



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS  
Faculdade de Ciências Econômicas  
Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO DO  
IMPACTO DE SEUS MECANISMOS INTERNOS SOBRE O  
DESEMPENHO FINANCEIRO E O VALOR DE MERCADO DE  
BANCOS BRASILEIROS**

Maria Celia Vilela Ribeiro

Orientador - Prof. Francisco Vidal Barbosa, Ph.D.  
Coorientador - Prof. Márcio Augusto Gonçalves, Ph.D.

Belo Horizonte  
2009

Maria Celia Vilela Ribeiro

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO DO  
IMPACTO DE SEUS MECANISMOS INTERNOS SOBRE O  
DESEMPENHO FINANCEIRO E O VALOR DE MERCADO DE  
BANCOS BRASILEIROS**

Dissertação apresentada Centro de Pós-Graduação  
e Pesquisa em Administração da Universidade  
Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à  
obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração - Finanças

Orientador - Prof. Francisco Vidal Barbosa, Ph.D.  
Coorientador - Prof. Márcio Augusto Gonçalves,  
Ph.D.

Belo Horizonte  
2009





Para Veronica Vilela Ribeiro Costa  
(*in memoriam*)

## AGRADECIMENTOS

Muitas foram os que contribuíram para a realização desta dissertação. Agradeço a todos e, muito especialmente...

Ao Prof. Francisco Vidal Barbosa (Ph.D.), com quem tive a felicidade e a honra de conviver nos últimos anos. E, também, pela excelente orientação prestada, pelas oportunidades de desenvolvimento, pela amizade e pelo exemplo de dedicação à vida acadêmica.

Ao Prof. Márcio Augusto Barbosa (Ph.D.), meu coorientador e membro da banca, pelos ensinamentos que me ofereceu no âmbito da disciplina Seminário de Dissertação C e pelas valiosas sugestões e críticas desde a fase de definição do tema da pesquisa.

Ao Prof. Dr. Daniel Jardim Pardini (FACE-FUMEC) e ao Prof. Dr. Marivalvo da Silva (AIEC), membros da banca, pelas profícuas sugestões e análises tecidas quando da defesa pública deste trabalho.

Ao Prof. Dr. Aloísio Joaquim Freitas Ribeiro, do ICEX-UFMG, pela competente e gentil colaboração quando da definição e da aplicação da análise estatística deste trabalho.

Ao Prof. José Maria Malta Lima, pelo incentivo e pela indispensável ajuda na revisão de artigos acadêmicos e desta dissertação.

Aos professores do Programa de Mestrado em Administração da FACE-UFMG, pelo aprendizado que me proporcionaram em suas disciplinas.

Aos colegas Bruno Vidigal Coscarelli, Frederico Valle e Flister e Robson de Souza Baesso, pelas oportunidades de aprimoramento nos projetos desenvolvidos ao longo do mestrado e por seus exemplos de competência e de dedicação às atividades acadêmicas.

À CAPES, pelo apoio financeiro no primeiro ano do mestrado.

À Diretoria de Estratégia e Organização do Banco do Brasil S.A. que, por meio do programa UniBB de Pós-Graduação, permitiu a conciliação das minhas atividades profissionais e acadêmicas.

Ao diretor de Estratégia e Organização do Banco do Brasil S.A., Marco Antonio Ascoli Mastroeni e ao gerente-executivo Paulo de Tarso Rodrigues, pelas críticas e sugestões na fase de definição do projeto de pesquisa, bem como pela orientação prestada no desenvolvimento do trabalho.

Por fim, agradeço aos meus pais, Miguel de Oliveira Ribeiro e Sueli Vilela Ribeiro, ao meu irmão, Pedro Vilela Ribeiro e ao meu companheiro, Márcio Silva Costa, pelo incentivo e pelo apoio constantes ao longo do mestrado.

## RESUMO

Este estudo investiga a existência de uma relação entre mecanismos internos de governança corporativa e o valor de mercado e o desempenho financeiro de bancos brasileiros. De forma específica, procura compreender se a adoção de uma configuração do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade em conformidade com as recomendações da CVM e do IBGC são traduzidas em um melhor Q de Tobin, indicador utilizado com *proxy* do valor de mercado, e um melhor retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) de bancos brasileiros. A amostra utilizada é composta pelos bancos listados na BOVESPA no período compreendido entre 1998 e 2007, que constitui o horizonte de análise da pesquisa. Para a investigação empírica, foram realizadas estimações com dados em formato de painel balanceado por meio do modelo de efeitos fixos. Embora no cenário acadêmico nacional as pesquisas sobre a governança corporativa dos bancos sejam raras, internacionalmente destacam-se duas perspectivas contrastantes sobre o tema. A primeira sustenta que recomendações sobre práticas de governança corporativa aplicam-se tanto às empresas não financeiras quanto aos bancos, enquanto a segunda ressalta a especificidade do setor bancário e a falta de efetividade, nesse setor, das práticas de governança corporativa dirigidas às empresas em geral. Os resultados obtidos pela presente pesquisa alinham-se à segunda perspectiva. À exceção da variável indicadora do acúmulo das funções de Presidente do Conselho e Diretor Presidente, negativamente relacionada com o ROE, nenhuma das demais variáveis apresentou-se estatisticamente significativa, sugerindo que os mecanismos internos de governança corporativa possam se apresentar pouco efetivos quando aplicados ao setor bancário.

**Palavras-chave:** governança corporativa, bancos, valor de mercado, desempenho financeiro.



## ABSTRACT

This study investigates the existence of a relationship between internal corporate governance mechanisms in relation to the market value and the financial performance of Brazilian banks. In particular, it seeks to understand whether the adoption of a configuration of the Board and the structure of the ownership, both in accordance with the recommendations of the CVM (Securities and Exchange Commission of Brazil) and the Brazilian Institute of Corporate Governance (IBGC) are translated into a better Tobin's  $q$ , an indicator used to proxy the market value and a better return on equity (ROE) of Brazilian banks. The sample used is composed of the banks listed on the São Paulo Stock Exchange (BOVESPA) in the period between 1998 and 2007, which is the horizon for the analysis done by this work. As to the empirical research, estimates were made with data in a balanced panel with a model of fixed effects. Although rare in the midst of our national academic research scenario on corporate governance of banks, there are, internationally, two contrasting perspectives on the subject. The first one maintains that recommendations on corporate governance practices apply to both non-financial companies as well as to banks, while the second one emphasizes the specificity of the banking sector and the lack of effectiveness, in this sector, of the corporate governance practices targeted at businesses in general. The final results of this research are in alignment to the second perspective. With the exception of the variable indicating the accumulation of functions of Chairman of the Board and Chief Executive Officer, negatively related to ROE, none of the other variables proved to be statistically significant, suggesting that the internal mechanisms of corporate governance can be of little effectiveness when applied to the banking sector.

**Keywords:** corporate governance, banks, market value, financial performance.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

### 1 LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – O paradigma tradicional

Figura 2 – O paradigma emergente

Figura 3 – Teste de endogeneidade para o Q de Tobin

Figura 4 – Teste de endogeneidade para o ROE

Figura 5 – Teste Kolmogorov-Smirnov para Q de Tobin

Figura 6 – Teste F para efeitos fixos no modelo do Q de Tobin

Figura 7 – Teste de autocorrelação de ordem 1 para Q de Tobin

Figura 8 – Teste F para efeitos fixos no modelo ajustado do Q de Tobin

Figura 9 – Teste Kolmogorov-Smirnov para ROE

Figura 10 – Teste F para efeitos fixos no modelo do ROE

Figura 11 – Teste de autocorrelação de ordem 1 para ROE

Figura 12 – Teste F para efeitos fixos no modelo ajustado do ROE

Figura 13 – Teste F para efeitos fixos no modelo ajustado do ROE após a aplicação da técnica  
*stepwise forward*

Figura 14 – Teste F (todos os efeitos fixos iguais a zero – 1998/2002 e 2003/2007)

Figura 15 – Teste F (se os efeitos fixos em diferentes períodos são iguais)

## 2 LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Relação entre o desenvolvimento do sistema bancário e a renda *per capita*

Gráfico 2 – O papel complementar dos bancos e dos mercados para o crescimento

Gráfico 3 – Posse de ações por indivíduos nos Estados Unidos

Gráfico 4 – Risco de bancos, seguradoras e demais empresas: nível de discordância

Gráfico 5 – Posse de ações pela gerência e EVA

Gráfico 6 – Brasil: evolução da participação dos 20 maiores bancos no total dos ativos dos bancários

Gráfico 7 – O processo de concentração bancária no Brasil

Gráfico 8 – Brasil: evolução do número de bancos segundo origem do capital

Gráfico 9 – Brasil: evolução da relação média entre população e agência bancária

Gráfico 10 – Evolução do Q de Tobin por banco

Gráfico 11 – Histograma da variável Q de Tobin

Gráfico 12 – Evolução do ROE, por banco

Gráfico 13 – Histograma da variável ROE

Gráfico 14 – Histograma dos resíduos do modelo para o Q de Tobin

Gráfico 15 – Diagrama de dispersão dos resíduos, por banco, do modelo para o Q de Tobin

Gráfico 16 – Histograma dos resíduos do modelo para o ROE

Gráfico 17 – Diagrama de dispersão dos resíduos, por banco, do modelo para o ROE

Gráfico 18 – Evolução do Q de Tobin por banco

### **3 LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 – Modelos de governança corporativa

Quadro 2 – *Agency theory overview*

Quadro 3 – Pilares do Novo Acordo de Basileia

Quadro 4 – O problema de agência dos gestores e a governança corporativa

Quadro 5 – Dificuldades relacionadas ao funcionamento dos mecanismos de governança corporativa, segundo Prowse (1994)

Quadro 6 – Literatura sobre as características e ações do Conselho de Administração

Quadro 7 – Recomendações para o Conselho de Administração, segundo o Cadbury Report (1992)

Quadro 8 – Princípios para o Conselho de Administração dos Bancos, segundo o Comitê da Basileia (2006)

Quadro 9 – Custos potenciais associados à concentração acionária da empresa, segundo Shleifer e Vishny (1997)

Quadro 10 – Literatura sobre a estrutura de propriedade das empresas

Quadro 11 – Metodologia da pesquisa

Quadro 12 – Relação dos bancos componentes da amostra

Quadro 13 – Resumo das variáveis da pesquisa

Quadro 14 – Matriz de correlação entre variáveis independentes e de controle

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Variáveis independentes

Tabela 2 – Variáveis de controle

Tabela 3 – Variáveis dependentes

Tabela 4 – Estatísticas descritivas das variáveis contínuas

Tabela 5 – Estatísticas descritivas das variáveis binárias

Tabela 6 – Estatísticas descritivas do Q de Tobin após a remoção de *outliers*

Tabela 7 – Estatísticas descritivas do ROE após a remoção de *outliers*

Tabela 8 – Modelo de efeitos fixos para a variável Q de Tobin

Tabela 9 – Modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)

Tabela 10 – Primeira etapa da seleção de variáveis – técnica *stepwise forward* – modelo Q de Tobin

Tabela 11 – Configurações para a variável Q de Tobin

Tabela 12 – Resultados para a variável Q de Tobin

Tabela 13 – Modelo de efeitos fixos para a variável ROE

Tabela 14 – Modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)

Tabela 15 – Primeira etapa da seleção de variáveis – técnica *stepwise forward* – modelo ROE

Tabela 16 – Modelo final de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1) para a variável ROE após a aplicação da técnica *stepwise forward*

Tabela 17 – Configurações para a variável ROE

Tabela 18 – Resultados para a variável ROE

Tabela 19 – *Outliers* removidos referentes ao Q de Tobin

Tabela 20 – *Outliers* removidos referentes ao ROE

Tabela 21 – Modelo final de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1) para a variável Q de Tobin após a aplicação da técnica *stepwise forward*

Tabela 22 – Configuração 1 para o Q de Tobin

Tabela 23 – Configuração 2 para o Q de Tobin

Tabela 24 – Configuração 3 para o Q de Tobin

Tabela 25 – Configuração 4 para o Q de Tobin

Tabela 26 – Configuração 5 para o Q de Tobin

Tabela 27 – Configuração 1 para o ROE

Tabela 28 – Configuração 2 para o ROE

Tabela 29 – Configuração 3 para o ROE

Tabela 30 – Configuração 4 para o ROE

Tabela 31 – Configuração 5 para o ROE

## **LISTA DE SIGLAS**

BC – Banco Central do Brasil

BIS – Bank for International Settlements

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CMN – Conselho Monetário Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DIVEXT – Sistema de divulgação externa

EVA – Economic Value Added

FDIC – Federal Deposit Insurance Corporation

FDICI – Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act

Febraban – Federação Brasileira de Bancos

IAN – Informações anuais

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IFC – International Finance Corporation

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

OECD – Organization for Economic Co-operation and Development

PIB – Produto interno bruto

PROER – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional

ROA – *Return on assets*

ROE – *Return on equity*



## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>18</b>
<b>1.1</b>	<b>Problematização</b>	<b>20</b>
<b>1.2</b>	<b>Objetivos</b>	<b>23</b>
1.2.1	Objetivo geral	23
1.2.2	Objetivos específicos	24
<b>1.3</b>	<b>Hipóteses da pesquisa</b>	<b>24</b>
<b>1.4</b>	<b>Justificativa e relevância da pesquisa</b>	<b>25</b>
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO</b>	<b>27</b>
<b>2.1</b>	<b>Governança corporativa</b>	<b>27</b>
<b>2.2</b>	<b>Teoria da Agência</b>	<b>36</b>
<b>2.3</b>	<b>Governança corporativa no setor bancário</b>	<b>42</b>
2.3.1	Abordagens genéricas	45
2.3.1.1	<i>Disciplina de mercado e o Novo Acordo de Basiléia</i>	50
2.3.2	Abordagens específicas	52
2.3.2.1	<i>Regulamentação</i>	54
2.3.2.2	<i>Opacidade</i>	58
<b>2.4</b>	<b>Mecanismos de governança corporativa</b>	<b>61</b>
2.4.1	Conselho de Administração	65
2.4.2	Estrutura de propriedade	72
<b>2.5</b>	<b>Governança corporativa e desempenho da empresa</b>	<b>78</b>
2.5.1	Conselho de Administração e desempenho da empresa	80
2.5.2	Estrutura de propriedade e desempenho da empresa	86
<b>3.</b>	<b>METODOLOGIA DA PESQUISA</b>	<b>91</b>
<b>3.1</b>	<b>População e horizonte de análise</b>	<b>93</b>
<b>3.2</b>	<b>Definição das variáveis</b>	<b>95</b>
3.2.1	Mecanismos internos de governança corporativa	97
3.2.1.1	<i>Conselho de Administração</i>	97
3.2.1.2	<i>Estrutura de propriedade</i>	99
3.2.2	Desempenho	100
3.2.2.1	<i>Retorno sobre o patrimônio líquido</i>	101
3.2.2.2	<i>Valor de mercado</i>	103
3.2.3	Variáveis de controle	106

3.2.3.1	<i>Estrutura de capital</i> .....	107
3.2.3.2	<i>Tipo de controle</i> .....	108
<b>3.3</b>	<b>Origem dos dados</b> .....	<b>110</b>
<b>3.4</b>	<b>Método, tratamento estatístico e análise dos dados</b> .....	<b>113</b>
3.4.1	Dados em painel .....	114
3.4.2	Modelos para dados em painel .....	116
<b>3.6</b>	<b>Modelo geral da pesquisa</b> .....	<b>121</b>
<b>4</b>	<b>O SETOR BANCÁRIO NO BRASIL</b> .....	<b>122</b>
<b>5</b>	<b>ANÁLISE DOS RESULTADOS</b> .....	<b>127</b>
<b>5.1</b>	<b>Estatísticas descritivas</b> .....	<b>127</b>
<b>5.2</b>	<b>Resultados para o Q de Tobin</b> .....	<b>137</b>
5.2.1	Resultados obtidos por meio do procedimento <i>stepwise forward</i> .....	142
5.2.2	Modelo de efeitos fixos com especificações distintas .....	144
<b>5.3</b>	<b>Resultados para o retorno sobre o patrimônio líquido</b> .....	<b>147</b>
5.3.1	Resultados obtidos por meio do procedimento <i>stepwise forward</i> .....	152
5.3.2	Modelo de efeitos fixos com especificações distintas .....	154
<b>5.4</b>	<b>Considerações sobre os resultados obtidos</b> .....	<b>156</b>
<b>6</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>160</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>164</b>
	<b>APÊNDICES</b> .....	<b>178</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O processo de globalização da economia mundial tornou a relação dos agentes econômicos com a sociedade objeto de grande atenção e de estudos. Nesse contexto, a governança corporativa tem sido considerada como uma necessidade das mais diversas organizações. Entretanto, Clarke (2004) afirma que a governança tem sido uma questão importante desde que as pessoas começaram a se organizar em torno de propostas comuns. Assegurar que essas propostas não sejam objeto de desvios tem sido uma preocupação constante: *“From the earliest days corporate governance has been a subject of some controversy, though the term itself has only emerged recently”* (CLARKE, 2004, p.1).

De acordo com a Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), em um sistema financeiro internacionalizado, as regras de governança corporativa têm grande importância pelo fato de constituírem a estrutura capaz de controlar a volatilidade e de dirimir turbulências financeiras. Nesse sentido, a adoção de práticas de boa governança é compreendida como um pressuposto para o desenvolvimento econômico e para a promoção do bem-estar social, objetivos que se apresentam dependentes de crescentes investimentos, da existência de empresas eficientes e de mercados de capitais desenvolvidos (OECD, 2003).

Discussões sobre a governança corporativa têm se tornado particularmente relevantes pelo caráter integrador que essa questão assume na nova arquitetura financeira internacional, fortalecendo os mercados de capitais dos países (MARTINS, 2004). No entanto, a adoção de uma visão ampla da governança é essencial para que se possa conhecer de forma precisa a relação entre seus mecanismos e o desempenho dos diferentes tipos de empresas.

A despeito de a essência da governança corporativa apresentar-se importante antes mesmo da emergência do problema da governança como hoje é conhecido, ainda se depara com a inexistência de uma literatura nacional consolidada sobre o tema, sobretudo, quando comparada com a literatura estrangeira disponível sobre o assunto. Dos trabalhos publicados no Brasil, a maioria analisa a existência de relação entre a adoção de mecanismos de governança corporativa e o desempenho de empresas não financeiras (SILVEIRA, 2002; OKIMURA, 2003; SOARES, 2003; MELLO, 2007). O setor financeiro, nele incluído o bancário, é objeto de raras análises, cujos resultados não se apresentam alinhados com os

achados de pesquisas sobre a governança corporativa de companhias não financeiras (ANDRADE, 2005).

A ausência de uma literatura consistente acerca das implicações da governança corporativa sobre o setor bancário brasileiro pode ser considerada uma lacuna importante quando se analisa a importância dessa indústria. Marcassa (2004) alerta.

Os bancos são componentes críticos de qualquer economia. São provedores de recursos financeiros para os negócios comerciais, de serviços financeiros para toda a população e de acesso aos sistemas de pagamentos. Adicionalmente, alguns bancos têm a missão de tornar o crédito acessível e de manter a liquidez do mercado em situações difíceis (MARCASSA, 2004, p.1).

Uma explicação para a escassez de pesquisas sobre a governança dos bancos no Brasil pode estar ligada à existência de alguns aspectos relacionados à natureza da atividade bancária, não identificados em outras empresas, os quais representam um desafio aos pesquisadores (ADAMS e MEHRAN, 2003). Bancos lidam com recursos que são tomados de investidores não acionistas. A quebra de instituições bancárias pode, portanto, resultar em graves perdas monetárias para tais investidores (MACEY e O'HARA, 2003). A esse fator soma-se o problema da opacidade da sua estrutura financeira e de seus passivos (BHATTACHARYA, BOOT e THAKOR, 1998; MORGAN, 2002), bem como o problema do risco sistêmico associado à atividade bancária (ALLEN e GALE, 2000; HEREMANS, 2007). No caso dos países emergentes, o desenvolvimento da governança no setor bancário é apontado como ainda mais importante em função do papel de financiamento econômico desempenhado pelos bancos em mercados de capitais imaturos (CLAESSENS, 2003; ARUM e TURNER, 2004; MULLINEUX, 2006, 2007).

Todavia, mesmo no exterior e a despeito de sua importância, a governança corporativa dos bancos tem sido pouco estudada, fato que é causador de estranheza para autores como Macey e O'Hara (2003, p. 91), que afirmam: “[...] *Few public issues have moved from the wings to center stage as quickly and decisively as corporate governance. [...] Oddly enough, despite the general focus on this topic, very little attention has been paid to the corporate governance of banks*”.

Claessens (2003), em pesquisa sobre governança realizada a serviço do Banco Mundial, alertou para a necessidade de se desenvolverem pesquisas no âmbito da governança dos bancos, sobretudo no caso das economias ainda em desenvolvimento. Na mesma linha, Sir Adrian Cadbury<sup>1</sup> apontou o setor bancário como um dos mais carentes em relação a estudos sobre governança e também ressaltou a importância da realização de pesquisas sobre esse tema, uma vez que o entende como essencial para a estabilidade dos mercados financeiros (CLAESSENS, 2003).

