. 7 p 134-150;
- HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, vol. XLVI, n 01, mar, p. 297 – 355, 1991;
- HAUSMAN, J.A. Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, vol. 46, p 1251 – 1271, 1978;
- HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Information Asymmetry. Corporate Disclosure and The Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting & Economics*, vol. 31, p. 405-440, 2001;
- HIMMELBERG, Charles P., HUBBARD, R. Glenn; PALIA, Darius. Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 53, p. 353 – 384, 1999;
- IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4 ed, 2009, 73p. Disponível em <www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Codigos&CodCodigo=47Similares.> Acesso em: 25 mar. 2010;
- JAMES JR., Harvey S. Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firms. *International Journal of the Economics of Business*, vol. 6, n.1, p. 41-55, 1999;
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, n. 3, p. 305-360, 1976;
- JORDAN, John S; PEEK, Joe; Rosengren, Eric S. *The Impact of Greater Disclosure Amidst a Banking Crisis*. Federal Reserve Banking of Boston. Working Paper n.1, fev, 1999, 36p. Disponível em <http://www.bos.frb.org/economic/wp/wp1999/wp99_1.htm> Acesso em: 22 mar. 2009;

- KEYNES, J. M. *Treatise on Money*, Vol 1 and 2. In. MOGGRIDGE, Donald E. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Londres: Macmillan, vol. 7, 1973. 336p;
- KEYNES, J. M. *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Coleção Os Economistas. São Paulo: Editora Abril Cultural, 1983, 328p;
- KLOTZLE, Marcelo Cabus; COSTA, Luciana de Andrade. Governança Corporativa e Desempenho dos Bancos no Brasil. *Revista Eletrônica de Desempenho Organizacional*, Florianópolis, vol. 4, n. 4, set – dez, p. 22- 36, 2006;
- KREGEL, J. A. Corporate Governance of Banks: Germany. *Banca Nazionale de Lavoro, Quartely Review*, Special Issue, mar, p. 67-82, 1997;
- LA PORTA, R. *et al.* Law and Finance. *NBR Working Paper*, n. 5561, 1996. 48p. Disponível em http://www.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/files/law_finance.pdf.> Acesso em: 25 jul. 2007;
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, vol. 54(2) p. 471-517, 1998b;
- LAZONICK, William; O’SULLIVAN, Mary. Maximizing Shareholder Value: a New Ideology for Corporate Governance. *Economy & Society*, vol. 29, n. 1, p. 13 – 35, 2000;
- LAMEIRA, Valdir de J. Ness. *et al.* Governança Corporativa: Impactos no Valor das Companhias Abertas Brasileiras. *Revista de Administração*, São Paulo, vol. 42, n.1, p. 64-73, jan – fev - mar, 2007a;
- LAMEIRA, Valdir de J. Ness; LEE JR.,Walter; MOTTA, Luís Felipe J. *Governança Corporativa: Existem Evidências Empíricas de Impacto no β e $D-\beta$?* 2007b, 31p. Disponível em <http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/5EBF/paper/viewFile/1400/519>.> Acesso em: 25 mar. 2010;
- LUNDBERG, Eduardo. Rede de Proteção e Saneamento do Sistema Bancário. In SADDI, Jairo. *Intervenção e Liquidação Extrajudicial no Sistema Financeiro Nacional – 25 Anos da Lei 6.024/74*. São Paulo: Textonovo, cap. 2, p. 29-51, 1999a;

- LUNDBERG, Eduardo. Saneamento do Sistema Financeiro – A Experiência Brasileira dos Últimos 25 Anos. In SADDI, Jairo. *Intervenção e Liquidação Extrajudicial no Sistema Financeiro Nacional – 25 Anos da Lei 6.024/74*. São Paulo: Textonovo, cap. 3, p. 53-70, 1999b;
- MAFFILI, Dener W.; SOUZA, Antônio A. *Análise da Rentabilidade dos Maiores Bancos Brasileiros no Período de 1999 a 2005*. In. III SIMPÓSIO DE GESTÃO E TECNOLOGIA DA ASSOCIAÇÃO EDUCACIONAL DOM BOSCO, Resende, 2007. 16p;
- MARCASSA, A. C. *Mecanismos de Governança Corporativa em Bancos*. In. 10ª SEMANA DE CONTABILIDADE - BANCO CENTRAL DO BRASIL, São Paulo, 2004, 12p;
- MELLONE JR., Geraldo; SAITO, Richard. Monitoramento Interno e Desempenho da Empresa: Determinantes da Substituição de Executivos em Empresas de Capital Aberto no Brasil. *Revista de Administração*, São Paulo, vol. 39, n.4, p 385-395, out – nov - dez, 2004;
- MENDES-DA-SILVA, Wesley; MORAES, Walter Fernando A. Punidos por Baixo Desempenho: Impactos da Governança Corporativa sobre o Turnover de Executivos no Brasil. *Organizações e Sociedade*, Salvador, vol. 13, n.36, jan - mar, p. 125 – 143, 2006;
- MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro, de. Regulação Prudencial e Redes de Proteção: Transformações Recentes no Brasil. *Economia Política Internacional: Análise Estratégica*. Campinas, n. 8, jan - jun, p. 36-51, 2006;
- MINSKY, H.P. *Stabilizing an Instable Economy*. New Haven: Yale University Press, 1986, 455p;
- MODENESI, André de Melo. Teoria da Intermediação Financeira, o Modelo ECD e a sua Aplicação aos Bancos: Uma Resenha. In PAULA, Luiz Fernando de; OREIRO, José Luiz. *Sistema Financeiro – Uma Análise do Setor Bancário Brasileiro*. Rio de Janeiro, Elsevier, Campus, cap. 4, p. 61-99, 2007;
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, vol. XLVIII, n. 3, jun, p. 261 – 280, 1958;