O debate sobre a governança corporativa dos bancos tem impacto sobre o futuro da arquitetura da regulação bancária. Nesse contexto, os defensores de uma intervenção regulatória intensiva rivalizam com os que pregam o uso de incentivos para o comportamento apropriado do próprio setor e apontam a disciplina de mercado como mecanismo ideal para o controle corporativo. O objetivo do presente estudo é contribuir para essa discussão por meio da investigação da existência de uma relação estatisticamente significativa entre variáveis de governança corporativa e o desempenho financeiro e o valor de mercado dos bancos brasileiros.

## 1.1 Problematização

Recentes escândalos corporativos nos Estados Unidos e na Europa têm conduzido a um interesse renovado pelas formas de regulação e pela governança corporativa do setor financeiro. A origem da crise dos mercados financeiros de 2008 tem sido amplamente creditada aos desdobramentos da crise da indústria hipotecária nos Estados Unidos. Todavia, os efeitos dessa crise, como a escassez de crédito, tiveram alcance internacional e resultaram no colapso ou na necessidade de prestação de auxílio a vários bancos. Nesse contexto, uma suposta falência na governança corporativa dos bancos também tem sido apontada como uma causa primária da crise, na medida em que teria encorajado ações de curto prazo e imprudência em relação a riscos (RUDDICK, 2008).

---

<sup>1</sup> Sir Adrian Cadbury escreveu o prefácio do documento *Corporate governance and development*, de autoria de Stijn Claessens, apresentado no First Global Corporate Governance Forum, em Washington DC, no ano de 2003.

A questão central sobre o controle corporativo do setor financeiro repousa sobre quais propostas e reformas podem ser efetivas a fim de melhorar a governança das instituições financeiras e, de forma particular, dos bancos. Dessa maneira, a fim de avaliar possíveis soluções para as estruturas de governança corporativa dos bancos, é importante compreender de que forma as práticas de governança desse setor diferem das presentes em setores menos regulados (ADAMS e MEHRAN, 2003).

Apesar disso, o imperativo da boa governança no setor bancário remete a um problema basilar e comum a todas as empresas: a tentativa de solução do conflito de agência. Na acepção de Jensen e Meckling (1976), o conflito de agência seria uma decorrência direta da separação entre propriedade e controle que, por sua vez, é condição predominante nas corporações modernas. Uma vez configurada a separação entre propriedade e controle, os executivos responsáveis pela administração das empresas tenderiam a agir com vistas à maximização de sua utilidade pessoal, restando, em segundo plano, os interesses dos detentores do capital.

Shleifer e Vishny (1997, p. 737) definem a governança corporativa exatamente como o conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos, conhecidos como principais, garantem o retorno sobre seus investimentos, dados os conflitos entre seus interesses e os dos administradores ou agentes. De acordo com a teoria da agência, na ausência da interferência ou do monitoramento pelos principais, os agentes geralmente tomam decisões que os favorecem em detrimento dos interesses da empresa. A fim de mitigar esse conflito, a literatura oferece algumas soluções como o monitoramento realizado pelo Conselho de Administração, os contratos de compensação e a estrutura de propriedade.

O conflito de agência se reveste, contudo, de alguns contornos inusitados na indústria bancária. Enquanto nas demais empresas a figura dos principais é tradicionalmente representada pelos acionistas, nos bancos, os credores e depositantes têm sido considerados como principais, na medida em que aparecem como importantes fornecedores de recursos e, por conseguinte, devem ser objeto da fidúcia da gerência a fim de que tenham garantido o retorno sobre seus investimentos (MACEY e O'HARA, 2003).

Adams e Mehran (2003) afirmam que o número de indivíduos interessados no desempenho dos bancos torna mais complexa a governança corporativa do setor. Além dos acionistas, os depositantes e os órgãos reguladores têm interesse direto no desempenho dessas empresas e,

em última instância, os reguladores também se preocupam com a governança dos bancos em função dos efeitos do desempenho dessas empresas sobre a saúde da economia como um todo.

Uma abordagem específica da governança corporativa para os bancos tem sido advogada por autores como Adams e Mehran (2003), Arun e Turner (2004) e Macey e O'Hara (2003), para os quais a natureza única dessas empresas requer uma visão ampla que contemple tanto a figura dos acionistas quanto a dos depositantes. De forma particular, a natureza dos bancos é considerada pelos autores como demandante de uma regulação intensiva para que os depositantes, assim como o sistema financeiro como um todo, estejam protegidos.

Já para Levine (2003), Caprio Laeven e Levine (2007) e Laeven e Levine (2008), a supervisão direta sobre os bancos sob a forma de uma regulação oficial intensiva, consubstanciada nos dois primeiros pilares do Acordo de Basiléia, não conduz ao desenvolvimento do setor bancário e tampouco melhora sua eficiência. Todavia, as políticas que favorecem a disciplina do mercado por meio da facilitação do monitoramento dos bancos pelo setor privado são consideradas efetivas pelos autores, uma vez que forçariam os bancos a prestarem informações precisas ao mercado. O terceiro pilar do Acordo de Basiléia, indutor da disciplina de mercado, é reputado pelos autores como fator essencial para o desenvolvimento da governança e para o melhor controle corporativo dos bancos.

Levine (2003) afirma que a importância dos bancos não implica a necessidade de uma governança específica para o setor.

*While banks are important, this alone does not motivate a separate analysis of the governance of banks. Banks are firms. They have shareholders, debt holders, boards of directors, competitors, etc. This suggests that one can simply think about the governance of banks in the same way that one thinks about the governance of a shoe company, or an automobile company, or a pharmaceutical company (LEVINE, 2003, p.2).*

O autor alerta, contudo, para a existência de duas características comuns aos bancos: opacidade da estrutura financeira e presença de forte regulação, as quais ensejariam uma discussão independente de sua governança corporativa. Considerando a complexidade e as restrições já impostas pela regulação ao setor bancário, Adams e Mehran (2003) ponderam que ainda é preciso descobrir a estrutura de governança ótima para os bancos em termos de

desempenho: “[...]To answer this question, future research will have to examine the effect of governance structures in banking on measures of firm performance” (ADAMS e MEHRAN, 2003, p. 135).

Nesse sentido, o presente estudo procura investigar se as recomendações sobre a estrutura de governança corporativa para as empresas em geral tem impacto sobre o desempenho financeiro e o valor de mercado de bancos brasileiros. Especificamente, o que se pretende verificar é a existência de uma relação estatisticamente significativa entre configuração do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade de bancos brasileiros sobre seu desempenho financeiro e valor de mercado, razão pela qual se apresenta a questão de pesquisa.

**Há uma relação estatisticamente significativa entre a configuração dos mecanismos internos de governança corporativa de bancos brasileiros e seu desempenho financeiro e valor de mercado?**

## **1.2 Objetivos**

### **1.2.1 Objetivo geral**

A partir da questão apresentada, o objetivo geral da pesquisa consiste em:

- verificar a existência de uma relação significativa entre a configuração de mecanismos internos de governança corporativa, especificamente do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade, e o desempenho financeiro e o valor de mercado de bancos brasileiros.



### 1.2.2 Objetivos específicos

Os objetivos específicos da pesquisa importam em:

- identificar a configuração do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade dos bancos componentes da amostra;
- verificar a conformidade da configuração do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade dos bancos componentes da amostra com as recomendações da Cartilha da CVM sobre Governança Corporativa (2002) e do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2004);
- contribuir para o ainda incipiente debate sobre a governança corporativa do setor bancário, por meio da apresentação da literatura nacional e estrangeira sobre o tema.

### 1.3 Hipóteses da pesquisa

Para a exposição das hipóteses abaixo descritas, resgata-se a questão de pesquisa apresentada na seção 1.2.

**Há uma relação estatisticamente significativa entre a configuração dos mecanismos internos de governança corporativa de bancos brasileiros e seu desempenho financeiro e valor de mercado?**

H<sub>0</sub> (hipótese nula): não existe uma relação estatisticamente significativa entre as variáveis de governança corporativa e as variáveis de desempenho financeiro e valor de mercado dos bancos componentes da amostra.

H<sub>1</sub> (hipótese alternativa ): existe uma relação estatisticamente significativa entre as variáveis de governança corporativa e as variáveis de desempenho financeiro e valor de mercado dos bancos componentes da amostra.

#### 1.4 Justificativa e relevância da pesquisa

A governança corporativa lida com a resolução de problemas de natureza coletiva entre os investidores dispersos e com a conciliação de conflitos de interesse entre os vários *stakeholders* corporativos (BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002). A atenção conferida ao tema é considerada recente tanto no âmbito acadêmico quanto corporativo, tendo sido intensificada nos últimos anos em função de recentes escândalos assistidos em todo o mundo, os quais tornaram visível a fragilidade das estruturas de governança existentes (ADAMS E MEHRAN, 2003).

Para Polo (2007), esses escândalos são manifestações de um grande número de razões estruturais pelas quais a governança corporativa se tornou uma questão central nas últimas décadas: a onda mundial de privatizações, as reformas dos fundos de pensão, o crescimento das poupanças, a desregulamentação e a integração dos mercados de capitais. Nesse cenário, a governança corporativa dos bancos tem sido considerada de grande importância para o sistema financeiro internacional, haja vista o papel desempenhado pelos bancos na economia, seu alto grau de sensibilidade a potenciais crises originadas da má governança e a necessidade de proteção aos depositantes (BASEL, 2006).

A recente crise pelo setor bancário, deflagrada nos Estados Unidos em 2007 e disseminada de forma global no ano seguinte, é um dos fatores que motivam uma reflexão sobre a governança dos bancos. Essa crise caracterizou-se pela abundância do crédito, conjuntura que levou milhares de americanos à tomada de empréstimos para a compra de imóveis ou para hipotecar os que já possuíam. Em 2006, os preços desses ativos já haviam sofrido grande redução, o que acarretou forte inadimplência por parte dos mutuários. A falta de confiança levou a problemas de liquidez, e as quebras de bancos se tornaram comuns, culminando com o pedido de concordata do Lehman Brothers, em 2008. Em contrapartida, observou-se uma desaceleração das economias dos países desenvolvidos e a atuação de seus bancos centrais no sentido de injetar recursos no mercado e repensar a arquitetura regulatória do setor a fim de torná-la mais rígida.

A despeito da já intensiva regulação sobre os bancos e da existência de incentivos à maior disciplina desse mercado pelo Novo Acordo de Basiléia, a crise tornou notório o fato de que a governança dos bancos precisa ser mais bem compreendida, na medida em que essas instituições constituem um setor da economia determinante de liquidez, de crescimento e do desenvolvimento.

Embora a governança dos bancos não tenha sido objeto da mesma atenção conferida ao problema da governança de empresas não financeiras, entre os autores estrangeiros que tratam do tema, é possível identificar duas correntes distintas. A primeira caracteriza-se por afirmar que os mesmos mecanismos de controle que influenciam a governança das empresas não-financeiras também influenciam as operações dos bancos, enquanto a segunda corrente afirma a especificidade da governança bancária (POLO, 2007).

A compreensão da relação entre governança e desempenho da empresa, objeto da presente pesquisa, tem sido um objetivo constante nos estudos sobre o tema. Já a busca de um melhor entendimento sobre a relação entre a governança e o desempenho dos bancos, especificamente, encontra respaldo tanto em estudos de autores da primeira corrente, como os de Adams e Mehran (2003), Arun e Turner (2004) e Macey e O'Hara (2003), cujos achados revelam a existência de diferenças sistemáticas entre a governança bancária e das empresas não financeiras, quanto nas pesquisas desenvolvidas por autores da segunda corrente, como Levine (2003) e Laeven e Levine (2008), que se contrapõem à perspectiva de que a governança corporativa dos bancos seja ou deva ser diferente da governança das demais empresas.

Esta dissertação está organizada em seis seções, incluindo-se esta introdução. A segunda seção traz o referencial teórico, com o objetivo de fundamentar os conteúdos e as variáveis utilizadas no estudo. Aborda a terceira seção a metodologia e nela são definidas as variáveis da pesquisa e é detalhado o modelo econométrico utilizado. A quarta seção apresenta uma breve caracterização do setor bancário brasileiro, enquanto, na quinta, apresentam-se os resultados da pesquisa e procede-se a sua análise. As considerações finais e as recomendações para futuras pesquisas encontram-se na última seção. As REFERÊNCIAS e os APÊNDICES completam o presente trabalho.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Governança corporativa

Por potencialmente se referirem a vários aspectos, as definições de governança corporativa podem diferir de acordo com as dimensões que lhe são atribuídas. Martins (2004) sugere que essas definições variam justamente em função das diversas abordagens ou conotações que a governança pode representar para as organizações e para os que estão nelas envolvidos.

Para Claessens (2003), embora haja muitas definições de governança corporativa, é possível agrupá-las em duas categorias. A primeira caracteriza-se pelas definições da governança como um conjunto de padrões comportamentais referentes às ações das companhias em termos de eficiência, desempenho, estrutura financeira e tratamento de acionistas e de outros *stakeholders*. A segunda categoria, por sua vez, centra suas conceituações na estrutura normativa a que as companhias estão sujeitas, cujas fontes são os sistemas legais, os mercados financeiros e os vários órgãos regulatórios. Segundo o autor, para os estudos sobre países individuais ou sobre empresas situadas em um determinado país, a primeira categoria de definições se apresenta como a escolha mais lógica, na medida em que se preocupa com questões como a configuração do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade, com as políticas de compensação de executivos e as políticas voltadas para os empregados, dentre outras.

Para Mathiesen (2002), a governança corporativa é um campo da economia que investiga como garantir o gerenciamento eficiente das corporações por meio do uso de mecanismos de incentivo como contratos, desenhos organizacionais e legislação. Jessover e Kirkpatrick (2005) também afirmam que o sistema de governança compõe-se de regras e práticas que determinam as relações entre a administração, os acionistas das empresas e seus vários *stakeholders*.

A definição de governança corporativa fornecida por Shleifer e Vishny (1997, p. 737) pode ser considerada como pertencente a essa primeira categoria, uma vez que para os autores a governança corporativa lida com os “[...] *ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment* ”. Segundo os autores, não é

completamente óbvio que os fornecedores de recursos tenham qualquer retorno, na medida em que, a despeito de investirem seu dinheiro, não participam da administração da empresa: os empreendedores ou gerentes profissionais responsáveis por essa tarefa podem, portanto, desfalcá-los, embora não o façam com frequência.

A definição de Shleifer e Vishny (1997) tem sido amplamente utilizada no meio acadêmico, tanto no Brasil quanto no exterior<sup>2</sup>. Os motivos de sua popularidade dizem respeito tanto ao seu enfoque financeiro quanto à amplitude de sua aplicação. Tome-se como exemplo disso a utilização do termo *fornecedores de recursos*, que descreve tanto os acionistas quanto os credores de uma empresa, conforme ensina Silveira (2002), bem como os depositantes, no caso das instituições financeiras (ADAMS e MEHRAN, 2003).

Denis e McConnell, (2003), por exemplo, definem a governança corporativa como o conjunto de mecanismos institucionais e de mercado que induzem os controladores de uma empresa – aqueles que tomam as decisões acerca de como será operada – a tomar decisões que maximizem a riqueza dos seus proprietários – ou seus fornecedores de capital. Para os autores, contudo, sua própria definição de governança corporativa nada mais seria do que a de Shleifer e Vishny (1997), “[...] *put another way*” (DENIS e MCCONNELL, 2003, p. 2).

Martins (2004) afirma que as mais recentes definições de governança corporativa têm sido ajustadas para refletir as mudanças nas expectativas de acionistas, investidores e da sociedade em relação às empresas. De fato, de acordo com Claessens (2003), algumas definições de governança corporativa, como a de Shleifer e Vishny (1997), podem ser expandidas para que se possa conceituar a governança como preocupada com a resolução de problemas coletivos entre os investidores dispersos e com a conciliação de conflitos de interesses entre os vários *stakeholders* corporativos.

Conforme a linha de definições mais amplas, como a proposta por Claessens (2003), o objetivo da boa governança corporativa seria maximizar as contribuições das empresas para a economia de uma forma geral, isto é, incluindo todos os *stakeholders*. Sob esse ponto de vista, a governança corporativa incluiria as relações entre acionistas, credores e empresas; entre mercados financeiros, instituições e empresas e, por fim, entre empregados e empresas. Nesse

---

<sup>2</sup> Exemplos de estudos que se utilizam da definição de Shleifer e Vishny (1997) são os trabalhos de Dami (2006), Silveira (2002), Marcassa (2004), Adams e Mehran (2003), Levine (2003) Berger *et al.*(2005), Ho (2005) para citar alguns.

sentido, a governança corporativa também poderia incluir o problema da responsabilidade social das empresas, abarcando aspectos como, por exemplo, a forma com que a empresa lida com o meio ambiente e a cultura.

Marco da constituição moderna da governança corporativa, o Cadbury Report (1992) a define como o sistema por meio do qual as companhias são dirigidas e controladas. Publicado sob o título *Financial Aspects of Corporate Governance*, o relatório traz recomendações acerca do arranjo dos conselhos de administração e do funcionamento dos sistemas contábeis, a fim de que os riscos inerentes à administração das empresas sejam mitigados. O Cadbury Report também enfatiza a necessidade de rigidez na separação entre as atribuições e responsabilidades do Conselho de Administração e da diretoria e alerta para a urgência de imprimir caráter profissional à atuação do Conselho. Em linha com a perspectiva do Relatório encontra-se a definição da OECD. [...] *so good corporate governance – the rules and practices that govern the relationship between the mananagers and shareholders of corporations, as well as stakeholders like employees and creditors – contributes to financial stability [...]* (OECD, 2004a, p. 1).

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) define a governança corporativa como

[...] o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas (CVM, 2002, p. 1).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBCG) conceitua a governança como o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas ou cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. Na concepção do IBGC, a governança corporativa tem como objetivo-fim a agregação de valor à empresa por meio da facilitação de seu acesso ao capital (IBGC, 2004). O quadro 1 sumariza os principais modelos sobre a governança corporativa nas últimas décadas, quando se assistiu a um recrudescimento do debate sobre o tema.

<b>Modelo</b>	<b>Perspectiva de governança corporativa</b>
Wiseman e Gomez - Mejiá (1998)	Definir o comportamento dos executivos em relação ao risco, sobretudo no que diz respeito à minimização de perdas
Shleifer e Vishny (1997)	Como garantir aos fornecedores de recursos às empresas o retorno sobre os seus investimentos
Demirag <i>et al.</i> (1998)	Identificar sistemas financeiros e estruturas de governança corporativa que se apresentem resistentes às pressões de curto prazo do mercado e encorajem decisões de investimento de longo prazo
Davis <i>et al.</i> (1997)	Monitorar os gerentes, mas considerando-os delegados comprometidos com os interesses organizacionais, cujo envolvimento é determinado por interesses de longo prazo e pela maximização do desempenho da empresa
Buchholz (1992)	Permitir uma ampla participação de grupos com interesses econômicos ou sociais nas atividades da empresa no processo de governança, garantindo que seus interesses sejam levados em conta no processo de tomada de decisões
Donaldson e Preston (1995)	Definir <i>stakeholders</i> (por meio da identificação dos atuais e potenciais danos ou benefícios que possam experimentar em função da atuação ou omissão da empresa) e explorar as responsabilidades dos conselheiros e executivos como seus representantes
Pound (1992)	Definir uma abordagem política que permita que os acionistas ativos tenham o apoio de acionistas dispersos a fim de influir sobre as políticas corporativas
Schwab e Thomas (1998)	Definir o papel do ativismo trabalhista
Forbes e Milliken (1999)	Desenvolver um modelo para o funcionamento do Conselho de Administração que garanta a efetividade da tomada de decisões estratégicas

Quadro 1 – Modelos de governança corporativa

Fonte – HO, 2005, p. 214-20, adaptado pela autora da dissertação.

Tradicionalmente, a teoria da agência tem ocupado uma posição de centralidade nas pesquisas sobre a governança corporativa, sendo as demais, bem como seus modelos, consideradas acessórias para a compreensão do tema (CLARKE, 2004). As perspectivas de Shleifer e Vishny (1997) e de Wiseman e Gomez-Mejiá (1998), por exemplo, são estritamente influenciadas pelo problema de agência, isto é, pelo advento da separação entre propriedade e controle. Por meio dessa perspectiva, os autores procuram identificar as formas pelas quais os investidores agem a fim de a gerência das firmas lhes devolverem os frutos de seus investimentos.

Nos últimos anos, a busca pelo aperfeiçoamento das estruturas de governança corporativa existentes tem se refletido na publicação de vários princípios e códigos de melhores práticas de governança corporativa. Ho (2005) afirma que tais princípios trazem, tipicamente, recomendações acerca de estruturas e de processos a fim de proteger o interesse dos acionistas e conciliá-los com os da administração e das comunidades com as quais a companhia se relaciona. Internacionalmente, destacam-se publicações realizadas por agências

supranacionais como *Commonwealth Guidelines* (COMMONWEALTH ASSOCIATION OF CORPORATE GOVERNANCE, 1999), *World Bank Framework for Implementation* (ISKANDER e CHAMLOU, 2000), *OECD Principles* (OECD, 2004b).

Os primeiros esforços da OECD a fim de fomentar a disseminação e o aprimoramento de boas práticas de governança datam do início da década de noventa. Desde 1999, os princípios de governança corporativa da OECD ("*OECD Principles*", revisados em 2004) passaram a constituir internacional para várias iniciativas de reformas estruturais, sejam elas no âmbito governamental ou do setor privado. Esses princípios referem-se a seis áreas-chave da governança corporativa: direitos dos acionistas, tratamento equitativo dos acionistas, divulgação de informações e transparência, responsabilidades do Conselho de Administração, papel das partes relacionadas e estrutura legal da governança corporativa (OECD, 2004b).

De forma geral, a OECD (2004b) prescreve a facilitação do exercício e a proteção dos direitos dos acionistas, o tratamento equitativo de todos os acionistas – inclusive dos minoritários e estrangeiros, com previsão de efetiva proteção contra a violação de seus direitos, a divulgação periódica e detalhada de todas as informações relativas à empresa – incluindo-se as relativas à sua situação financeira, ao seu desempenho, à sua estrutura de propriedade e a práticas de governança corporativa, à profissionalização do Conselho de Administração. E também a sua responsabilidade de garantir os direcionamentos estratégicos da companhia, de monitorar seus executivos e de prestar contas aos acionistas, o reconhecimento do papel das partes interessadas, a cooperação da companhia com tais partes por meio da criação de riqueza e de postos de trabalho, o comprometimento com o crescimento sustentável e ecologicamente correto e a viabilização, pelos sistemas legais, de mercados pautados pela transparência e eficiência.

Embora já se tenha mencionado a diversidade de abordagens possíveis em relação à governança corporativa, as recomendações da OECD estruturam-se como princípios e, não, como regras específicas, o que lhes confere uma amplitude ilimitada. A pretensão regulatória de previsão de todas as situações-tipo restaria definitivamente frustrada face à diversidade de contextos e realidades a que as recomendações se dirigem. Os princípios, ao contrário das regras, não são caracterizados pela natureza obrigatória ou prescritiva. Normas diretivas – os princípios – são adaptáveis e direcionam-se aos mais diversos sistemas legais, econômicos e sociais.



Resposta aos escândalos corporativos observados nos Estados Unidos no início desse século, a Lei Sarbanes-Oxley, de 2002, tem sido considerada a maior e mais importante reforma na legislação societária norte-americana desde os anos trinta. Com seu foco na governança corporativa, a lei enfatiza a independência das auditorias e a transparência nas demonstrações financeiras das empresas dentre outros. Akhigbe e Martin (2006) observam que, embora a intenção da Sarbanes-Oxley tenha sido melhorar a integridade e diminuir o grau de opacidade das demonstrações financeiras das empresas, os benefícios líquidos a ela associados ainda não são bem conhecidos.

Mas, dentre os vários países latino-americanos, é a experiência brasileira com vistas ao desenvolvimento de uma cultura de governança corporativa que merece destaque. Desde 1995, o IBGC vem imprimindo esforços no sentido de contribuir para o aprimoramento das práticas de governança corporativa junto às empresas brasileiras. O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBCG, lançado em 1999 e revisto em 2003 e em 2004, encerra princípios e práticas a que as companhias devem aderir a fim de desenvolverem sua estrutura corporativa.

Dentre as iniciativas brasileiras para o aprimoramento do mercado de capitais cabe, ainda, destacar a reformulação da Lei das S.A. (Lei n. 6.404/76) a partir de 2001, cujo saldo, ainda que considerado insuficiente face às necessidades de desenvolvimento da base legal para a governança corporativa, apresenta avanços em relação ao texto original. Dentre eles, destacam-se a permissão explícita para que os estatutos societários prevejam a solução de conflitos pela via arbitral, a melhoria dos processos de divulgação de informações, a dilatação dos prazos de convocação para assembleias, a possibilidade de exercício individual de suas funções pelos conselheiros fiscais e, de forma especial, o fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) brasileira, por meio da previsão de sua capacidade para o autofinanciamento.

É papel da CVM suscitar a discussão de problemas, promover o estudo de alternativas e adotar iniciativas tecnicamente embasadas para promover o desenvolvimento dos negócios com valores mobiliários no Brasil (CVM, 2007). Nesse sentido, em junho de 2002 assistiu-se à criação de uma cartilha pela CVM denominada Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa.

De acordo com a CVM, a publicação dessa cartilha teve como objetivo principal estimular o mercado de capitais brasileiro por meio da divulgação de práticas de boa governança corporativa, trazendo orientações sobre questões que podem influenciar a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários. Uma das características da cartilha elaborada pela CVM é a tentativa de adaptação de conceitos internacionais de governança corporativa à realidade brasileira. Essa é a explicação, por exemplo, para a ausência de menção a algumas práticas, uma vez que já previstas pela legislação brasileira em normas como a Lei n. 6.404/76 (CVM, 2002).

Desde 2000, com o apoio e aconselhamento da OECD, a BOVESPA também conta um sistema de segmentos diferenciados que têm como objetivo listar e dar destaque às empresas conforme seu grau de adesão às melhores práticas de governança corporativa. O escopo da introdução dos segmentos de listagem foi a criação de um mercado secundário para valores emitidos por companhias brasileiras de alto padrão de governança corporativa. De forma geral, os segmentos têm como pré-requisitos para listagem a adesão das companhias a regras que visam à ampliação dos direitos dos acionistas e à melhoria das informações fornecidas ao público em geral.

Conforme o grau de comprometimento com as melhores práticas de governança corporativa, os segmentos da BOVESPA dividem-se em quatro: Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e BOVESPA Mais. Para que possa aderir ao Nível 1 de governança corporativa da BOVESPA, as empresas devem:

- assegurar que no mínimo 25% de seu capital total estejam em circulação no mercado (*free float*);
- adotar procedimentos que permitam e favoreçam a dispersão acionária quando da ocorrência de ofertas públicas;
- cumprir padrões mínimos de divulgação trimestral de informações;
- adotar políticas mais rígidas de divulgação no que se refere às negociações de seus valores mobiliários por acionistas controladores, conselheiros e diretores;
- divulgar completamente os Acordos de Acionistas e programas de *stock options*;
- disponibilizar ao público um calendário de eventos societários.

O Nível 2 de Governança Corporativa da BOVESPA avança ao exigir das empresas,

complementarmente aos pré-requisitos para listagem no Nível 1:

- concessão direito de voto aos acionistas preferenciais em relação a determinadas matérias;
- concessão a todos os acionistas do direito de participação em ofertas públicas de aquisição de ações em função da alienação do controle da companhia, com garantia de pagamento do mesmo preço pago às ações do bloco de controle para todas as demais ações ordinárias (proporção que deve ser de no mínimo 90% do preço das ações do bloco de controle, para o caso das preferenciais);
- limitação do prazo do mandato dos conselheiros de administração a um ano;
- preparação de demonstrações financeiras anuais e trimestrais, inclusive as de fluxo de caixa, em idioma inglês e de acordo com os padrões contábeis internacionalmente aceitos;
- adesão ao júízo arbitral para resolução de conflitos envolvendo a companhia, seus controladores e demais investidores.

O Novo Mercado, o mais sofisticado segmento de listagem da BOVESPA, prevê, em acréscimo ao cumprimento de todos os requisitos para ingresso no Nível 2 de Governança Corporativa, que as empresas emitam somente ações ordinárias, ou seja, ações votantes.

O BOVESPA Mais, por sua vez, constitui um segmento destinado às empresas de pequeno e médio portes que desejam entrar gradativamente no mercado de capitais e, para tanto, também se comprometem a adotar altos padrões de governança corporativa semelhantes aos exigidos para listagem no Novo Mercado.

O Banco Mundial (2007) aponta a adoção de princípios básicos de governança corporativa como fator essencial para o desenvolvimento de mercados e de países emergentes. Boas práticas de governança são vistas pela Instituição como condição para a melhoria do acesso a financiamentos e a capitais externos e, por conseguinte, para a obtenção de bons resultados pelas organizações.

A importância de adoção das melhores práticas de governança corporativa tem também sido justificada pelo fato de os investidores internacionais avaliarem a relação entre risco e retorno sempre com base nos mesmos critérios, sem distinção de onde o investimento será realizado. Na perspectiva da International Finance Corporation (IFC), os investidores internacionais constituiriam, assim, uma força de convergência em relação às práticas adotadas pelas companhias, o que determinaria, em última instância, uma tendência contínua de melhoria nos

padrões gerais de governança corporativa (IFC, 2007).

De acordo com Shleifer e Vishny (1997), embora as economias mais avançadas tenham razoavelmente resolvido o conflito de agência, de forma que os fornecedores de recursos possam perceber de volta os lucros obtidos pelas empresas, isso não significa que o problema tenha sido solucionado de forma perfeita ou que os mecanismos de governança não possam ser aperfeiçoados.

Ao mesmo tempo, os perigos em relação ao excesso de governança também têm sido objeto de atenção pela academia. Holmstron e Kaplan (2003) afirmam que tão perigosa quanto um escândalo corporativo é a tentativa de criação de um sistema que tornasse todos os escândalos impossíveis. Nesse sentido, as regulações draconianas poderiam motivar um cuidado excessivo e suprimir a inovação, em uma época em que a inovação organizacional seria necessária para que as empresas pudessem se aproveitar de todo o progresso tecnológico verificado nos últimos tempos. De acordo com os autores, “[...] *we learn from the failure not to withdrawing into a shell, but rather by improving control structures and corporate governance in a way tha allows continuous experimentation – and occasional failures*” (HOLMSTRON e KAPLAN, 2003, p. 96).

Ainda que nos últimos anos o Brasil tenha experimentado significativos avanços em relação à governança corporativa, os quais abrangem desde a introdução da segmentação da BOVESPA até as iniciativas do IBGC e da CVM, mudanças de regimes e escândalos corporativos representam desafios permanentes, realidade que atesta a necessidade de que, ao tema da governança seja dado tratamento dinâmico, por meio da constante revisão e do aprimoramento das práticas adotadas (STANDARD & POOR´S, 2004). É justamente em função disso que a governança corporativa tem sido compreendida como campo em constante evolução, apresentando-se, antes de tudo, como um processo, não como um estado (CLAESSENS, 2003).

## 2.2 Teoria da Agência

Os mecanismos de governança corporativa podem ser interpretados como uma tentativa de se tratar o conflito de interesses entre os principais e os agentes, pois de acordo com Jensen e Meckling (1976),

[...] tanto a lei quanto o grau de sofisticação dos contratos relevantes para as corporações são produtos de um processo histórico marcado por fortes incentivos conferidos aos indivíduos no sentido de se minimizarem os custos de agência. Além disso, há alternativas, assim como oportunidades de se inventarem novas formas organizacionais. (JENSEN e MECKLING, 1976, p. 130, tradução da autora da dissertação).

A estrutura de governança corporativa especifica a distribuição de direitos e de responsabilidades entre diferentes participantes na corporação e define as regras e procedimentos para a tomada de decisões em relação aos assuntos corporativos. Por meio dessa estrutura, os objetivos da companhia são estabelecidos, e os meios para sua consecução são indicados, bem como as formas de monitoramento de desempenho também o são (OECD, 2004a). Historicamente, os estudos sobre a governança corporativa remontam ao debate acerca da dicotomia entre proprietários e administradores profissionais – agentes – iniciado por Adolf Berle e Gardiner Means em 1932.

O valor da riqueza de uma pessoa está começando a depender de forças inteiramente alheias a ela mesma e a seus esforços. Seu valor, ao contrário, é determinado, por um lado, pela ação dos indivíduos que comandam a empresa – indivíduos sobre os quais o proprietário típico não exerce nenhum controle – e, por outro lado, pela ação de outros, em um mercado sensível e muitas vezes caprichoso (BERLE e MEANS, 1967, p. 83, tradução da autora da dissertação).

De acordo com os autores, o proprietário da riqueza individual teria restado simplesmente como um mero símbolo de propriedade, ao tempo em que o poder, a responsabilidade e a substância, antes integrantes da propriedade, teriam sido transferidos para outro grupo de pessoas, em cujas mãos estaria o controle: os agentes (BERLE e MEANS, 1967).

Em 1964, Adolf Berle concluiu que a mudança no sistema de propriedade, por ele diagnosticada há mais de trinta anos, havia avançado ainda mais, tornando-se uma realidade incontestável. Prova disso é que, ao final do ano de 1963, enquanto toda a riqueza pessoal dos Estados Unidos somava cerca de US\$1.800 bilhões, cerca de US\$ 550 bilhões correspondiam a investimentos em ações de empresas<sup>3</sup>. Segundo o autor, era inegável, portanto, que o controle sobre a tomada de decisões houvesse mudado das mãos de empreendedores, que tradicionalmente gerenciavam, protegiam e maximizavam seus lucros e seu capital, para as mãos de administradores profissionais. O que o autor denominou atomização da propriedade tratava-se de um processo ainda incompleto, mas em contínuo progresso (BERLE, 1964).

Em decorrência da condição de dicotomia descrita por Berle e Means (1967), assistiu-se ao desenvolvimento da teoria da agência que parte do pressuposto de que a delegação de tarefas pelos proprietários (principais) aos administradores (agentes) para a gerência das organizações comumente conduz a conflitos de interesses entre essas classes. Tais conflitos têm sua explicação na divergência das naturezas dos interesses dos proprietários e dos agentes. O esforço de fazer convergir esses interesses distintos e conflitantes apresenta-se como problema principal dessa teoria (JENSEN e MECKLING, 1976).

A despeito do potencial conflito de interesses entre principais e agentes, a separação entre propriedade e controle também tem sido interpretada como um advento bem-sucedido, pois de outra forma, tal estrutura corporativa não teria persistido ao longo dos anos. Denis e McConnell (2003) afirmam que os indivíduos não são necessariamente dotados de capital e talento para a gerência. Nesse sentido, a separação entre propriedade e controle permitiria que cada indivíduo pudesse obter retorno, seja sobre seu capital ou sua habilidade gerencial. Todavia, os conflitos de interesses, combinados com a impossibilidade de ter contratos perfeitos ou de monitorar os agentes sem incidir em custos, tendem a diminuir o valor das empresas, *ceteris paribus*.

A relação de agência é definida por Jensen e Meckling (1976, p. 307) como “[...] o contrato pelo qual uma ou mais pessoas engajam uma terceira (o agente) a agir em seus interesses, o que envolve a delegação de alguma autoridade para tomada de decisão ao agente”. Otten e Wempe (2007) argumentam que o matiz econômico tem sido empregado em praticamente

---

<sup>3</sup> Valor estimado pelo Departamento de Economia do First National City Bank, com base em dados do Federal Reserve e National Bureau of Economic Research (BERLE, 1964).

todos os estudos que lidam com a teoria da agência aplicada à governança corporativa. Nesse contexto, a delegação de atividades pelos principais aos agentes é sempre vista como um problema: o problema de agência.

Uma empresa é uma complexa organização de indivíduos dos quais se espera cooperação para a produção de bens e serviços. Presumivelmente, os proprietários desejam que essa companhia opere de forma a maximizar suas riquezas, razão pela qual solicitam que os agentes sigam o princípio da maximização de valor para o acionista em suas decisões. Os agentes, contudo, podem não fazê-lo, obrigando os principais a utilizar incentivos a fim de aproximar os interesses dos agentes aos seus próprios, ou a estabelecer restrições contratuais sobre o comportamento do agente (HAND, LLOYD e ROGOW, 1982).

O núcleo da teoria da agência tem sido considerado a determinação dos mais eficientes arranjos para as relações entre principais e agentes, dados alguns pressupostos sobre as pessoas (egoístas, de racionalidade limitada, avessas ao risco), as empresas (existência de conflitos entre seus membros) e a informação (uma *commodity*, na medida em que poderia ser comprada). O quadro 2 provê um resumo dessa teoria.

<b>Key Idea</b>	<i>Principal-agent relationships should reflect efficient organization of information and risk bearing costs</i>
<b>Unit of analysis</b>	<i>Contract between principal and agent</i>
<b>Human assumptions</b>	<i>Self interest, bounded rationality, risk aversion</i>
<b>Organizational assumptions</b>	<i>Partial goal conflict among participants, efficiency as the effectiveness criterion, information asymmetry between principal and agent</i>
<b>Information assumptions</b>	<i>Information as a purchasable commodity</i>
<b>Contracting problems</b>	<i>Agency (moral hazard and adverse selection), risk sharing</i>
<b>Problem Domain</b>	<i>Relationships in which the principal and agent have partly differing goals and risk preferences (e. g., compensation, regulation, leadership, impression management, whistle-blowing, vertical integration, transfer pricing)</i>

Quadro 2 – Agency theory overview

Fonte – EISENHARDT, 1989, p. 59.

Segundo Eisenhardt (1989), a teoria da agência lida com dois problemas básicos que podem ocorrer em qualquer relação de agência. O primeiro é o problema de agência especificamente dito que ocorre quando há conflitos entre os desejos e objetivos dos principais e dos agentes ou há dificuldades para que os principais monitorem os agentes de forma adequada. O segundo problema diz respeito aos riscos, ou seja, à atitude de principais e gerentes em relação ao risco que pode diferir em função das preferências de cada parte.

Segundo Fama e Jensen (1983), tem sido comum tratar a separação entre controle e propriedade nas empresas modernas como a raiz de duas questões conexas: se os agentes terão liberdade em relação à atenção que deverão prestar aos interesses dos principais e, caso tenham, de que forma a utilizarão. Berle (1964) afirma que as situações importantes no contexto de uma empresa nunca são, de fato, resolvidas pelos seus acionistas. Isso não necessariamente levaria, de acordo com o autor, à conclusão de que todos os administradores profissionais, ou gerentes, ajam de maneira irresponsável: sua responsabilidade seria diferente da responsabilidade dos acionistas apenas no que tange ao seu conteúdo. Aos administradores profissionais corresponderia uma responsabilidade impessoal e coletiva, conhecida como a *empresa* e, de forma secundária, uma responsabilidade relacionada aos direitos dos acionistas.

A teoria da agência tem seu foco nos aspectos contratuais inerentes à regulação do relacionamento entre principais e agentes, isto é, na estruturação da relação contratual entre tais partes a fim de que os agentes sejam incentivados a tomar decisões que, em última instância, maximizem a riqueza dos principais. A partir da noção da empresa como um nexo de vários contratos entre principais e agentes, Jensen e Meckling (1976) procuraram investigar a relação entre os incentivos obtidos pelos agentes e o eventual equilíbrio desses contratos. Para os autores, as atividades de monitoramento do trabalho e de concessão de incentivos aos agentes geram custos cujo nível depende da estrutura legal e da própria atitude humana em relação aos desvios contratuais dentre outros fatores.

O total desses custos pode ser obtido pela soma dos custos para o monitoramento das atividades dos agentes (*monitoring costs*) bem como daqueles em que os próprios agentes incorrem a fim de demonstrarem seu comprometimento com o interesse dos principais (*bonding costs*). Os custos de agência também envolveriam perdas residuais (*residual losses*), correspondentes a diminuições da riqueza dos principais advindas da impossibilidade de uma



correspondência perfeita entre seus interesses e os dos agentes (JENSEN e MECKLING, 1976).

Os custos de monitoramento (*monitoring costs*) envolvem as despesas dos principais para observar e controlar o comportamento dos agentes, incluindo-se nessa categoria também as despesas com a mensuração de performance e com a atribuição de recompensas (JENSEN e MECKLING, 1976). Embora a princípio pagos pelos principais, Fama e Jensen (1983) argumentam que, em última instância, esses custos serão alocados aos agentes na medida em que serão uma espécie de medida de ajuste de sua compensação.

Considerando a afirmação de Fama e Jensen (1983) de que os agentes chegam a arcar inclusive com os custos de monitoramento, é natural que esses implementem estruturas que demonstrem seu comprometimento em agir de acordo com os interesses dos principais. O custo de aderir a tais estruturas é o que se convencionou denominar *bonding costs*. Auditorias internas e adesão a códigos de conduta corporativos são exemplos desses custos. Apesar da incursão tanto dos principais quanto dos agentes em diversos custos, é pouco plausível que seus interesses possam ser alinhados de forma completa. Assim, emerge uma terceira categoria de custos de agência representada pelas perdas ocasionadas pelos resíduos dos conflitos de interesses entre principais e agentes (*residual losses*) (JENSEN e MECKLING, 1976).

Vários têm sido os mecanismos apontados como hábeis para o controle dos custos de agência. A alavancagem, por exemplo, é sugerida por Jensen e Meckling (1976) como forma de redução do conflito entre administradores profissionais e acionistas. Jensen (1986) argumenta que a alavancagem previne que os administradores se utilizem de fluxos de caixa livres para investirem em projetos ruins, o que reduziria os custos de agência. A redução dos fluxos de caixa livre implicaria redução dos recursos sob o controle dos administradores que, por sua vez, teriam seus poderes diminuídos.

Os contratos de incentivo como os programas de *stock options*, elaborados com o propósito de alinhar os interesses de principais e agentes, constituem uma forma de controle dos custos de agência muito comum na prática (JENSEN e MECKLING, 1976; FAMA, 1980). Um problema associado a esse tipo de contratos é o fato de criarem oportunidades pessoais quando algumas das condições a eles associadas não são bem especificadas, ou quando

especificadas de forma independente à ocorrência de eventos importantes. Tome-se o exemplo das companhias que, mal gerenciadas, têm suas ações depreciadas, o que, de acordo com Black e Scholes (1972), é determinante de redução no preço das opções a elas subjacentes, *ceteris paribus*. Todavia, esse efeito pode ser camuflado temporariamente por tendências de alta do mercado de ações ou, em alguns casos, pela implementação de programas de recompra pela própria empresa.

As ameaças de aquisições hostis também têm sido apontadas como um poderoso mecanismo de controle dos custos de agência. A ameaça das demissões nas firmas objeto de ofertas de compra pode operar como um importante fator para a convergência dos interesses dos principais e dos administradores. O próprio mercado de trabalho competitivo aparece, nesse sentido, como um fator de pressão sobre os administradores (FAMA, 1980).