- MOREIRA, Maurício M.; PUGA, Fernando P. Como a Indústria Financia o seu Crescimento. Uma Análise do Brasil Pós-Real. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, vol. 5, p. 35-67, 2001;
- NAKANE, Márcio I.; WEINTRAUB, Daniela B. Bank Privatization and Productivity: Evidence for Brazil. *World Bank Policy Research Working Paper*, n. 3666, 2005, 34p. Disponível em <http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2005/07/19/000016406_20050719140249/Rendered/PDF/wps3666.pdf> Acesso em: 25 set. 2008;
- NASSER, Tareque; GUP, Benton E. Bank Merger and Insider Trading. In. GUP, Benton E. *Corporate Governance in Banking: A Global Perspective*. cap 3, p. 134-150, 2007;
- PATEL, Sandeep A.; BALIC, A.; BWAKIRA, L. Measuring Transparency and Disclosure at Firm-level in Emerging Markets. *Emerging Markets Review*, vol. 3 p. 325-337, 2002;
- PAULA, Luís Fernando de; MARQUES, Maria Beatriz L. Tendências Recentes da Consolidação Bancária no Brasil. *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 24, n. 45, p. 235-263, 2006;
- PEROBELLI, Fernanda Finotti C.; FAMÁ, Rubens. Determinantes da Estrutura de Capital: Aplicação a Empresas de Capital Aberto Brasileiras. *Revista de Administração*. São Paulo, vol. 37, p, 33-46, jul - set, 2002;
- PINHEIRO, Armando Castelar. *Creditor Rights, Enforcement and the Access to Credit*. FEBRABAN, nov, 2002a, 22p Disponível <http://www.febraban.org.br/Arquivo/Destaques/Armando_Castelar_Pinheiro1.pdf> Acesso em: 25 jun. 2008;
- PINHEIRO, Armando Castelar. *Judiciário, Reforma e Economia: A Visão dos Magistrados*. FEBRABAN, dez, 2002b, 49p. Disponível em <http://www.febraban.org.br/Arquivo/Destaques/Armando_Castelar_Pinheiro2.pdf> Acesso em: 25 jun. 2008;
- PROCIANOY, Jairo L.; KRAMER, Ronald. Estruturas de Capital: Um Enfoque sobre a Capacidade Máxima de Utilização de Recursos de Terceiros das Empresas Negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. LEMGRUBER, Eduardo Facó; COSTA Jr., Newton Carneiro da; LEAL, Ricardo Pereira C. *Finanças Corporativas*. São Paulo, Atlas, cap. 4 p. 58-77, 2000;

- PROCIANOY, Jairo L; SCHNORRENBARGER, Adalberto. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. In. Governança Corporativa – Evidências Empíricas no Brasil. LEMGRUBER, Eduardo Facó; COSTA Jr., Newton Carneiro da; LEAL, Ricardo Pereira C. *Finanças Corporativas*. São Paulo, Atlas. Cap 12. p 234-262, 2000;
- PROWSE, Stephen. Corporate Governance in an International Perspective: a survey of corporate control mechanisms among large firms in United States, The United Kingdom, Japan and Germany. *BIS Economic Papers*, n. 41, jul, 1994. 82p. Disponível em <<http://www.bis.org/publ/econ41.pdf>.> Acesso em: 01 fev. 2009;
- PROWSE, Stephen. The Corporate Governance System in Banking: What Do We Know? *Banca Nazionale de Lavoro. Quartely Review*, Special Issue, mar, p. 11-40, 1997;
- PUGA, Fernando Pimentel. Sistema Financeiro Brasileiro: Reestruturação Recente, Comparações Internacionais e Vulnerabilidade à Crise Cambial. BNDES, Texto para Discussão n. 68, Rio de Janeiro, p. 411 – 466, 2001;
- RAJAN, R.; ZINGALES, L. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century. *Journal of Financial Economics*, vol. 69, p. 5-50, 2003b;
- RESENDE, André Lara. Estabilização e Reforma: 1964-1967. In: ABREU, Marcelo de Paiva. *A Ordem do Progresso. Cem Anos de Política Econômica Republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro, Elsevier, Campus, cap. 9, p. 213-222, 1990;
- RODRIGUES, Raimundo Nonato; PINTO, Yva Paes de Barros. *Os Impactos Verificados no Patrimônio Líquido dos Bancos, Após a Implementação do Acordo da Basiléia*. In: 4º CONGRESSO USP FIPECAFI, São Paulo, 2004, 15p;
- ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Kárem Cristina de S. Mecanismos de Governança Corporativa no Brasil: Evidências do Controle pelo Mercado de Capitais. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*. Fortaleza, vol. 4, n.2, p. 17-28, jul - dez, 2006;
- SANTOS, Fabiana. *A Survey in Corporate Governance Issues*. Mimeo, 2000;

- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, vol. 94, n.3, part. 1, p. 461-488, 1986;
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, vol. 52, p. 737-783, 1997;
- SIERRA, Gregory E.; TALMOR, Eli; WALLACE, James S. An Examination of Multiple Governance Forces within Banking Holding Companies. *Journal of Financial Services Research*, vol. 29, n. 2, p. 105-123, 2006;
- SILVA, Mariene Valadares da. *Política Industrial e Interesses Empresariais: O II PND (1974-1979)*. In. IV CONGRESSO DA ABPHE, Caxambu, 2003. Disponível em <http://www.abphe.org.br/congresso2003/Textos/Abphe_2003_64.pdf>;
- SILVA, Wesley M.; ALVES, Luis Alberto de L. *The Voluntary Disclosure Information on the Internet and the Firm Value Effect in Companies Across Latin American*. In. 13TH INTERNATIONAL SYMPOSIUM ON ETHICS, BUSINESS AND SOCIETY, Universidade de Navarra, Barcelona, jan, 2004, 25p;
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil, 254f*. Tese (Doutorado em Administração de Empresas), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004;
- SILVEIRA, Alexandre Di M.; *et al.* Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. In. SILVA, André Luiz Carvalhal da; LEAL, Ricardo Pereira, Câmara. *Governança Corporativa – Evidências Empíricas no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2007, cap 4, p. 59-75. Texto originalmente publicado na *Revista de Administração*, vol.39, n. 4, p. 362-372, 2004;
- SINGH, A.; *et al.* Shareholder Value Maximization, Stock Market and New Technology: Should the US Corporate Model be the Universal Standard? *International Review of Applied Economics*, vol. 19, p. 419-437, 2005;
- SOUSA, Mateus C.; FUNCHAL, B.; BAPTISTA, E. *Nova Lei de Falências: Efeitos na Estrutura de Capital das Empresas Brasileira*, 2008, 17p. Disponível em <<http://www.anpcont.com.br/site/docs/congressoIII/02/154.pdf>> Acesso em: 23 ago. 2010;

- STEIN, Jeremy C. Takeover Threats and Managerial Myopia. *Journal of Political Economy*, vol. 96, p. 61-80, 1988;
- STUDART, Rogério. *Investment Finance in Economic Development*. Londres e Nova York: Routledge, 1a ed., 1995, 234p;
- TADESSE, Solomon. Bank Fragility and Disclosure: International Evidence. *William Davidson Institute at University of Michigan: Working Paper, 748*, 2005, 43p. Disponível em <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/05/0520.pdf>> Acesso em: 25 mar. 2009;
- TERANISHI, Juro. Bank Governance in the Japanese Economic System. *Banca Nazionale de Lavoro. Quartely Review*, Special issue, mar., p. 41-66, 1997;
- UEMA, Renato K. *Disclosure: Fundamental para a Transparência no Sistema Financeiro – Recomendações Internacionais*. In. 9ª SEMANA DE CONTABILIDADE DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. São Paulo, 9 e 10 de Nov, 2000. 18p;
- VALADARES, Silvia Mourthé; LEAL, Ricardo P.C. *Ownership and Control Structure of Brazilian Companies*, 2000, 35p. Disponível em <<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=213409>> Acesso em: 27 ago. 2009;
- ZINGALES, Luigi. *Corporate Governance*. Forthcoming in *New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 1997, 20p. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=46906> Acesso em: 24 abr. 2010;
- WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. *Fundamentos da Administração Financeira*. São Paulo, Makron Books, 10ª Ed., 2000, 1030p;
- WOODWARD, Susan. A Transaction Cost Analysis of Banking Activity and Deposit Insurance. *Cato Journal*, vol. 7, n.3, winter, p. 683-699, 1988;
- WOOLDRIDGE, Jeffrey M. *Introdução à Econometria – Uma Abordagem Moderna*. São Paulo, Editora Pioneira. 1ª Ed., 2006, 725p.