Na acepção de Shleifer e Vishny (1997), no contexto empresarial, o problema de agência se refere às dificuldades enfrentadas pelos fornecedores de recursos para obter retornos e à tentativa de garantir que tais recursos não sejam expropriados ou gastos em projetos pouco atrativos pelos agentes. A via contratual, supostamente hábil para regular essas relações, é, contudo, passível de defeitos.

*First, the contracts that the managers and investors sign cannot require too much interpretation if they are to be enforced by outside courts. Second, in the cases where financing requires collection of funds from many investors, these investors themselves are often small and too poorly informed to exercise even the control rights that they actually have.[...]. As a result, the effective control rights of the managers – and hence the room they have for discretionary allocation of funds – end up being extensive [...]* (SHLEIFER e VISHNY, 1997, p. 741).

A tentativa de regulação das relações entre principais e agentes pela via contratual pode apresentar-se frágil em função de outros fatores: os contratos geralmente falham em prever as inúmeras situações e aspectos da realidade configuradores de conflitos de interesses, geram interpretações distintas e podem ter sua efetividade ameaçada por procedimentos judiciais lentos e onerosos. Os problemas de agência também se relacionam, portanto, à impossibilidade de que os contratos regulem de forma perfeita todas as possíveis ações que afetem principais ou agentes (BRENNAN, 1995; SHLEIFER e VISHNY, 1997).

### 2.3 Governança corporativa no setor bancário

Embora ultimamente o tema da governança corporativa tenha sido merecedor de destaque na academia, a governança corporativa aplicada aos bancos ainda é pouco estudada pelos pesquisadores. Arum e Turner (2004) destacam que, mesmo nas economias desenvolvidas, apenas recentemente o problema começou a ser discutido, havendo uma lacuna acerca dos conceitos-chave e das implicações da governança corporativa sobre o setor bancário.

Polo (2007) afirma que, na medida em que os bancos constituem não apenas uma das mais importantes fontes de recursos, mas também de governança externa para as empresas, sua governança corporativa é um fator crucial para o crescimento e desenvolvimento. Todavia, chama a atenção para o fato de que, a despeito dessa importância, a governança corporativa dos bancos foi explorada em apenas alguns poucos estudos. Nesse sentido, o autor considera que o debate sobre a governança corporativa dos bancos terá impacto profundo sobre as discussões acerca do futuro da arquitetura da regulação bancária no mundo.

A importância da governança corporativa dos bancos tem sido atribuída ao papel preponderante desempenhado por eles no desenvolvimento de sistemas econômico-financeiros. Alguns estudos econométricos têm demonstrado que os bancos exercem um importante impacto sobre o desenvolvimento econômico (LEVINE, 1997; 2004). Quando os bancos eficientemente mobilizam e alocam seus fundos (recursos), tem-se uma diminuição o custo de captação das demais companhias, com consequentes aumentos da formação de capital e estímulos ao aumento da produtividade. Nas economias emergentes, pelo fato de os mercados financeiros de forma geral ainda se apresentarem carentes de desenvolvimento, os bancos tipicamente figuram como a mais importante fonte de financiamento para grande parte das empresas nas economias emergentes (CLAESSENS, 2003; ARUM e TURNER, 2004; MULLINEUX, 2006 e 2007).

A importância do sistema financeiro para o crescimento econômico e para a redução da pobreza é bem estabelecida, como se pode apreender pelo exame dos trabalhos como os de Levine (1997; 2004) e de Claessens (2003), que demonstram a relação entre desenvolvimento

financeiro e o nível de crescimento da renda *per capita* em diversos países. O gráfico 1 ilustra a relação entre o desenvolvimento do sistema bancário e o crescimento da renda no mundo.

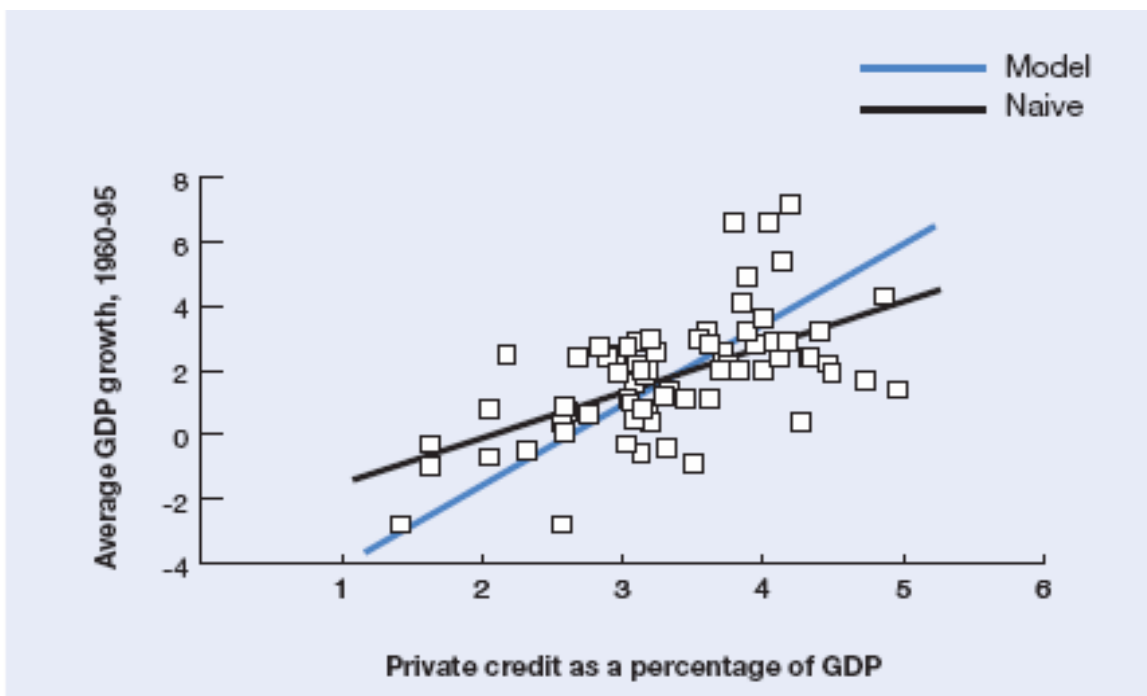


Gráfico 1 – Relação entre o desenvolvimento do sistema bancário e a renda *per capita*  
 Fonte – CLAESSENS, 2003, p. 8.

Claessens (2003) chama a atenção sobre o papel complementar desempenhado pelos bancos e pelos mercados de capitais para o crescimento econômico. A gráfico 2 esclarece a importância dos mercados de acionários, mostrando que os países que contavam com mercados mais líquidos em 1960 experimentaram um crescimento mais rápido entre 1976 e 1993 do que aqueles cujos mercados não apresentavam grande liquidez. Mas em todos os países pesquisados, independentemente do estágio de liquidez de seus mercados de capitais, o crescimento *per capita* apresentou-se superior quando se contava com sistemas bancários bem desenvolvidos. De forma geral, os achados dos autores dão suporte à visão de que, para o crescimento econômico, é o papel complementar dos mercados de capitais e dos bancos que realmente importa. Essa atuação complementar foi denominada por Allen e Gale (1999) *relação simbiótica*, em que os bancos precisam dos mercados de capitais para sobreviver e vice-versa.

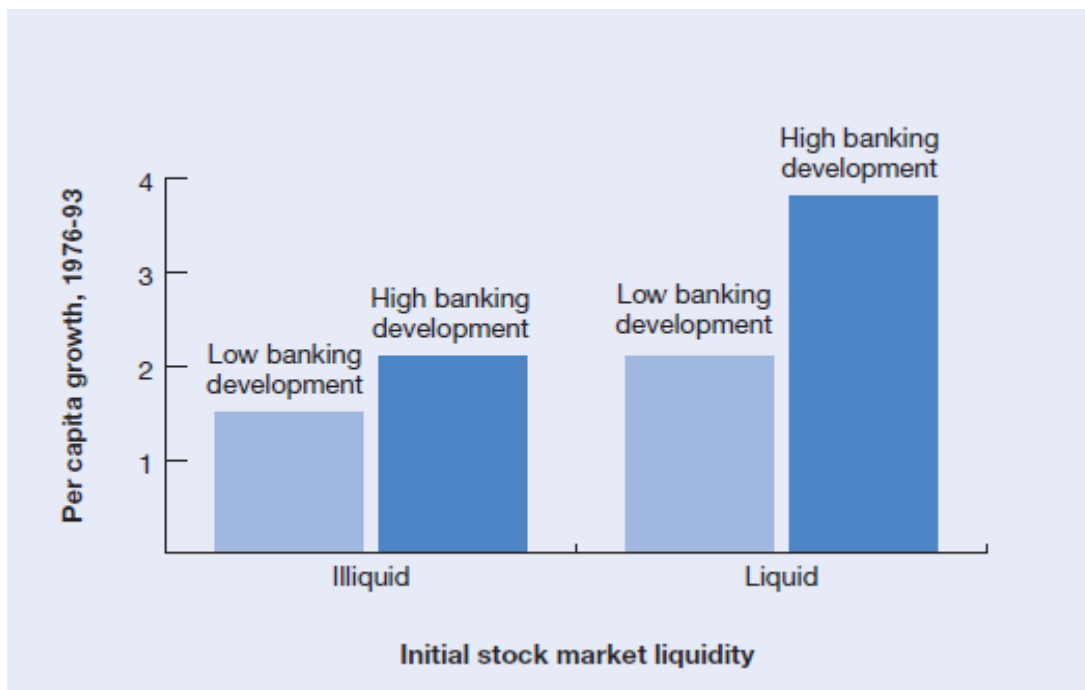


Gráfico 2 – O papel complementar dos bancos e dos mercados para o crescimento  
 Fonte – CLAESSENS, 2003, p. 8.

Marcassa (2004) afirma que os bancos são componentes críticos de qualquer economia, na medida em que provêm uma gama variada de serviços financeiros e os meios de pagamento para a população, assim como fornecem recursos necessários para o desenvolvimento de negócios comerciais. Além disso, os bancos teriam a manutenção da liquidez do mercado como uma de suas mais importantes missões, sobretudo quando da ocorrência de crises financeiras.

Depois dos problemas experimentados pelo setor bancário na década de 80 e no início da década de 90, tanto acadêmicos quanto reguladores passaram a concordar quanto ao fato de que a má governança está no núcleo das mais sérias crises bancárias. As falências observadas nesse período motivaram o surgimento de uma legislação com o objetivo de tornar os Comitês de Administração mais responsáveis pelo desempenho dos bancos<sup>4</sup>. Mayes (1997) afirma que, devido às falências bancárias observadas nesse mesmo período, tornou-se necessário garantir a boa qualidade da governança corporativa de todas as empresas com intenções de serem registradas como bancos, por meio da adoção de altos padrões no que se refere às auditorias, às demonstrações financeiras e à mensuração e evidenciação de riscos.

<sup>4</sup> O *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act* (FDICIA), de 1991, figura como principal exemplo dessas iniciativas no campo da legislação, tendo sido responsável por aumentar os poderes do Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) nos Estados Unidos, permitindo que esse órgão, responsável pelos seguros de depósitos, também atuasse ativamente junto aos bancos em dificuldades.

Macey e O'Hara (2003) sugerem que uma abordagem específica de governança corporativa deve ser adotada no caso das instituições bancárias em função do caráter peculiar dos serviços prestados, os quais envolvem a figura dos depositantes. Segundo os autores, na medida em que os bancos aceitam dinheiro público sob a forma de depósitos, o dever fiduciário dessas instituições seria maior do que o de outras companhias. Bhattacharya, Boot e Thakor (1998) argumentam que os depositantes nunca são capazes de ter noção da estrutura financeira e dos passivos dos bancos, considerando tais informações praticamente incomunicáveis. Morgan (2002) considera que essa característica de opacidade e a própria incerteza acerca das alocações realizadas pelos bancos tornam tais instituições verdadeiras caixas-pretas.

Uma questão muito debatida atualmente é se os princípios de governança corporativa são homogêneos para todas as firmas. Especificamente, especula-se sobre a possibilidade de a governança corporativa das empresas em geral poder ser estendida para os bancos, na medida em que os bancos apresentam especificidades e estão sujeitos a uma regulação financeira que reflete a preocupação geral com a estabilidade do sistema.

Nesse contexto, é possível delinear duas correntes de pensamento a respeito da governança corporativa dos bancos, as quais se contrapõem tanto em seus fundamentos quanto em suas prescrições para a estrutura de governança do setor. Enquanto os defensores de abordagens genéricas recomendam maior ênfase na introdução de incentivos para o desenvolvimento da disciplina de mercado, a intervenção regulatória é considerada um importante mecanismo de controle corporativo para aqueles cujo entendimento é de que os bancos, assim como sua governança, contam com características muito específicas em relação às demais empresas.

### 2.3.1 Abordagens genéricas

O debate sobre a governança corporativa dos bancos remete a uma questão fundamental que diz respeito à suposta especificidade dessas empresas. As novas teorias da intermediação (ALLEN e SANTOMERO, 1996; ALLEN E GALLE, 1999) descrevem todos os intermediários financeiros como gerenciadores de riscos, enfatizando, mais do que diferenças, suas similaridades com as demais empresas.

Polo (2007) afirma que a inovação financeira e tecnológica, a difusão da informação (uma vez monopólio do banqueiro) e o desenvolvimento de técnicas de securitização são apontados como causadores de declínio gradual na atividade tradicional de intermediação, ao tempo em que os bancos têm suas receitas cada vez mais relacionadas a taxas e atividades comerciais do que à intermediação financeira propriamente dita.

Allen e Santomero (1996) argumentam que as teorias tradicionais sobre a intermediação têm seu foco exclusivamente em funções que não mais se apresentam como cruciais em muitos sistemas financeiros desenvolvidos, dando atenção a produtos e serviços cuja importância é decrescente para os bancos e ignorando atividades que se tornaram centrais para muitas instituições financeiras. Para os autores, o papel tradicional dos bancos, de redutores dos custos de transação e daqueles advindos da assimetria de informações, é cada vez menos relevante. O foco da atividade bancária teria se transferido para duas funções principais: o gerenciamento de riscos e a facilitação da participação no mercado, esta última entendida como a tarefa de ensinar aos clientes como utilizar os mercados de forma efetiva, em uma base diária.

As novas formas de intermediação financeira não se limitam ao papel dos bancos como captadores de recursos a serem aplicados no financiamento direto de empresas. Atualmente, a atuação dos bancos como intermediários que captam recursos a serem direcionados para os mercados de capitais, cada vez mais desenvolvidos, emerge como uma das mais importantes funções desse setor. *“Intermediation has become significantly more important and has been the predominant source of new financial resources flowing into the capital markets”* (ALLEN e SANTOMERO, 1996, p. 09).

O gráfico 3 demonstra como a concentração da posse de ações nas mãos de indivíduos nos Estados Unidos reduziu-se de 85% na metade dos anos 60 para cerca de 50% na década de 90, ilustrando a afirmação dos autores acerca da atual importância dos intermediários financeiros como fornecedores de recursos para os mercados de capitais.

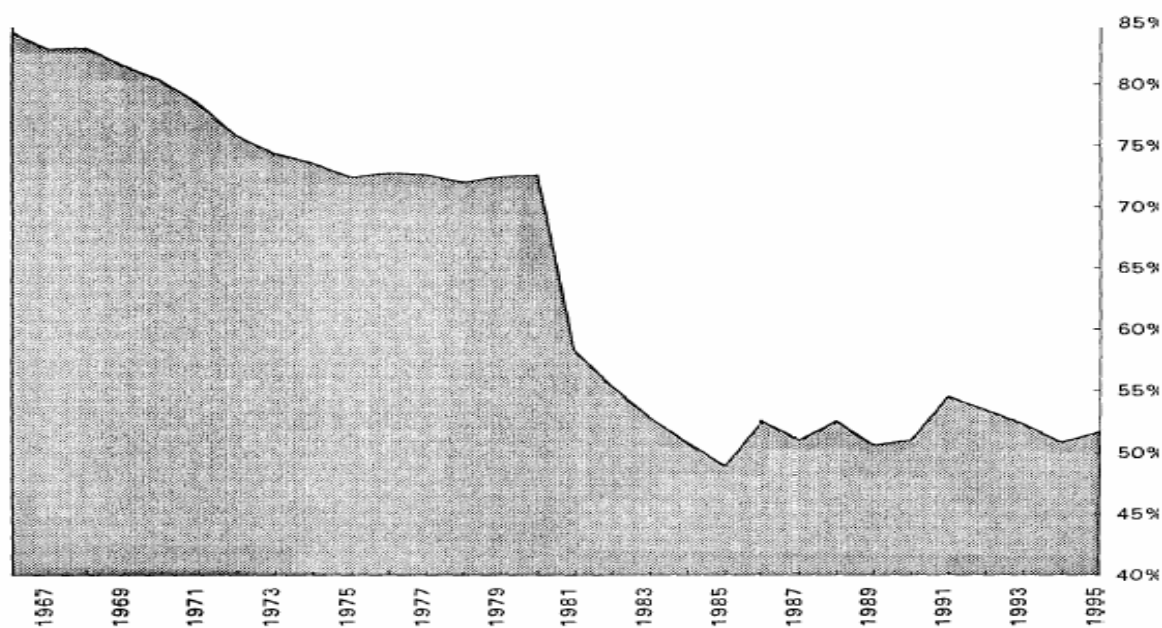


Gráfico 3 – Posse de ações por indivíduos nos Estados Unidos  
 Fonte – ALLEN e SANTOMERO, 1996, p. 35.

Allen e Galle (1999) classificam como dramática a transformação ocorrida na indústria financeira nas últimas décadas. Tradicionalmente, os bancos direcionavam fundos de pequenos investidores para as empresas carentes de recursos, enquanto os grandes investidores e as grandes empresas acessavam diretamente os mercados de capitais. Nesse modelo considerado ultrapassado pelos autores, o principal papel dos bancos era o de redutor dos custos de transação e provedor de informações (figura 1). Já o modelo emergente de atuação bancária descreve a atuação extensiva dos próprios bancos nos mercados de capitais, como intermediários de investidores individuais, por meio de instrumentos financeiros tais como fundos de investimento e derivativos (figura 2).



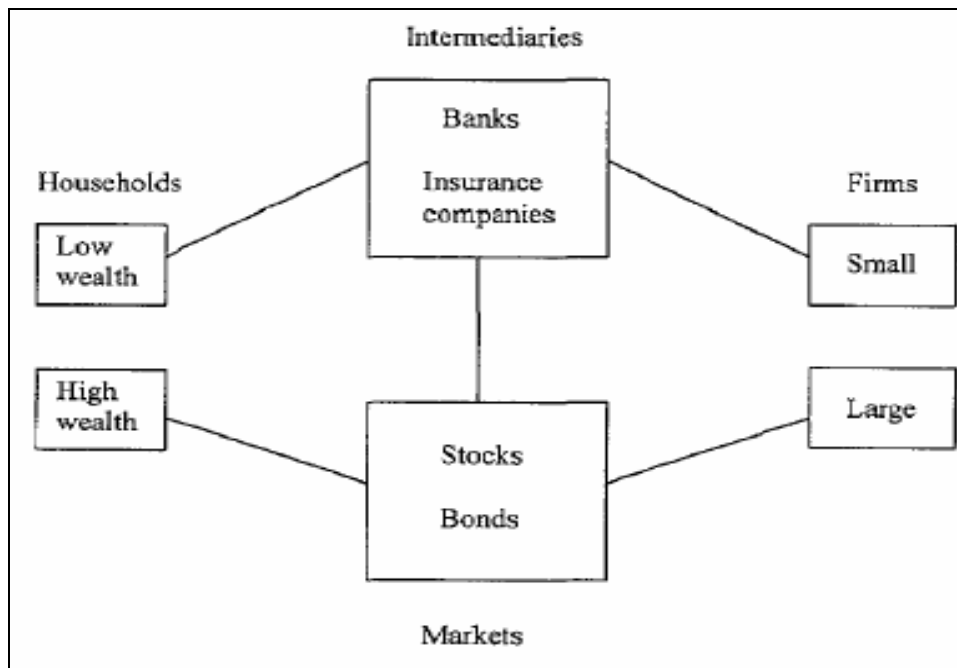


Figura 1 – O paradigma tradicional  
 Fonte – ALLEN e GALE, 1999, p. 1.240.

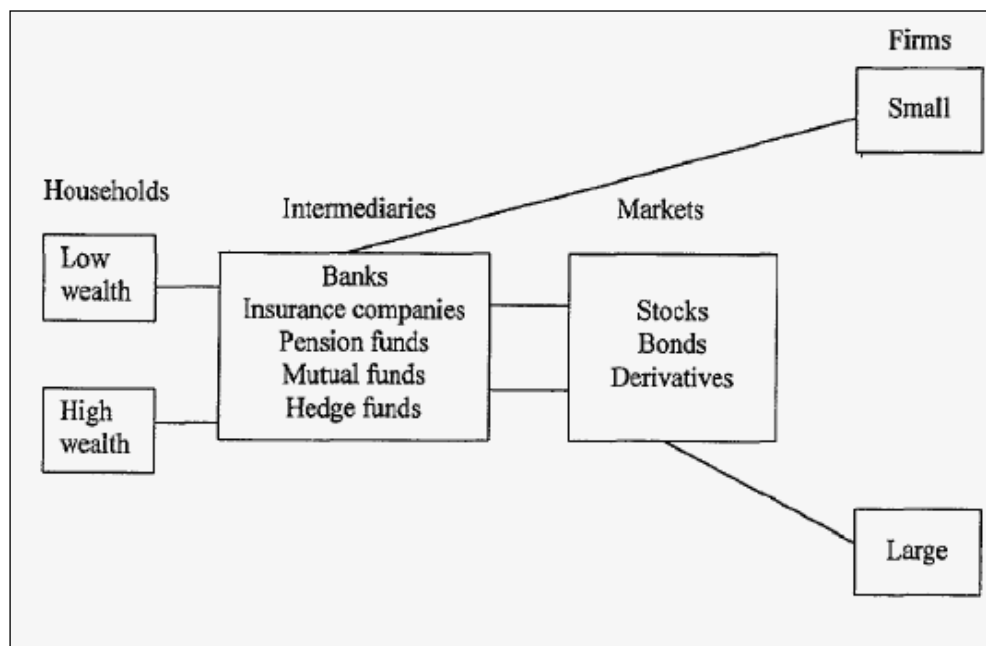


Figura 2 – O paradigma emergente  
 Fonte – ALLEN e GALE, 1999, p. 1.240.

Diante da descaracterização da especificidade da atividade bancária como uma atividade de intermediação, em sua acepção tradicional, tem-se afirmado que os mecanismos de governança corporativa que influenciam as firmas em geral também se aplicam aos bancos.

A partir de um banco de dados composto por 107 países, Barth, Caprio e Levine (2004) desenvolveram uma pesquisa sobre o impacto da legislação e da supervisão oficial sobre o desenvolvimento, a eficiência e a fragilidade do sistema bancário. Os resultados obtidos apontaram para o fato de que as políticas governamentais que se baseiam excessivamente na regulação e na supervisão direta dos bancos devem ser vistas com cautela. Os achados dos autores, ao contrário, sugerem que as políticas relativas à governança do sistema bancário devem se pautar pela exigência de que os bancos evidenciem suas informações da forma mais transparente possível e pela atuação do setor privado como agente controlador dos bancos. Os autores destacam: “[...] *the findings suggest that policies that rely on guidelines that foster incentives for private agents to exert corporate control work best to promote bank development, performance and stability*” (BARTH, CAPRIO e LEVINE, 2004, p. 205).

Caprio, Laeven e Levine (2007), utilizando-se de um banco de dados de 44 países, analisaram o papel da regulação sobre a melhoria da governança corporativa dos bancos. Especificamente, foram analisadas a estrutura de propriedade, as leis de proteção aos investidores e a avaliação dos bancos. Da mesma forma como se verifica nas empresas não-bancárias, a avaliação dos bancos apresentou-se influenciada pelo grau de proteção oferecido aos investidores. Todavia, não foram encontradas evidências de que as exigências de capital, a supervisão oficial e as restrições regulatórias sobre as atividades bancárias melhorem a avaliação dessas empresas. Ao contrário, os resultados apontaram para o fato de que os mesmos mecanismos de controle que influenciam as empresas não bancárias também influenciam as operações dos bancos.

Uma das consequências dos resultados dos estudos mencionados é a afirmação da necessidade de fortalecimento do Terceiro Pilar do Acordo de Basiléia II, indutor da disciplina de mercado.

### 2.3.1.1 *Disciplina de mercado e o Novo Acordo de Basiléia*

A crise vivenciada pelo mundo no início da década de 70, ocasionada pelo fim do Sistema Monetário Internacional, baseado em taxas de câmbio fixas, motivou a criação do Comitê de Regulamentação Bancária e Práticas de Supervisão, com sede no Bank for International Settlements (BIS), na cidade de Basiléia, Suíça. Desde então, esse comitê, conhecido como Comitê de Basiléia e constituído por representantes de bancos centrais e autoridades com responsabilidade sobre a supervisão bancária em países do G-10, tornou-se responsável pelo estabelecimento de regras que têm como objetivo a criação de um padrão internacional para os bancos reguladores, a fim de que eles pudessem resguardar o mercado diante dos riscos inerentes à atividade financeira (BANCO DO BRASIL, 2008).

Em 1998, celebrou-se o Acordo de Basiléia, conhecido como Basiléia I, que definiu mecanismos para a mensuração do risco de crédito e estabeleceu exigências de capital mínimo para os bancos. Em 2004, assistiu-se à celebração do Novo Acordo de Basiléia, ou Basiléia II. Dividido em três pilares, esse acordo propõe um sistema mais abrangente no que tange ao fortalecimento da supervisão bancária e da disciplina de mercado, ao mesmo tempo em que mais flexível em relação às exigências de capital. O quadro 3 ilustra a estrutura do Novo Acordo de Basiléia.

<b>PILAR I</b>	<b>PILAR II</b>	<b>PILAR III</b>
Exigências mínimas de capital	Supervisão bancária	Disciplina de mercado
Riscos: crédito, mercado, operacional	Avaliação da forma da adequação dos bancos face às necessidades de capital decorrentes da incursão em riscos	Divulgação de informações
<b>Solidez</b>	<b>Gestão do SFN e da IF</b>	<b>Redução das assimetrias de informação</b>

Quadro 3 – Pilares do Novo Acordo de Basiléia

Fonte – BANCO DO BRASIL, 2008, adaptado pela autora da dissertação.

Lane (1993) define a disciplina de mercado como um estágio no qual os mercados financeiros fornecem sinais que levam os tomadores de recursos a se comportarem de maneira consistente com sua solvência. Esse conceito, consubstanciado pelo terceiro pilar do Novo Acordo de Basiléia, tem sido considerado fundamental no debate sobre as políticas públicas a serem desenvolvidas no âmbito da arquitetura da regulação bancária no mundo. Hamalainen, Hall e Howcrof (2005, p. 184) afirmam: “[...] *In virtually all of the discussions of financial system reform, a key topic is whether and how increased market discipline can substitute for regulatory discipline to redress some of the moral hazard and efficiency problems in banking*”.

De acordo com o Comitê de Basiléia, a proposta de um terceiro pilar – disciplina de mercado – é complementar aos requerimentos de capital mínimo e à supervisão bancária já contemplados pelos dois primeiros. Com a introdução desse pilar, o Comitê procurou encorajar a disciplina de mercado por meio do desenvolvimento de um conjunto de exigências em relação à *disclosure* dos bancos, que permite aos participantes do mercado acessar informações-chave acerca do âmbito de atuação, capital, exposição ao risco, processos de avaliação de risco e, por meio disso, ter uma noção clara da suficiência de capital das instituições bancárias (BIS, 2008).

No livro *Rethinking bank regulation: till angels govern*, Barth, Caprio e Levine (2006) apresentam um estudo compreensivo sobre o impacto das práticas de supervisão e regulação sobre os bancos, examinando os três pilares do Novo Acordo de Basiléia. Segundo os autores, aumentar a supervisão oficial direta dos bancos e os níveis exigidos de capital não traz benefícios para o desenvolvimento dos bancos, não melhora sua eficiência, não reduz a corrupção nos empréstimos e nem diminui a fragilidade do sistema bancário. A perspectiva dos autores não é de negação da importância da supervisão bancária, mas de a ela conferir um papel coadjuvante na governança dos bancos:

*Although supervision was not found to be effective along a range of criteria, this does not mean that it does not have a role in strengthening the banking sector. Rather, what is suggested is a supporting role for supervision, that is one in which supervisors' job is to verify that the information being disclosed by banks is accurate, and to penalize banks that disclose false, misleading, or inadequate information (BARTH, CAPRIO e LEVINE, 2006, p. 10).*

O que as evidências apresentadas pelos autores sugerem é que o fortalecimento da supervisão oficial e dos poderes disciplinadores impediria a eficiência nas operações bancárias, aumentaria a corrupção nos empréstimos e feriria a efetividade da alocação de capital (embora esses impactos negativos sejam menos sentidos quando os países têm instituições políticas democráticas, competitivas e extremamente abertas). Em contraste a isso, as políticas regulatórias e de supervisão que facilitam ao setor privado monitorar os bancos, forçando, por exemplo, os bancos a prestarem informações acuradas ao público, melhorariam a qualidade de suas operações, sua eficiência e reduziriam a corrupção nos empréstimos (BARTH, CAPRIO e LEVINE, 2006).

Nos debates correntes, esses autores têm questionado a efetividade da estrutura de regulação bancária atual, destacando a oportunidade de melhorar a política regulatória por meio da disciplina de mercado. Nesse sentido, o objetivo regulatório de prevenção à tomada excessiva de risco não deveria ser perseguido por meio de regras detalhadas, prescritivas e impostas externamente. Ao invés disso, o que se sugere é que os reguladores criem incentivos para um comportamento adequado do setor bancário, de forma que os mesmos mecanismos de controle corporativos que influenciam a governança de firmas não financeiras possam também influenciar a governança dos bancos.

### 2.3.2 Abordagens específicas

Podem ser identificadas na literatura acadêmica três explicações principais acerca da especificidade dos bancos, cada uma centrada em um aspecto de suas atividades. A primeira enfoca o papel dos bancos na transformação dos ativos e aponta a diversificação e a avaliação de ativos como a razão de essas empresas existirem. Enquanto agentes de transformação, os bancos transformariam ativos de alto valor nominal em unidades menores (KLEIN, 1973; BENSTON e SMITH, 1976; KANE e BUSER, 1979).

Uma segunda função objeto de bastante atenção pela academia é o papel desempenhado pelos bancos de avaliadores do risco de crédito para os investidores não iniciados ou incapazes de fazer avaliações em função da falta de informações precisas (LELAND e PYLE, 1977). Essa

realidade seria responsável por conferir aos bancos um papel primordial: a avaliação e a compra de ativos financeiros. Santomero (1984, p.578) afirma:

*[...]these banks function as a filter to evaluate signals in a financial environment with limited information. Financial agents are either pathologically honest or dishonest, but due to imperfect information, participants find it difficult to evaluate the quality of signals or the honesty of agents.*

Essa segunda abordagem destaca o papel central dos bancos na economia monetária. Como *unidades monetárias*, os bancos podem atrair depósitos que, por sua vez, serão reinvestidos a uma taxa maior, gerando um *spread*<sup>5</sup> positivo. Trata-se da atividade de intermediação propriamente dita. Fama (1980) afirma que a extensão do lucro bancário dela advindo dependerá tanto do nível de competitividade do mercado quanto da natureza das transações realizadas.

Por fim, alguns autores têm enfatizado a natureza dupla dos bancos. Gurley e Shaw (1956, p. 259) definiram o negócio dos bancos da seguinte forma: “[...] *They lend at one stratum of interest rates and borrow at a lower stratum*”. Pyle (1971) concluiu que a variância entre os retornos recebidos e pagos pelos bancos incentiva a intermediação por encorajar que as instituições financeiras transformem depósitos em empréstimos. Segundo Sealey (1980), muitas das vezes é possível que as taxas praticadas pelos bancos sejam por eles mesmos definidas e, não, dadas pelos mercados. Santomero (1984) afirma que é justamente isso que permite que os bancos se engajem de forma relativamente segura em atividades de arbitragem em mercados que apresentem diferentes taxas de juros.

Com base na afirmação da atividade bancária como algo específico, que não encontra semelhanças com as atividades desempenhadas pelas demais empresas, a governança dos bancos também tem sido apontada como objeto merecedor de um enfoque específico. Esse raciocínio parte da especificidade da atividade bancária para a afirmação da necessidade de uma governança singular para os bancos. Mesmo autores como Caprio e Levine (2002), defensores da disciplina de mercado como principal mecanismo de controle sobre os bancos,

---

<sup>5</sup> O *spread* corresponde à diferença entre o preço de compra e de venda de um título ou moeda. De acordo com o Banco Central (BC, 2008), o *spread* é, em última instância, o lucro da operação financeira. A palavra também é aplicada para as taxas de juros, especificando o prêmio adicional a ser pago por um devedor em relação a uma taxa de referência.

concordam sobre a existência de algumas características que tornam a governança corporativa menos eficiente quando relacionada aos bancos: regulamentação e opacidade.

### 2.3.2.1 *Regulamentação*

O setor bancário está sujeito à regulamentação e à supervisão específicas por parte das autoridades financeiras, com os objetivos de garantir a estabilidade do sistema financeiro e proteger os depositantes e outros credores contra o risco de perdas inerentes à atividade bancária. As taxas de liquidez e de adequação de capital, dentre outras, são objeto de regulamentação estrita no setor bancário (SHEN e CHIH, 2005).

Heremans (2007) afirma que os bancos estão sujeitos a vários choques, na medida em que fazem frente a diferentes tipos de risco, como de liquidez, de crédito, de mercado e riscos operacionais. A falência de um banco pode facilmente arruinar outros e atingir todo o sistema financeiro, pois, segundo o autor, “[...] *the banking system contains powerful propagation mechanisms that can amplify small initial shocks as they are much more interconnected than is the case in other sectors of the economy. Bankruptcy of one institution may easily spill-over to others and endanger the whole financial system*” (HEREMANS, 2007, p.5).

Tradicionalmente, o risco sistêmico tem sua origem predominantemente em problemas enfrentados pelo setor bancário. Allen e Gale (2000) também afirmam que o setor financeiro é excepcionalmente suscetível a choques, na medida em que até mesmo os pequenos choques, que inicialmente apenas afetam poucas instituições ou uma região em particular, podem se alastrar pelo resto do setor financeiro, infectando a economia como um todo.

Carmichael e Kaufmann (2001) afirmam que uma característica fundamental do setor financeiro é o fato de operar eficientemente apenas na medida em que os participantes do mercado tenham confiança na habilidade de os bancos cumprirem suas funções. Quanto mais sofisticada a economia, maior seria sua vulnerabilidade à falência do sistema financeiro. Nesse sentido, o contágio sistêmico aconteceria quando a incapacidade de um banco de

cumprir suas obrigações gera pânico geral, fazendo com que vários indivíduos temam que outros bancos também possam se mostrar incapazes de honrar suas obrigações.

Embora não se restrinja ao setor bancário, Carmichael e Kaufmann (2001) alegam que o risco de contágio se apresenta mais sério na indústria bancária em função do alto grau de alavancagem apresentado pelos bancos, razão pela qual esse setor tem se sujeitado a uma regulação mais intensiva e intrusiva do que os demais setores da economia. Para Laeven e Levine (2008), o temor de que os arranjos de governança corporativa dos próprios bancos, incluindo sua estrutura de propriedade, não produzam uma alocação de capital eficiente, é o principal fator de motivação para a intervenção governamental no setor por meio da legislação.

Adams e Mehram (2003) afirmam que a governança corporativa dos bancos pode ser diferente da governança de empresas não financeiras por diversas razões. O número de *stakeholders*, ou seja, de partes detentoras de interesse na atividade bancária, tornaria a governança dos bancos mais complicada do que a das demais empresas. Além disso, não apenas os acionistas teriam interesse direto no desempenho dos bancos, mas também os depositantes e os órgãos reguladores. Estes últimos teriam um interesse especial nos efeitos da governança corporativa dos bancos pelo fato de a economia em geral depender do desempenho bancário.

Esquemas de seguros de depósitos e o papel dos bancos centrais como fornecedores de recursos (em última instância) têm sido instrumentos amplamente utilizados pelos governos a fim de evitar falências, contaminação e outros componentes do risco bancário. Essa política de *redes de segurança* tem sido, contudo, objeto de várias críticas, na medida em que é apontada como passível de conduzir ao agravamento do problema de *moral hazard*<sup>6</sup>. As redes de segurança podem diminuir os incentivos dos depositantes para monitorar os bancos, fato que, aliado à crença geral de que essas empresas são *too big to fail*, aumenta os incentivos para a incursão dos bancos em risco (POLO, 2007).

---

<sup>6</sup> *Moral hazard* é a denominação do conflito ocorrido quando, numa tomada de decisão, os ganhos são creditados aos tomadores de decisão, e as eventuais perdas exclusivamente alocadas a outras partes. De acordo com a revista *The Economist* (2008), isso geralmente acontece porque as pessoas em situação de maior segurança tomam decisões mais arriscadas do que tomariam normalmente, justamente por saberem estar protegidas.



Se os credores bancários tiverem a certeza de que os governos assegurarão seus investimentos, poderão passar então a monitorar os bancos com menos rigor, intensificando-se os incentivos para incursão dessas instituições em maior risco (MACEY e O'HARA, 2003). Note-se que, no caso dos bancos, o *moral hazard* advém, sobretudo, dos conflitos de interesses observados entre os depositantes e os acionistas.

Heremans (2007) afirma que a tentativa de inibir o comportamento de *moral hazard* motiva toda a regulação bancária acerca do risco, baseada, sobretudo, nos requerimentos de adequação de capital, presentes no primeiro pilar do Acordo de Basileia. As exigências de capital forneceriam não apenas uma barreira contra as perdas, mas também reduziriam os incentivos à incursão dos bancos em risco, na medida em que seus próprios fundos dos bancos estariam em jogo.

A incerteza acerca dos ativos dos ativos e passivos dos bancos, ou seja, da estrutura financeira dos bancos, representa um risco constante, de difícil avaliação pelo mercado e passível de rápidas mudanças. De acordo com Shen e Chih (2005), essa é uma das razões pelas quais a regulação bancária é tão estrita, estando seu não cumprimento sujeito a variadas sanções. Todavia, os autores obtiveram evidências empíricas de que bancos em mais de dois terços dos países que compuseram a amostra de sua pesquisa empírica gerenciavam seus lucros como forma de burlar a legislação a eles aplicável.

Para Mullineux (2006), bancos são especiais em função do seu dever fiduciário em relação aos depositantes (mais avessos ao risco) e em relação aos seus acionistas (mais dispostos a risco), de forma que uma solução do problema conflito principal - agente no sentido de se buscar meramente a maximização do valor para os acionistas mostra-se inapropriada nesse setor. Diante disso, os governos teriam um incentivo a proteger tanto os depositantes quanto os contribuintes, por meio de normas que desencorajem os bancos à tomada de riscos excessivos.

Adams e Mehran (2003) conduziram uma pesquisa – cuja amostra foi composta por 200 bancos no período de 1986 a 1996 – que revelou diferenças sistemáticas entre a governança corporativa dos bancos e das demais empresas, o que os levou a reafirmar a possibilidade de que as estruturas de governança sejam específicas pra cada setor empresarial. De acordo com

os autores, a especificidade da governança dos bancos deve-se justamente às suas características de investimento e à presença da regulação.

Macey e O'Hara (2003) afirmam a especialidade dos bancos e a conseqüente necessidade de uma extensão dos deveres fiduciários dessas instituições, quando comparadas com as empresas não bancárias. Como deveres fiduciários, têm-se os mecanismos criados pelos sistemas legais com o objetivo de suprimir as lacunas inerentes a quaisquer contratos. Para os autores, a criação de um contrato que contemplasse todas as possíveis contingências entre os acionistas e o Conselho de Administração seria impossível, e contar com um contrato incompleto para definir as relações entre acionistas e Conselho conduziria, inevitavelmente, a altos custos de monitoramento para ambas as partes.

Nesse sentido, o conceito de dever fiduciário procura, essencialmente, exigir que os agentes promovam o interesse dos acionistas e não seus próprios interesses. A especialidade dos bancos encontrar-se-ia, portanto, ligada ao seu papel como garantidores de liquidez e ao conflito inerente à relação entre acionistas e depositantes, os quais apresentam apetites diversos em relação ao risco. A necessidade de extensão do dever fiduciário dos bancos é a motivação para adoção de uma abordagem híbrida para a governança corporativa bancária, variante do paradigma franco-germânico de governança (MACEY e O'HARA, 2003).

O paradigma franco-germânico de governança corporativa opõe-se ao anglo-americano em função do tratamento conferido aos *stakeholders*. No paradigma anglo-americano, o foco exclusivo da governança corporativa refere-se à maximização do valor dos acionistas e, caso os interesses dos acionistas em relação a esse objetivo apresentem-se opostos ao interesses dos demais *stakeholders*, esses últimos devem ser ignorados, a menos que haja determinação legal para que sejam levados em consideração. Já o paradigma franco-germânico tem as corporações como uma espécie de sociedade industrial, nas quais os interesses de longo prazo dos *stakeholders* – especialmente dos empregados e dos bancos – devem ser tão considerados quanto os dos acionistas (MACEY e O'HARA, 2003).

Embora de acordo com o princípio geral de que os deveres fiduciários são devidos exclusivamente em relação aos proprietários da empresa, isto é, aos seus acionistas, os autores acreditam que o escopo dos deveres e obrigações dos executivos e diretores deveria ser expandido, no caso dos bancos, para os credores e depositantes. Nesse sentido, os diretores

dos bancos deveriam levar em conta o risco de solvência de forma explícita e sistemática quando da tomada de decisões: “[...] *the notion that no class of claimants should have preference over another is fundamentally at odds with the notion that shareholders and shareholders alone should benefit from fiduciary duties*” (MACEY e O’HARA, 2003, p. 92).

De acordo com Mullineux (2006), a abordagem de Macey e O’Hara (2003) justifica que tanto os depositantes quanto os contribuintes sejam protegidos por normas que inibam a excessiva incursão em risco pelos bancos e reduzam o perigo de *moral hazard*. Nesse sentido é que o autor afirma que “[...] *good bank regulation and supervision thus become part of the corporate governance system of banks*” (MULLINEUX, 2006, p. 377).

A intensiva regulação dos bancos, todavia, é freqüentemente criticada. Recentemente, estudos têm apresentado evidências de que a regulação pode ter um efeito negativo sobre o desenvolvimento e sobre a avaliação dos bancos, ao mesmo tempo em que as políticas que favoreçam o monitoramento privado e disciplina de mercado são apontadas como benéficas (CAPRIO, LAEVEN e LEVINE, 2007). Heremans (2007) também afirma que os dois primeiros pilares de Acordo de Basiléia (padrão de adequação de capital e supervisão oficial) têm um pequeno impacto sobre o risco bancário.

Demirgüç-Kunt, Detragiache e Tressel (2008) realizaram um estudo *cross country* sobre os seguros de depósitos e segurança bancária e demonstraram que os bancos com *ratings* mais favoráveis emitidos pela agência Moody’s encontravam-se nos países com maior adesão aos princípios do Novo Acordo de Basiléia relacionados à disciplina de mercado, notadamente à provisão de informações. Os princípios relativos aos demais pilares do Acordo (requerimento de capital e supervisão oficial) não afetaram, contudo, os *ratings* recebidos pelos bancos.

#### 2.3.2.2 Opacidade

Segundo Caprio e Levine (2002), além da maior regulação a que estão sujeitos quando comparados às demais firmas, os bancos apresentam uma segunda característica que torna sua governança corporativa menos eficiente do que nas demais empresas: a opacidade. Macey e

O'Hara (2003) afirmam que o rápido desenvolvimento da tecnologia e a crescente sofisticação financeira têm desafiado as atividades tradicionais de regulação e supervisão para a manutenção da segurança do setor bancário, e essa complexificação das atividades bancárias tem sido apontada como responsável por obscurecer os riscos associados aos bancos.

Bhattacharya, Boot e Thakor (1998) argumentam que os depositantes não são capazes de compreender a estrutura financeira dos bancos e consideram as informações a esse respeito incomunicáveis aos usuários das demonstrações financeiras. Para os autores, os depositantes não sabem o real valor do portfólio de um banco. Na medida em que os portfólios bancários se apresentassem muito fungíveis, essa informação seria praticamente incomunicável, além de extremamente onerosa.

Morgan (2002) sugere que os problemas de agência associados com a intermediação de ativos criam incertezas adicionais tanto para as agências de *rating* quanto para os investidores. Ainda de acordo com o autor, toda a regulação do setor bancário teria justificativa na sua grande opacidade, pois, caso os bancos demonstrassem o mesmo grau de transparência das demais empresas, a falência de um deles não teria o efeito de contagiar os demais. Nas palavras do autor, o raciocínio que motiva a regulação do setor é o seguinte:

*Banks are black boxes. Money goes in, money goes out, but the risks taken in the process of intermediation are hard to observe from outside the bank. Absent the steady hand of government (deposit and payments insurance, lender of last resort, supervision and regulation of bank risk taking) the opacity of banks exposes the entire financial system to bank runs, contagion and other strains of systemic risk (MORGAN, 2002, p. 874).*

Tomando a concordância de duas agências de *rating* (Moody's e Standard and Poors [S&P]) como uma *proxy* de transparência e utilizando-se de dados de títulos emitidos no mercado norte-americano no período de 1983 a 1993, Morgan (2002) verificou que os títulos emitidos por bancos geram maior discordância a respeito de seu risco do que as demais empresas, com exceção das companhias seguradoras, que o autor denomina *irmãs* dos próprios bancos. O raciocínio do autor foi que, caso o risco bancário fosse mais difícil de ser observado, isto é, caso os bancos fossem mais opacos, as agências de *rating* discordariam mais a respeito do risco dos títulos das empresas desse setor do que a respeito das demais. O gráfico 4 ilustra a

evolução do nível de discordância das empresas de *rating* sobre o risco de bancos, seguradoras e de empresas de demais setores.

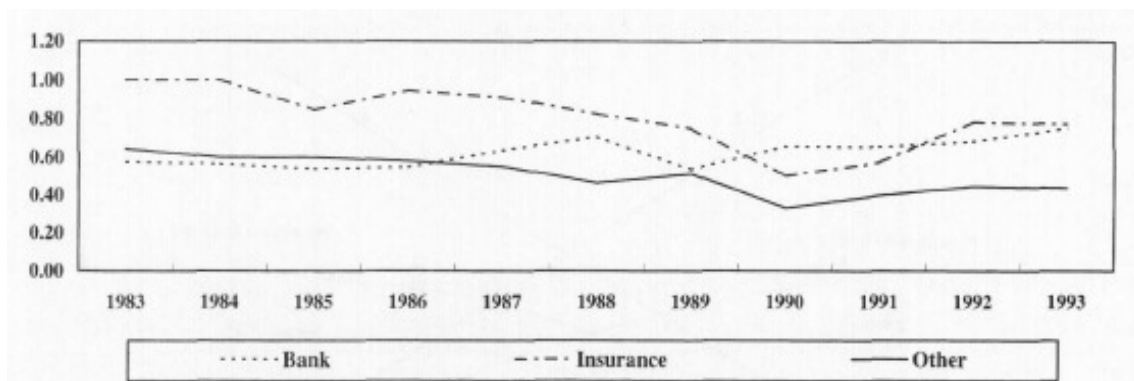


Gráfico 4 – Risco de bancos, seguradoras e demais empresas: nível de discordância  
Fonte – MORGAN, 2002, p. 882.

A explicação oferecida por Morgan (2002, p. 881) para a maior opacidade observada no setor bancário em relação aos demais<sup>7</sup> reside na própria natureza dos ativos bancários: “[...] *the heart of a bank is a vault with a lot of paper in it: loan documents, securities and cash. Compared to other firms, banks hold very few assets that are physically fixed – bolted to the floor, in other words*”. A ausência de ativos fixos poderia representar um convite à substituição de ativos e a outros problemas de agência envolvendo de um lado os proprietários e executivos e, de outro, os credores e depositantes. Por fim, o autor considera que a opacidade dos bancos constitui justificativa para a intervenção governamental do setor, na medida em que as falências, o contágio e o próprio risco sistêmico se derivam da própria opacidade dos ativos bancários.

Utilizando uma base de 2.473 títulos emitidos por empresas europeias no período de 1993 a 2003, Iannotta (2006) também verificou que diferentes agências de *rating* discordam mais frequentemente sobre questões relacionadas a bancos do que sobre questões não relacionadas a bancos. Ainda, de acordo com o autor, a opacidade está relacionada aos ativos financeiros detidos pelos bancos e varia de acordo com o tamanho dessas empresas: quanto maior o banco, maior é sua tendência à opacidade.

Já Flannery, Kwan e Nimalendran (2004) analisaram propriedades microestruturais de mercado e previsões de analistas sobre os lucros de bancos norte-americanos a fim de

<sup>7</sup> À exceção das seguradoras, conforme mencionado.

determinar a maior ou menor opacidade de seus ativos em relação a empresas não bancárias do mesmo porte. Não foram, contudo, encontradas evidências de que os bancos sejam mais opacos. Ao contrário, o comportamento das ações de bancos sugeriu que suas ações não são incomumente mais difíceis de avaliar. De acordo com os autores, os bancos de maior porte, negociados na NYSE, não diferem significativamente das firmas não financeiras. Já em relação aos bancos de menor porte, listados na NASDAQ, apesar de significativamente menos negociados do que outras empresas comparáveis, apurou-se que os analistas predisseram seus resultados tão acuradamente quanto das empresas não bancárias, o que implica que os bancos menores sejam ainda menos opacos do que seus correspondentes não bancários.

De acordo com os autores, a iliquidez dos empréstimos e informações privadas sobre tomadores específicos não necessariamente torna os bancos mais difíceis de serem avaliados do que as firmas não financeiras. Assim como muitos empréstimos não são negociados nos mercados secundários ativos, também muitos ativos de firmas não financeiras não o são, como planta e equipamento, patentes, capital humano ou contas a receber (FLANNERY, KWAN e NIMALENDRAN, 2004). Empiricamente, portanto, opacidade dos bancos não parece bem estabelecida.

## **2.4 Mecanismos de governança corporativa**

Denis e McConnell (2003) definem a governança corporativa como o conjunto de mecanismos – institucionais ou de mercado, internos ou externos – que induzem os controladores<sup>8</sup> das empresas a tomarem decisões que maximizem valor para os proprietários (os fornecedores de capital).

No Brasil, Silveira (2002) havia corroborado a visão de Denis e McConnell (2003) ao afirmar que a discussão sobre a governança corporativa envolve “[...] a criação de mecanismos internos e externos que assegurem que as decisões corporativas serão tomadas no melhor interesse dos investidores, de forma a maximizar a probabilidade de os fornecedores de recursos obterem para si o retorno sobre seu investimento” (SILVEIRA, 2002, p. 10).

---

<sup>8</sup> Nesse contexto, a palavra *controladores* é utilizada pelos autores em referência aos agentes, em uma remissão à clássica distinção entre propriedade e controle.

Dentre os mecanismos internos de governança corporativa, esse autor destaca o Conselho de Administração, o sistema de remuneração e a estrutura de propriedade da empresa, enquanto o mercado de aquisições hostis, o mercado de trabalho competitivo e a evidenciação das informações financeiras das empresas são apontados como importantes mecanismos externos de governança corporativa (quadro 4).

<b>Governança corporativa</b>	
Conjunto de mecanismos de incentivo e controle que visa harmonizar a relação entre acionistas e gestores pela redução dos custos de agência em uma situação de separação da propriedade e controle	
<b>Mecanismos externos</b>	<b>Mecanismos internos</b>
Mercado de aquisição hostil	Conselho de Administração
Mercado de trabalho competitivo	Sistema de remuneração
Relatórios contábeis periódicos fiscalizados externamente	Estrutura de propriedade

Quadro 4 – O problema de agência dos gestores e a governança corporativa  
 Fonte – SILVEIRA, 2002, p. 14, adaptado pela autora da dissertação

Prowse (1994) também aponta para a existência de um número de mecanismos capazes de prevenir que as políticas de maximização de valor da empresa sejam desviadas em favor de algum *stakeholder* às expensas dos demais. A estrutura de propriedade é considerada pelo autor como o principal mecanismo de governança, na medida em que a concentração do capital de uma empresa nas mãos de poucos investidores constituiria um incentivo para que esses buscassem as informações suficientes para monitorarem o comportamento da gerência. Na ausência de uma estrutura de propriedade concentrada é que outras medidas ou

mecanismos de governança corporativa se mostrariam úteis para o trabalho de monitoramento da gerência pelos acionistas.

O Conselho de Administração, por exemplo, é apontado por Prowse (1994, p. 12), como “[...] *the first line of defence of shareholders against incompetent or lazy management*”. O mercado de trabalho competitivo, por sua vez, como responsável por alinhar os interesses dos gerentes e dos acionistas, assim como a vinculação entre a compensação dos executivos e o desempenho da empresa (seja por meio do pagamento de bônus ou de programas de *stock options*). O mercado de capitais também funcionaria como um limitador do comportamento da gerência, à proporção que os executivos se preocupassem sobre os termos por meio dos quais a empresa se financia. Nesse sentido, o autor destaca que “[...] *even lazy managers should be in favour of cheaper financing of their amenities*” (PROWSE, 1994, p. 13).

Um mercado de aquisições competitivo, por sua vez, também pode ser um efetivo meio de controle sobre o comportamento da gerência. A ameaça de uma aquisição, que usualmente implica a substituição dos gerentes da empresa, funciona como um mecanismo de constante alinhamento entre interesses de acionistas e gerentes. Prowse (1994, p. 13) destaca que “[...] *if the managers are not maximizing the value of the firm, then any individual could in theory purchase the firm, change the policy to a value maximizing one, and reap the resulting increase in value as a return to his improved management*”. O mercado dos produtos finais da companhia, por fim, pode ter um efeito disciplinador sobre os gerentes por meio da ameaça de falência que paira sobre empresas mal administradas. De acordo com Prowse (1994), é possível, que na prática, todos esses mecanismos de governança fiquem longe da perfeição. O quadro 5 resume as razões pelas quais alguns mecanismos de governança corporativa podem não funcionar da forma esperada.



<b>Mecanismo</b>	<b>Dificuldade associada ao seu funcionamento</b>
Mercado de trabalho	Dificuldade de elaboração de pacotes de compensação que reflitam de forma acurada os esforços dos gerentes.
Mercado de capitais	A efetividade do mecanismo mostra-se restrita ao caso de empresas que dependam de financiamento externo em uma base contínua.
Mercado de aquisições	As aquisições hostis podem se configurar como um mecanismo de alto custo (e de baixa frequência, na prática) para o controle dos problemas corporativos.
Mercado de produtos finais	Embora a competição do mercado possa representar uma constante ameaça de falência para os gerentes, é possível que esse mecanismo não seja suficiente para impedi-los de expropriar a riqueza dos acionistas.

Quadro 5 – Dificuldades relacionadas ao funcionamento dos mecanismos de governança corporativa segundo Prowse (1994)

Fonte – Elaborado pela autora da dissertação.

Jensen e Meckling (1976) afirmam que a estrutura de propriedade, o Conselho de Administração e a remuneração dos gerentes são mecanismos que se influenciam mutuamente, assim como são determinados por outros fatores, tais como risco, tamanho da empresa e regulação. Ho (2005) também destaca que qualquer avaliação da efetividade da estrutura de governança requer não apenas um mapeamento dos mecanismos disponíveis, mas principalmente a identificação das potenciais interações entre eles.

Agrawal e Knoeber (1996) afirmam que, tendo em vista a existência de vários mecanismos de governança corporativa e seus possíveis arranjos, o fato de um determinado mecanismo não se apresentar positivamente relacionado a uma melhoria do desempenho da empresa não desaconselha sua adoção, pois o que se deveria levar em conta é o impacto da combinação dos vários mecanismos de governança sobre a performance da empresa.

Ao mesmo tempo em que várias pesquisas têm mostrado a importância do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade como mecanismos de governança corporativa, a descaracterização da especificidade da atividade bancária como uma atividade exclusivamente de intermediação também tem conduzido à afirmação de esses mecanismos também se aplicam aos bancos.

A questão da regulação como substituta ou complemento dos controles e mecanismos tradicionais de governança corporativa é certamente objeto de debates (conforme discutido nas seções anteriores), mas o fato de que os controles externos representados pelo mercado de

aquisições e a própria competição do mercado tendem a ser mais fracos no setor bancário do que nos demais tem sido defendido por alguns autores (CAPRIO e LEVINE, 2002, ANDERSON e CAMPBELL, 2004; PROWSE, 1997). Nesse sentido, de acordo com as abordagens genéricas sobre a atividade e a governança corporativa bancária, a boa governança dos bancos estaria pautada principalmente pelo funcionamento de mecanismos internos, como o Conselho de Administração e a estrutura de propriedade.

#### 2.4.1 Conselho de Administração

Dentre os mecanismos de governança corporativa, o Conselho de Administração ocupa uma posição de centralidade como instrumento que possibilita as interações entre acionistas (e demais *stakeholders*), controle corporativo pelo mercado e regulações diversas, as quais afetarão as ações das empresas (MARTINS, 2004). O Conselho de Administração é considerado como o responsável pela governança das empresas, e suas atribuições incluem: a definição dos objetivos estratégicos da empresa, o exercício de uma liderança que permita a consecução desses objetivos, a supervisão do trabalho dos gerentes e a prestação de contas a todos os acionistas (BERLE e MEANS, 1967; JENSEN e MECKLING, 1976; CADBURY REPORT, 1992).

Para Hermalin e Weisbach (2003), o Conselho de Administração é uma instituição que ajuda na resolução dos conflitos de agência inerentes ao gerenciamento de qualquer organização. Ao refletirem sobre as razões da existência do Conselho e sobre sua importância para as empresas, os autores rejeitam a noção que os conselhos existem simplesmente como uma resposta aos requerimentos legais<sup>9</sup> que os tornam obrigatórios, considerando sua existência uma solução de mercado para os problemas organizacionais: “[...] *whatever their virtues or problems, boards of directors are part of the market solution to the contracting problems inside most of organizations*” (HERMALIN e WEISBACH, 2003,p. 09).

A meta-pesquisa realizada por Hermalin e Weisbach (2003) documentou a existência de uma vasta literatura empírica sobre o Conselho de Administração focada basicamente na

---

<sup>9</sup> No Brasil, o § 2º do art. 138 da Lei n. 6.404/76 prevê que as companhias abertas e as de capital autorizado terão obrigatoriamente Conselho de Administração (BRASIL, 1976).

exploração das relações entre: características do Conselho e suas ações, ações do Conselho e desempenho da empresa, desempenho da empresa e características do Conselho e, finalmente, entre características do Conselho e desempenho da empresa. Exemplos de estudos dedicados à exploração da relação entre as características do Conselho e suas ações nas últimas duas décadas são os trabalhos realizados por Hermalin e Weisbach (1988), Yermack (1996), Gordon (2002) e Denis, Denis e Sarin (2004). Especificamente em relação ao setor bancário, os realizados por Brickley e James (1987), Kaplan e Minton (1994), Prowse (1997), Adams e Mehran (2003), Crespí, García-Cestona e Salas (2004) e Anderson, Becher e Campbell (2004) para citar alguns. Uma breve descrição desses estudos é fornecida no quadro 6, enquanto exemplos de trabalhos com foco nas relações entre as características / ações do Conselho e o desempenho da empresa são apresentados na seção 2.5.1 deste trabalho.

Autores	Estudo realizado	Resultados
Brickley e James (1987)	Exame da relação entre o número e a proporção de membros externos nos conselhos de administração de bancos situados em diferentes estados norte-americanos e agrupados conforme sua permissão ou proibição das aquisições de bancos comerciais	O número e a proporção de membros externos presentes nos conselhos de administração provaram ser maiores no caso dos bancos que operavam em estados onde sua aquisição era permitida
Hermalin e Weisbach (1988)	Proposição de um modelo de funcionamento do Conselho de Administração com foco em uma de suas tarefas mais primárias: contratar e demitir diretores	Com base em evidências empíricas, os autores fazem as seguintes predições: é mais provável que ocorra a substituição de um executivo que apresenta um mau desempenho do que daquele que apresenta um bom desempenho; a substituição de um executivo chefe é mais associada a seu desempenho quanto maior for a independência do Conselho; a probabilidade da inclusão de membros independentes no Conselho aumenta quando a empresa apresenta um mau desempenho; a independência do Conselho diminui ao longo do mandato do executivo chefe; indicadores contábeis do desempenho da empresa predizem melhor a substituição de um executivo do que a evolução do preço de suas ações em bolsas de valores; a reação dos preços das ações em relação à substituição do executivo chefe da empresa deve ser negativa caso a demissão se dê com base em informações confidenciais, mas positiva no caso de essas informações serem de domínio público
Kaplan e Minton (1994)	Investigação dos fatores determinantes sobre a nomeação de membros externos (diretores previamente empregados no setor bancário ou por outras firmas não financeiras) nos conselhos de administração de grandes empresas japonesas	As nomeações de membros externos egressos do setor bancário aumentam quando se verificam perdas no âmbito corporativo, assim como as nomeações de membros externos egressos de firmas não financeiras aumentam quando da ocorrência de mau desempenho do preço das ações das empresas contratantes. A substituição de altos executivos aumenta substancialmente nos anos em que nomeações são previstas. Tanto os bancos quanto os acionistas institucionais desempenham um importante papel de monitoramento e disciplina no Japão.

Yermack (1996)	Investigação da relação entre tamanho dos conselhos de administração e sua efetividade	Além de um melhor valor de mercado (dado pelo Q de Tobin), o autor apresenta resultados que provam que empresas com menores conselhos de administração também apresentam melhores indicadores financeiros e fornecem incentivos mais fortes relacionados à compensação de executivos e à ameaça de demissões
Prowse (1997)	Investigação sobre a especificidade do ambiente legal e regulatório no qual os bancos se inserem e análise do funcionamento de mecanismos tradicionais de governança corporativa, dentre eles, o Conselho de Administração, no setor bancário	O Conselho de Administração aparece como o mais importante mecanismo de governança corporativa baseado no mercado quando se analisa o setor bancário. Todavia, os conselhos dos bancos se mostraram menos agressivos para a remoção de executivos no caso de mau desempenho da empresa do que os conselhos de empresas não bancárias
Gordon (2002)	Análise do colapso da norte-americana Enron à luz de variadas questões afeitas à governança corporativa, dentre elas, o funcionamento dos conselhos de administração das empresas.	De acordo com o autor, a falência da Enron serviu como prova da falta de efetividade do Conselho de Administração como mecanismo de governança corporativa responsável pelo monitoramento da empresa. A análise realizada leva o autor a concluir que a capacidade dos conselhos de administração protegerem a integridade da <i>disclosure</i> financeiras das empresas não evoluiu com a crescente dependência do desempenho do valor das ações para a avaliação e a compensação de executivos
Adams e Mehran (2003)	Estudo sobre a governança corporativa do setor bancário, por meio da análise de variáveis relacionadas ao tamanho, à composição e às atividades do Conselho de Administração dos bancos dentre outras	A comparação entre empresas manufatureiras e bancos evidenciou que os conselhos de administração desses últimos são em média maiores, contam com uma maior proporção de membros externos, tem um maior número de comitês e têm reuniões mais frequentes Esses achados fortalecem a tese dos autores, para os quais a governança corporativa dos bancos difere da governança das demais empresas em função das especificidades do setor

Crespí, García-Cestona e Salas (2004)	Estudo que investiga, dentre outras questões, se o mau desempenho econômico dos bancos espanhóis é responsável pela intervenção do Conselho de Administração no sentido de substituir executivos	Os autores encontram uma relação negativa entre a performance dos bancos espanhóis e as intervenções relacionadas à substituição de executivos pelos conselhos de administração. Os bancos de depósito aparecem como as empresas nas quais os mecanismos internos de governança corporativa, como o Conselho, apresentam-se mais fracos. O mesmo não se verifica no caso dos bancos comerciais, para os quais os mecanismos internos de governança se mostraram mais eficientes.
Denis, Denis e Sarin (2004)	Estudo dos incentivos relacionados a compensação, substituição e oportunidades de aquisição de outros direitos recebidos pelos conselheiros externos das 500 maiores firmas norte-americanas listadas pela revista Fortune	Os resultados do estudo apontam para o fato de que a cada aumento de mil dólares na capitalização das empresas, seus diretores externos experimentam um acréscimo médio de onze centavos no valor dos incentivos que lhe são conferidos, sobretudo em função de mudanças nos preços das ações e de suas correspondentes opções. A perda do cargo no caso de mau desempenho da empresa, assim como a possibilidade de demissão no caso de um bom desempenho, apresentaram-se como fontes mais fracas de incentivos para os conselheiros externos
Anderson, Becher e Campbell (2004)	Investigação sobre o poder de barganha de conselheiros e diretores executivos de bancos no âmbito 146 ofertas de compra ocorridas nos Estados Unidos durante a década de noventa.	Verificação de forte relação inversa entre o prêmio envolvido na aquisição do banco e a retenção de conselheiros, que também se aplica aos conselheiros externos e diretores executivos. Os resultados obtidos pelos autores sugerem que vários conselheiros exercem seu poder de barganha junto ao adquirente tendo como argumento o interesse dos acionistas remanescentes

Quadro 6 – Literatura sobre as características e ações do Conselho de Administração

Fonte – Elaborado pela autora da dissertação, com base em Hermalin e Weisbach (1988), Yermack (1996), Gordon (2002), Denis, Denis e Sarin (2004), Brickley e James (1987), Kaplan e Minton (1994), Prowse (1997), Adams e Mehran (2003), Crespí, García-Cestona e Salas (2004) e Anderson, Becher e Campbell (2004).

De acordo com o Cadbury Report (1992), as empresas devem ser chefiadas por um Conselho de Administração ativo, que possa ao mesmo tempo exercer sua liderança e seu papel de supervisor dos negócios corporativos. O quadro 7 lista recomendações do Cadbury Report sobre o Conselho<sup>10</sup>.

<b>Característica</b>	<b>Recomendação</b>
Composição	O Conselho deve se constituir por meio de uma combinação de diretores executivos, detentores de conhecimento íntimo sobre os negócios da empresa, e de diretores externos, não executivos, capazes de trazer uma visão mais ampla às atividades da companhia. A separação ente o papel do Conselho e o gerenciamento da empresa pelos executivos deve se traduzir pelo impedimento do acúmulo, na mesma pessoa, das funções de presidente do Conselho e executivo-chefe da empresa
Efetividade	A efetividade do Conselho diz respeito à forma por meio da qual seus membros trabalham como um todo e à sua habilidade coletiva de prover tanto a liderança quanto os mecanismos de supervisão demandados pela boa governança
Responsabilidades	Todos os conselheiros são igualmente responsáveis pelas ações e decisões do Conselho. Alguns conselheiros podem ter responsabilidades particulares (conforme sua condição de conselheiros executivos ou não, por exemplo), mas a despeito dos deveres específicos de cada um, é responsabilidade do Conselho como um todo garantir o cumprimento de suas obrigações
Papel dos conselheiros não-executivos	Duas são as contribuições imprescindíveis que se pode esperar dos conselheiros não executivos. A primeira delas consiste na revisão constante do desempenho dos executivos da empresa e dos próprios membros do Conselho. A segunda diz respeito à tomada de uma posição de liderança sempre quando da ocorrência de potenciais conflitos de interesse. Um importante aspecto da governança corporativa é justamente o reconhecimento de que interesses específicos dos executivos podem não coincidir com o interesse geral da empresa (como no caso de ofertas de compra, sucessão ou remuneração)

Quadro 7 – Recomendações para o Conselho de Administração segundo o Cadbury Report (1992)

Fonte – Elaborado pela autora da dissertação.

<sup>10</sup> No Cadbury Report (1992, p. 20-51), podem ser encontradas recomendações detalhadas sobre a governança corporativa das empresas, notadamente no que se refere à constituição e ao funcionamento do Conselho, bem como à sua estrutura, remuneração, padrões de conduta, comitês, controles internos etc.

Em relação aos bancos, o Basel Committee on Banking Supervision (2006) reconhece que a independência do conselheiro é um conceito que pode variar conforme os sistemas legais dos diferentes países. A característica-chave da independência é apontada como a capacidade de exercer julgamentos sólidos, livres tanto de influências indevidas da gerência quanto de interesses externos. No documento *Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations* (2006), esse comitê apresenta oito princípios básicos a serem seguidos pelos Comitês de Administração dos bancos, como se vê no quadro 8.

<b>Princípios</b>
Os conselheiros devem ser qualificados para o exercício de suas funções, devem possuir um claro entendimento de seu papel na governança corporativa e ser capazes de exercer julgamentos sólidos acerca de todos os negócios afeitos ao banco
O Conselho de Administração deve aprovar objetivos estratégicos e valores corporativos do banco e zelar por eles
Conselho de Administração deve estabelecer e fazer cumprir regras claras de responsabilidade e prestação de contas dentro da organização
O Conselho de Administração deve garantir que a alta gerência possa supervisionar os negócios do banco
O Conselho de Administração deve efetivamente se utilizar das informações possibilitadas pelo trabalho dos auditores internos e externos, assim como pelas funções de controle interno do banco
O Conselho de Administração deve garantir que todas as práticas e políticas de compensação do banco sejam consistentes com sua estratégia, seus objetivos de longo prazo e sua cultura corporativa
O banco deve ser administrado de forma transparente
O Conselho de Administração deve compreender a estrutura operacional do banco, inclusive no caso de as estruturas por meio das quais opera ou os locais onde atua impedirem a transparência

Quadro 8 – Princípios para o Conselho de Administração dos Bancos segundo o Basel Committee on Banking Supervision (2006)

Fonte – Elaborado pela autora da dissertação.

Note-se que o Comitê de Basileia abstém-se de dirigir prescrições detalhadas aos conselhos dos bancos, tendo optado por princípios com escopo de aplicação global, assim como Princípios da OECD (2004b) para o Conselho de Administração das sociedades. De acordo com o Comitê, na indústria bancária a governança corporativa diz respeito à maneira com que os negócios dos bancos são conduzidos por conselhos responsáveis tanto pelos acionistas quanto pelos demais *stakeholders*, sobretudo os depositantes (BASEL, 2006).



#### 2.4.2 Estrutura de propriedade

A estrutura de propriedade de uma empresa tem sido apontada como um importante mecanismo de governança corporativa por vários autores, tais como Jensen e Meckling (1976), Prowse (1994), Shleifer e Vishny (1997), Claessens *et al.* (2002), Adams e Mehran (2003), Denis e McConnell (2003), Levine (2003) e Laeven e Levine (2008). A estrutura de propriedade de uma empresa afeta a natureza dos eventuais conflitos de agência entre seus próprios acionistas, assim como dos conflitos possivelmente enraizados nas relações entre os acionistas e a gerência.

A separação entre propriedade e controle ocorre quando um proprietário dilui seus direitos de propriedade por meio da venda de porções de sua empresa para novos compradores, mas Denis e McConnell (2003) afirmam que apenas raramente a propriedade e o controle encontram-se completamente separados nas empresas. Os gerentes frequentemente têm algum grau de participação acionária nas empresas que administram, enquanto alguns proprietários, sobretudo em função de uma significativa participação no capital, podem ter algum grau de controle sobre as empresas das quais participam.

Com base na teoria da agência, é razoável supor que a maior coincidência entre as figuras de proprietários e de gerentes conduza a uma redução de conflitos de interesse e, conseqüentemente, a maior valorização da empresa (JENSEN e MECKLING, 1976). Todavia, no caso de os interesses dos acionistas e dos gerentes que detêm participação no capital da empresa não estarem completamente alinhados, pode ocorrer uma situação de entrincheiramento, caracterizada pela possibilidade de que os gerentes acionistas ajam com grande liberdade na busca de seus próprios objetivos, livres do temor de represálias (DENIS e McCONNELL, 2003).

Denis e McConnell (2003) também alertam para o fato de a relação entre propriedade, controle e valor da firma ser mais complicada do que parece. Tome-se como exemplo o caso dos grandes acionistas, que, embora incentivados a obter informações que lhes permitam monitorar o trabalho da gerência (ao contrário do que geralmente ocorre com os pequenos acionistas, dispersos), podem utilizar seu poder junto à gerência para aumentar seus

benefícios próprios, em detrimento dos interesses de outros acionistas e da empresa como um todo: “[...] *if blockholders use their control to extract corporate resources, the private benefits they receive will lead to reductions in the value of the firm to the other shareholders*” (DENIS e McCONNELL, 2003, p. 3).

Claessens *et al.* (2002) afirmam que nas estruturas de propriedade desconcentradas os problemas de agência geralmente dizem respeito aos conflitos entre acionistas e gerentes. Por outro lado, quando a propriedade é concentrada a ponto de garantir a um acionista ou a um grupo de acionistas o controle da empresa, os problemas de agência apresentam características diferentes<sup>11</sup>. De acordo com o autor, a concentração da propriedade geralmente implica na diminuição das assimetrias de informação entre os acionistas e a gerência, restando nesse caso como mais relevantes os problemas de agência afeitos ao relacionamento entre acionistas controladores e minoritários:

*The controlling owner is often also the manager or can otherwise be assumed to be able and willing to closely monitor and discipline management. Information asymmetries can also be assumed to be less, as a controlling owner can invest the resources necessary to acquire necessary information (CLAESSENS et al., 2002, p.26).*

A concentração da propriedade é apontada por Prowse (1994) como mecanismo que permite que os acionistas exerçam seu controle sobre a empresa por meio dos seus direitos de voto e da sua representação no Conselho de Administração. Vantagens associadas à existência de uma estrutura de propriedade concentrada são aludidas por Shleifer e Vishny (1997, p. 758), que afirmam: “[...] *The benefits of large investors are at least theoretically clear: they have both the interest in getting their money back and the power to demand it*”. Os autores, contudo, chamam a atenção para eventuais custos associados à concentração da propriedade da empresa, os quais dizem respeito à incursão em risco e à expropriação de demais investidores, de empregados e de credores da empresa. O quadro 9 aponta e descreve esses custos.

---

<sup>11</sup> De acordo com a definição da OECD (2003) o acionista controlador é aquele que detém um número de votos suficiente para eleger a maioria dos membros do Conselho de Administração e exercer, de fato, o controle sobre a gerência. Um acionista também pode controlar a empresa ainda que tenha menos de 50% de seu capital votante, por meio do uso de outras táticas, como estruturas piramidais ou ações com direitos de voto superiores.

Tentativa de obtenção de tratamento preferencial, as expensas dos demais investidores e dos empregados	Torna-se possível quando os grandes investidores têm direitos de voto superiores, ou quando fazem uso de estruturas piramidais de controle. Nesse caso, os grandes investidores têm não apenas uma maior preferência, mas também a habilidade de não distribuir os fluxos de caixa da empresa para os demais investidores <i>pro rata</i> , direcionando tais pagamentos para si mesmos. Isso pode ser feito por meio de pagamentos de dividendos especiais, bem como da exploração de negócios da empresa com outras empresas nas quais detenham o controle
Expropriação às expensas da gerência e de outros empregados	Caracteriza-se quando as ações dos grandes investidores afetam os incentivos dos gerentes e empregados da empresa. Aqui, o problema reside na diminuição do esforço empregado pelos gerentes e empregados na realização de suas tarefas
Expropriação às expensas de acionistas minoritários	Ocorre na medida em que se pode observar que, com grande frequência, as ações dos acionistas com direitos de voto superiores são negociadas a um valor superior àquelas detidas pelos minoritários. Esse problema pode se tornar ainda mais sério quando os investidores possuem interesse sobre outros padrões de fluxo de caixa da empresa, como no caso dos grandes acionistas que também figuram como credores e podem influenciar a empresa a desistir de bons projetos de investimento simplesmente pelo fato de temerem o inadimplemento. No caso de não figurarem como credores, os grandes investidores podem influenciar a empresa a adotar uma excessiva incursão em risco à custa dos demais acionistas que podem se constituir credores

Quadro 9 – Custos potenciais associados à concentração acionária da empresa segundo Shleifer e Vishny (1997)

Fonte – Elaborado pela autora da dissertação.

A literatura relacionada à estrutura de propriedade é extensa. Exemplos de estudos dedicados à exploração desse tema são dados pelos trabalhos realizados por Prowse (1997), La Porta, Lopez de Silanes e Shleifer (2002), La Porta *et al.* (2002), Arun e Turner (2004), Berger *et al.* (2005) e Dami (2006) descritos no quadro 10. Embora La Porta, Lopes de Silanes e Shleifer (2002) afirmem que a estrutura de propriedade dos bancos, sobretudo a estatal, seja um aspecto do sistema financeiro bastante negligenciado, quatro dos estudos listados abordam relações entre as características da estrutura de propriedade e a valorização de bancos, tema que é retomado na seção 2.5.2 desta dissertação.

Autores	Estudo realizado	Resultados
Prowse (1994)	Comparação entre bancos e empresas não financeiras norte-americanas quanto à ocorrência de mudanças no controle corporativo, tais como fusões, aquisições e intervenções pelos órgãos reguladores	Os achados do autor indicam que o mais importante mecanismo de controle corporativo nos bancos norte-americanos é a intervenção por órgãos reguladores. Bancos com estrutura de propriedade pouco concentrada constituem o principal alvo desse tipo de intervenção, o que sugere que a concentração da propriedade pode melhorar a performance dessas empresas por meio da existência de maiores incentivos para que os grandes acionistas exerçam seu papel de monitoramento
La Porta, Lopez de Silanes e Shleifer (2002)	Investigação sobre os determinantes e características da propriedade estatal em bancos de 92 países	Os autores demonstram que o controle estatal de bancos ainda era comum no mundo até a década de 90, especialmente nos países mais pobres e naqueles cuja proteção aos direitos de propriedade é fraca. Ao mesmo tempo, um maior controle estatal dos bancos mostrou-se associado à falta de desenvolvimento do sistema financeiro e baixo crescimento econômico e de produtividade
La Porta <i>et al.</i> (2002)	Proposição e teste de um modelo sobre os efeitos da proteção legal aos acionistas minoritários e a detenção de direitos de fluxos de caixa por acionistas controladores sobre o valor de 539 empresas de 27 países	Os resultados da pesquisa apontam para uma maior valorização de empresas situadas em países onde há maior proteção aos acionistas minoritários. Empresas nas quais os direitos de fluxo de caixa se encontravam concentrados em maior grau nas mãos de acionistas controladores também apresentaram maior valorização
Arun e Turner (2004)	Discussão sobre a governança corporativa dos bancos em países em desenvolvimento	Afirmção sobre a importância da introdução gradual de práticas de governança corporativa nos bancos de controle estatal, bem como de se garantir a autonomia dos executivos nos processos de privatização. A autorização da entrada de bancos estrangeiros nos países em desenvolvimento é apontada como alternativa para o desenvolvimento da governança corporativa do setor
Berger <i>et al.</i> (2005)	Análise dos efeitos relacionados à propriedade doméstica, estrangeira e estatal sobre o desempenho de bancos argentinos na década de 90	Os resultados mais robustos do estudo dizem respeito à propriedade estatal. Bancos controlados pelo governo apresentaram baixo desempenho no longo prazo. Bancos estatais objeto de privatização apresentaram melhora significativa de desempenho após a conclusão desse processo
Dami (2006)	Investigação sobre a relação existente entre estrutura de propriedade, desempenho financeiro e valor de empresas brasileiras não financeiras e exame dos determinantes do grau de concentração das mesmas	Os resultados indicaram que as variáveis de estrutura de propriedade empregadas na pesquisa não exerceram influência sobre o desempenho financeiro e o valor das empresas. O tamanho da empresa, a instabilidade e a regulação do mercado foram apontados como determinantes da estrutura de propriedade das empresas pesquisadas

Quadro 10 – Literatura sobre a estrutura de propriedade das empresas

Fonte – Elaborado pela autora da dissertação com base em Prowse (1997), La Porta, Lopez de Silanes e Shleifer (2002), La Porta *et al.* (2002), Arun e Turner (2004), Berger *et al.* (2005) e Dami (2006).

Embora a concentração da propriedade seja considerada pela literatura como um mecanismo de governança relevante para as empresas em geral, Levine (2003) chama a atenção para o fato de que a maioria dos governos restringe a concentração da propriedade nos bancos, assim como a compra de uma porção significativa de seu capital, por meio da sujeição dessas operações à aprovação dos órgãos reguladores. De acordo com o autor, essas restrições geralmente se explicam “[...] *due to concerns about concentration of power in the economy or about the type of people who control a bank*” (LEVINE, 2003, p. 10). Essa perspectiva é também defendida por Prowse (1994), para quem as restrições impostas pelos governos para as operações relacionadas à aquisição dos bancos podem tornar a estrutura de propriedade dos bancos um mecanismo de governança menos efetivo do que nos demais setores da economia.

Adams e Mehran (2003) também afirmam que a regulação a que estão sujeitos os bancos torna menos provável a existência de acionistas concentrados no setor. Para os autores, em ambientes em que os órgãos reguladores são ativos, os grandes investidores geralmente assumem uma posição passiva, fato que explicaria a menor concentração de propriedade observada no setor bancário. No estudo realizado pelos autores, a presença de investidores institucionais (*proxy* para grandes investidores) nos bancos norte-americanos foi mais tímida do que nas empresas manufatureiras entre os anos de 1986 e 1999. Enquanto aos investidores institucionais correspondia cerca de 42,7% das ações dos bancos no período, ao mesmo tipo de investidores estava relacionada uma propriedade média de 54,6% das ações das empresas listadas no S& P 500 Manufacturing Firms<sup>12</sup>.

Em 2008, Luc Laeven e Ross Levine afirmaram que não se pode ignorar a estrutura de propriedade quando se analisa o perfil de risco de um banco. Utilizando-se de um banco de dados que incluiu 279 bancos de 48 países, os autores verificaram que a maior concentração da propriedade relaciona-se maior incursão em risco. Além disso, os resultados dos autores apontaram para o fato de que os grandes acionistas, ao contrário do que ocorre com gerentes não acionistas e com os credores, tendem a influenciar os bancos no sentido de tomarem mais riscos.

---

<sup>12</sup> Também conhecido como S&P 500, o Standard & Poor's 500 é um índice que busca refletir o preço das 500 ações mais negociadas no mercado de capitais norte-americano. Uma descrição detalhada sobre o índice e sua metodologia de cálculo pode ser encontrada no *site*  
< [http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/ps/la/page.topic/indices\\_500/2,3,1,0,0,0,0,0,2,1,0,0,0,0,0.html](http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/ps/la/page.topic/indices_500/2,3,1,0,0,0,0,0,2,1,0,0,0,0,0.html). >

No Brasil, as recomendações sobre a governança corporativa emitidas pelo IBGC e CVM contemplam alguns aspectos da estrutura de propriedade das empresas, como o conceito de um voto por ação e os acordos de acionistas. A vinculação de um voto a cada ação é recomendada pelo IBGC tanto para as empresas que objetivam abrir seu capital quanto para aquelas que desejam aprimorar suas práticas de governança corporativa. A importância dessa premissa liga-se ao princípio da equidade no tratamento dos acionistas.

De acordo com a OECD (2004b), votar nas assembleias gerais da empresas é um dos direitos essenciais dos acionistas. No documento Princípios da OECD para o Governo das Sociedades, revisto em 2004, a OECD (2004b, p. 36) afirma que “[...] as ações com direitos de voto limitados ou múltiplos podem ser usadas para diminuir a capacidade de os acionistas não dominantes influenciarem o rumo da sociedade”. Essa perspectiva reflete-se, por exemplo, na exigência de que as empresas listadas no mais alto segmento de governança corporativa da BOVESPA, o Novo Mercado, detenham apenas ações votantes, ou ordinárias, não se admitindo nesse segmento a existência de empresas com outras classes de ações em suas estrutura de propriedade (BOVESPA, 2006c).

Os acordos de acionistas são contratos civis celebrados entre os investidores a fim de disciplinar interesses eventualmente diferentes no que tange à compra e venda de suas ações, às preferências para aquisição e ao exercício do voto e do controle (BARBI FILHO, 2001) . Trata-se de recomendação do IBGC e CVM que esses acordos se abstenham de vincular ou restringir a atuação do Conselho e tenham seu conteúdo disponibilizado a todos os acionistas da empresa.

Barucci e Falini (2005) afirmam que os acordos de acionistas afetam negativamente a governança das empresas, enquanto Barucci e Cecacci (2005) sugerem que as empresas que detêm ações não votantes e são governadas por meio desses acordos se apresentam menos focadas na criação de valor para os acionistas e, por conseguinte, sofrem efeitos negativos em relação ao seu próprio valor. Mancinelli e Ozkan (2006) investigaram a estrutura de propriedade de empresas italianas e obtiveram resultados que indicam que os acordos de acionistas podem prejudicar a supervisão da empresa pelos acionistas não signatários, embora também possam exercer um impacto positivo sobre a política de dividendos.

No Brasil, Leal e Oliveira (2002) verificaram que as empresas são comumente controladas por grupos familiares ou por meio de acordo de acionistas. Além disso, os grandes acionistas frequentemente detêm um percentual do capital votante bastante superior ao necessário para o exercício do controle. A OECD (2005) também classifica como concentrada a estrutura de propriedade das empresas brasileiras, fato ao qual atribui a relativa falta de liquidez do mercado de capitais nacional. Já em relação aos acordos de acionistas, a vinculação do voto dos conselheiros à decisão do acordo de acionistas também é apontada como problemática<sup>13</sup>, na medida em que o papel do conselheiro é servir “[...] *in the best interests of the company, no matter the group who elected him*” (OECD, 2005, p. 10).

## 2.5 Governança corporativa e desempenho da empresa

Os escândalos corporativos a que se assistiu nas últimas décadas implicaram o consenso de que a boa governança é importante para as empresas e para os países em geral. De acordo com Silveira (2002), o senso comum indica que as empresas cujas estruturas de governança corporativa se encontram alinhadas às recomendações dos agentes de mercado devem experimentar melhor desempenho<sup>14</sup> e melhor avaliação de suas ações em termo de preço do que aquelas que não contam com estruturas de governança adequadas, *ceteris paribus*.

Por meio de uma investigação empírica sobre a relação existente entre governança corporativa e desenvolvimento econômico, Claessens (2003) pôde concluir que mecanismos de governança eficientes beneficiam as empresas por viabilizarem maior acesso a financiamentos, menor custo de capital, melhor desempenho e tratamento mais favorável a todos os *stakeholders*. De acordo com o autor, vários estudos têm apontado para o fato de que “[...] tais efeitos não se verificam somente no nível das empresas, mas de setores inteiros e até

---

<sup>13</sup> Contrariando as recomendações da CVM, do IBGC e da OECD, a Lei n. 10.303, de 2001, prevê em seu art. 118, § 8º, que o voto proferido com infração ao acordo de acionistas não deverá ser computado (BRASIL, 2008).

<sup>14</sup> Neste capítulo, a palavra desempenho é empregada para expressar várias medidas do sucesso de uma empresa, como, por exemplo, rentabilidade e valorização bursátil. O mesmo fizeram Hermalin e Weisbach quando do desenvolvimento do referencial teórico do artigo *Board of Directors as an Endogenously Determined Institution* (2003).

mesmo de países [...]” (CLAESSENS, 2003, p. 11). Não obstante, o autor alerta para o fato de a causalidade dessa relação ainda não ser conhecida de forma clara.

A investigação da relação entre governança corporativa e desempenho da empresa realizada por Kapler e Love (2004) indicou que a boa governança está associada a um melhor desempenho (medida pelo retorno sobre o ativo, ROA) e a um maior valor de mercado (medido pelo Q de Tobin). Todavia, as autoras apontam a possível endogeneidade das práticas de governança corporativa como uma possível limitação de pesquisa. Tome-se como exemplo uma empresa em fase de crescimento que, devido a uma grande necessidade de obtenção de financiamento, tenha mais incentivos a adotar boas práticas de governança e assim diminuir seu custo de capital. As oportunidades de crescimento dessa empresa podem influenciar sua avaliação de mercado, induzindo uma relação positiva entre boa governança e o Q de Tobin.

De fato, as maiores limitações relacionadas às pesquisas empíricas sobre a governança corporativa dizem respeito ao problema da endogeneidade e à questão da causalidade reversa. Essa limitação é explicitada por Claessens (2003), por exemplo, no tocante à relação entre responsabilidade social e desempenho da empresa:

*At the firm level, does good corporate performance beget better social corporate responsibility, as the firm can afford it? Or does better social corporate responsibility lead to better performance?*  
(CLAESSENS, 2003, p. 24)

A despeito das alegações sobre os problemas da endogeneidade e da causalidade reserva apontados como possíveis máculas das pesquisas que indicam que a adoção conduz à melhoria do desempenho e do valor das empresas, também é possível encontrar na literatura posições diversas da perspectiva da existência de relação positiva entre governança e desempenho e entre governança e valorização da empresa. Nos tópicos seguintes, são apresentados resultados de algumas das várias pesquisas que procuraram estudar o impacto do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade sobre o desempenho e o valor das empresas.



### 2.5.1 Conselho de Administração e desempenho da empresa

A importância do Conselho de Administração como mecanismo interno de governança corporativa reflete-se na abundante literatura sobre o tema, sobretudo quando se trata de estudos empíricos que procuram compreender o impacto desse órgão sobre o desempenho e a valorização das empresas. A lógica que sustenta tais pesquisas repousa na existência de um Conselho como medida indutora da redução dos conflitos e dos custos de agência. Tendo em vista a concretização do fenômeno da separação entre propriedade e controle nas empresas modernas, o Conselho de Administração emerge como o órgão responsável por monitorar a gestão.

Hermalin e Weisbach (2003) afirmam que a literatura teórica sobre o Conselho de Administração é escassa quando comparada aos numerosos estudos empíricos sobre o tema. Apesar da existência de várias tentativas de decifrar a influência do Conselho sobre o desempenho e a valorização das empresas, a endogeneidade do Conselho é apontada pelos autores como um grande limitador da compreensão dessas relações: “[...] *in particular, firm performance is a function of so many different factors that it is difficult to imagine that the effect of occasional board meetings would be detectable*” (HERMALIN e WEISBACH, 2003, p. 12). As pesquisas dedicadas à exploração das relações entre as características do Conselho e o desempenho e o valor das empresas geralmente têm como variáveis dependentes a composição e o tamanho desse órgão.

No que diz respeito à composição, as boas práticas de governança corporativa recomendam que a independência do Conselho deve ser garantida por meio da presença de membros externos, não executivos, ou simplesmente independentes, no sentido de não manterem relações com a empresa, exceto a de conselheiro. Choi, Park e Yo (2007, p. 943) afirmam que “[...] *the general expectation is that firm performance increases with the independence of the board*”.

A literatura prevê que Conselhos maiores e com a presença de membros externos sejam mais efetivos no monitoramento dos gerentes e, por conseguinte, devem apresentar um impacto positivo sobre o desempenho das empresas (DALTON, JOHNSON e ELLSTRAND, 1999).

Vários estudos procuraram compreender a influência da composição do Conselho sobre o desempenho das empresas, utilizando-se de diferentes métodos, mas com resultados pouco conclusivos.

MacAvoy e Millstein (1999) testaram a hipótese de que um Conselho de Administração independente atua no sentido de exigir que a gerência trabalhe a fim de aumentar o lucro dos acionistas. Utilizando-se de uma grande amostra de empresas norte-americanas no período de 1991 a 1995, os autores concluíram que às firmas com conselhos independentes, ou profissionais, estava associado um desempenho superior medido pela relação entre lucro e custo de capital. Essa evidência permitiu que concluíssem que as empresas com Conselhos independentes e ativos adicionaram maior valor aos acionistas do que aquelas detentoras de conselhos passivos na década de noventa. No mesmo ano, resultados diferentes foram apontados por Klein (1998), que encontrou uma associação insignificante entre composição do Conselho e desempenho financeiro.

Resultados semelhantes aos de Klein (1998) já haviam sido reportados por Benjamin Hermalin e Michael Weisbach em 1991, que afirmaram a inexistência de relação entre a composição do Conselho e a valorização, medida pelo Q de Tobin, a partir de uma amostra de 124 empresas listadas na NYSE. A ausência de vínculo empregatício (atual ou passado) do conselheiro com a empresa foi a definição de independência utilizada na pesquisa. Para os autores, uma explicação óbvia para esses resultados seria dada pelo fato de que “[...] *board composition simply does not matter. Inside and outside directors are equally bad (or, possibly, good) at representing shareholder’s interests*” (KLEIN, 1998, p. 111).

Todavia, de forma mais elaborada, Hermalin e Weisbach (1991) hipotetizam que, embora os conselheiros externos possam dirimir conflitos nas empresas e assim reduzir os custos de agência, perdas residuais, importantes para a determinação de seu desempenho e valorização, sempre serão verificadas. Diante disso, seria impossível encontrar evidências do impacto da composição do Conselho por meio da regressão dessa variável contra a valorização das empresas. Bhagat e Black (1999) tampouco encontraram evidências de que a composição do Conselho de Administração exerça algum impacto sobre a lucratividade e o crescimento das empresas.

No Brasil, Silveira (2002) também não obteve evidências de que a independência do Conselho de Administração fosse relevante para as empresas listadas na BOVESPA em termos de desempenho financeiro ou valorização. O autor destaca.

Os resultados da relação entre composição do conselho, desempenho corporativo e valor da empresa são difusos, com a maioria dos estudos encontrando pouca correlação. Entretanto, é interessante notar que alguns estudos recentes relatam a evidência de uma relação negativa significativa entre uma alta proporção de membros independentes no conselho e o desempenho da empresa, exatamente oposto ao da sabedoria convencional (SILVEIRA, 2002, p.54-5).

Dentre os estudos que indicam a aludida relação negativa entre a independência do Conselho e o desempenho da empresa, tem-se como exemplo a pesquisa realizada por Agrawal e Knoeber (1996), que analisou o impacto de sete mecanismos de governança corporativa sobre a valorização de 400 empresas medida pelo Q de Tobin. Os autores encontraram uma relação negativa significativa entre o número de membros externos no Conselho e o Q de Tobin das empresas, resultado que lhes causou estranheza, uma vez que vai de encontro às recomendações sobre as melhores práticas de governança corporativa: “[...] *the persistent negative effect of more more outsiders on the board of directors on firm performance is a puzzle*” (AGRAWAL e KNOEBER, 1996, p.394). A inclusão no Conselho de membros externos por caráter político, como ativistas ambientais ou representantes de consumidores, é apontada como uma das possíveis razões para esse resultado, já que tais conselheiros talvez tomem decisões comprometidas com as causas que lhes garantiram sua posição (AGRAWAL e KNOEBER, 1996).

Andrade (2005) analisou os Conselhos de Administração de 19 bancos brasileiros, não encontrando uma relação significativa entre a presença de membros externos e o desempenho dessas empresas dado pelo Q de Tobin e pelo retorno sobre o ativo (ROA). Resultados semelhantes aos de Andrade (2005), demonstrando inexistência de relação significativa entre o número de membros externos e o desempenho de bancos, foram reportados por Staikouras, Staikouras e Agoraki (2007) para uma amostra dos 58 maiores bancos europeus no período de 2002 a 2004.

Adams e Mehran (2008) afirmam que a crise financeira deflagrada em 2008 constituiu um sintoma de quão pouco ainda se sabe sobre a governança dos bancos. Diante dessa lacuna, procuraram compreender a relação entre a composição do Conselho de Administração e o desempenho dos 32 maiores bancos registrados na SEC entre os anos de 1986 e 1996. A pesquisa desenvolvida confirmou os achados de Andrade (2005) no tocante aos bancos brasileiros e de Staikouras, Staikouras e Agoraki (2007) aos bancos europeus, demonstrando a inexistência de uma relação significativa entre a maior presença de membros externos no Conselho e o desempenho dos bancos medido pelo Q de Tobin e pelos retornos sobre o ativo (ROA) e sobre o patrimônio líquido (ROE), resultados que levaram os autores a afirmar a necessidade de cautela na tentativa de reforma nas estruturas dos bancos após a crise.

*This finding highlights the need to be careful about trying to reform bank governance following the subprime mortgage crisis. Simply adopting proposals that are largely motivated by research on non-financial firms are unlikely to be effective (ADAMS e MEHRAN, 2008, p.24).*

Assim como a composição, o tamanho do Conselho de Administração tem merecido a atenção de pesquisadores. Jensen (1993, p. 865) afirma que o desempenho do Conselho pode ser melhorado na medida em que ele conta com um menor número de membros: “[...] *keeping boards small can help improve their performance. When boards get beyond seven or eight people they are less likely to function effectively and are easier for the CEO to control*”.. Vários estudos empíricos procuram, por sua vez, compreender a relação entre o tamanho do Conselho e o desempenho da empresa e, de acordo com Hermalin e Weisbach (2003), a maior parte deles traz evidências de que o número de conselheiros está negativamente relacionado ao desempenho. Uma possível explicação para essa relação é dada pela possibilidade de que o grande número de membros dê origem a vários conflitos de agência dentro do próprio Conselho, que se tornaria assim um órgão simbólico e, não, uma parte importante do processo gerencial da empresa.

A maior efetividade de conselhos pequenos, com um número reduzido de membros, foi apontada por Yermack (1996) que, utilizando uma amostra de 452 empresas norte-americanas no período de 1984 a 1991, encontrou uma relação inversa entre o tamanho do Conselho e desempenho, este medido pelo Q de Tobin. A mesma relação foi reportada por Conyon e Peck

(1998) para empresas européias no período de 1992 a 1995, também no tocante aos retornos sobre o ativo e patrimônio líquido (ROA e ROE).

Schnake e Willians (2008, p. 10) encontraram resultados semelhantes quando da análise do impacto do tamanho do Conselho de 181 empresas norte-americanas no período de 1999 a 2003, o que os levou a ressaltar as vantagens de se manter conselhos pequenos: “[...]*smaller boards may be better focused, more easily coordinated and less susceptible to member fragmentation than larger boards*”. Analisando uma amostra composta por 450 empresas norte-americanas e europeias, Andres, Azofra e Lopez (2005) já haviam demonstrado que empresas detentoras de Conselhos com um grande número de membros apresentam desempenho inferior independentemente de sua localização. Para os autores, as desvantagens advindas da pior coordenação, da falta de flexibilidade e de comunicação parecem bem mais importantes do que os benefícios associados a um Conselho grande.

Garg (2007) verificou que o número de membros do Conselho também se relaciona negativamente com o desempenho das empresas indianas medido pelo Q de Tobin e pelo retorno sobre o ativo. Nesse sentido, conselhos menores são apontados pelo autor como mais eficientes. A ocorrência de subgrupos e, conseqüentemente, de um maior número de conflitos de interesses entre os membros do Conselho é a razão à qual o autor atribui essa relação: “[...]*More often than not, in the case of large boards, the members get divided into sub-groups who are at loggerheads with each other which does more harm than good to the company*” (GARG, 2007, p. 57).

A CVM (2002) e o IBGC (2004) recomendam que os conselhos de administração tenham entre cinco e nove membros, não apontando um tamanho determinado como o ideal para todas as empresas. A fixação de um número de membros como característica de um conselho ideal é combatida por Lorsch (1995), já que cada empresa tem suas especificidades e atua sob circunstâncias que lhe são peculiares. Coles, Daniel e Naveen (2008) também compartilham dessa perspectiva, e afirmam que tanto os Conselhos muito pequenos, quanto os muito grandes podem estar relacionados a um melhor desempenho da empresa dado pelo Q de Tobin. A explicação para essa relação residiria, segundo os autores, no grau de complexidade de cada empresa.

No Brasil, o benefício dessa perspectiva foi demonstrado por Silveira (2002) a partir da análise de uma amostra de 218 empresas não financeiras listadas na BOVESPA entre 1998 e 1991. O tamanho do Conselho apresentou uma relação quadrática negativa contra o desempenho das empresas, verificando-se uma faixa ótima para o número de membros, em linha com as recomendações da CVM (2002) e do IBGC (2004).

Este foi o resultado obtido em todos os modelos com significância estatística contra as variáveis de valor e desempenho, sugerindo que é saudável para as empresas a adoção de um conselho com um número intermediário de membros, conforme as recomendações do IBGC e CVM (SILVEIRA, 2002, p. 132).

A pesquisa desenvolvida por Adams e Mehran (2008) apontou para o fato de que a governança dos bancos pode ser específica, diferentemente dos demais setores da economia. Os autores documentaram a existência de uma relação positiva entre o tamanho dos conselhos de administração e o desempenho de bancos. A estrutura organizacional dos bancos é apontada pelos autores como uma possível explicação para esse resultado que destoa da literatura empírica sobre o tema em relação às empresas não financeiras. Bancos geralmente contam com subsidiárias localizadas em estados e países diversos. Diante disso, é possível que a adição de conselheiros dotados de *expertise* regional agregue valor para o Conselho e, por conseguinte, para os bancos. Outra possibilidade levantada pelos autores para os resultados encontrados diz respeito à ocorrência de um grande número de fusões e aquisições no setor bancário no período analisado, 1986 a 1996. Quando da ocorrência dessas transações, é comum que o tamanho dos conselhos seja aumentado em função da manutenção de alguns dos membros da empresa adquirida.

Andrade (2005) verificou que os bancos brasileiros, a despeito de cumprirem as recomendações da CVM (2002) e IBGC (2004), mantendo em seu conselho uma faixa de cinco a nove membros, não tem experimentado melhor desempenho em função dessa adequação: a relação entre tamanho do Conselho e o Q de Tobin e retorno sobre o ativo (ROA) não apresentou significância estatística. Todavia, outros estudos sobre o setor bancário já haviam apontado resultados semelhantes aos reportados por Adams e Mehran (2008), como os de Anthony e Nicholas (2006), de Pathan, Skully e Wickramanayake (2007), e de Belkhir (2009). Este último adverte, assim como Adams e Mehran (2008), sobre a necessidade de

cautela quando da análise da governança bancária e da recomendação de reformas para o setor, uma vez que medidas indicadas como salutares para a indústria não-financeira, como a redução de membros do Conselho de Administração, podem ter efeitos adversos no setor bancário.

### 2.5.2 Estrutura de propriedade e desempenho da empresa

Vários estudos têm analisado os efeitos da concentração da propriedade e da posse de ações pela gerência sobre o desempenho e a valorização da empresa amparados pela teoria da agência. A concentração da propriedade é apontada como capaz de reduzir a ocorrência de problemas e os custos de agência, já que os acionistas contam com mais incentivos e condições reais de monitorarem a gerência. Todavia, conforme alerta Dami (2006, p. 28), é também possível que “[...] uma maior concentração dos direitos de voto pelos acionistas controladores esteja associada a maior expropriação dos acionistas minoritários e assim menor valor e desempenho das empresas (efeito entrincheiramento)”. Uma perspectiva diretamente contrária à da existência de uma relação positiva entre concentração de propriedade e desempenho da empresa é defendida por Demsetz (1983, p. 386), para quem “[...] *it is unreasonable to suppose that diffuse ownership has destroyed profit maximization as a guide to resource allocation*”.

Na ausência de acionistas concentrados, os gerentes podem adotar posturas que vão de encontro ao objetivo de maximização do valor da empresa, privilegiando a maximização de sua utilidade pessoal. Nesse sentido, a posse de ações pela gerência também poderia servir como remédio para esse conflito, promovendo a convergência de interesses, sobretudo nas estruturas de propriedade difusas (JENSEN e MECKLING, 1976). A hipótese de entrincheiramento, situação caracterizada pela detenção de um percentual elevado do capital votante da empresa por um gerente cujas decisões pautam-se pela tentativa de manutenção de sua posição, constituir-se-ia, por outro lado, em um possível obstáculo a essa solução (DEMSETZ, 1983).

Saito e Silveira (2008) afirmam que, no Brasil, a concentração das ações verifica-se, sobretudo, entre os acionistas controladores, restando a posse de ações pela gerência como uma característica pouco relevante da estrutura de propriedade das empresas. Dentre os mais relevantes trabalhos nacionais sobre a estrutura de propriedade, os autores destacam os desenvolvidos por Siffert Filho (1998), Valadares e Leal (2000)<sup>15</sup> e Okimura (2003, dentre outros.

Denis e McConnell (2003) afirmam que a relação entre estrutura propriedade e desempenho da empresa pode variar em função dos países e da identidade dos acionistas controladores, assim como a relação entre estrutura de propriedade e valorização. Há evidências empíricas documentadas pela literatura apontando para a existência de uma relação positiva entre essas variáveis, mas falta consenso sobre o tema.

*The literature on international corporate governance tells us much about corporate governance but the message in the information is far from clear and complete. Much more work remains to be done. Our understanding of the relationship between systems of governance and the value of economies and the firms within them is of increasing importance (DENIS e McCONNELL, 2003, p. 29).*

Demsetz e Lehn (1985), por exemplo, argumentam que a relação de causalidade entre a estrutura de propriedade e o desempenho da empresa é espúria, na medida em que a estrutura de propriedade se caracteriza como uma variável endógena. De acordo com os autores, a decisão dos acionistas no sentido de alterar a estrutura de propriedade da empresa de concentrada para difusa é geralmente tomada considerando-se o custo da transferência do controle para a gerência. O pior desempenho financeiro da empresa que estaria, segundo os preceitos da teoria da agência, associado a essa decisão poderia, na visão dos autores, ser

---

<sup>15</sup> Siffert Filho (1998) documentou transformações estruturais importantes no controle societário das empresas brasileiras em função da abertura comercial, da estabilização monetária e da onda de privatizações ocorridas nos anos noventa. Nesse cenário, o controle acionário compartilhado passou a ocupar uma posição de destaque na economia com a ampliação do capital estrangeiro e a redução do controle familiar. Valadares e Leal (2000) analisaram a estrutura de propriedade das empresas brasileiras listadas na BOVESPA e verificaram a ocorrência de um alto grau de concentração que se pôde atribuir, sobretudo, à existência de ações preferenciais, sem direito a voto, comuns no mercado de capitais nacional.



compensado por meio da obtenção de um menor custo de capital e por outros benefícios advindos da difusão da propriedade.

Morck, Shleifer e Vishny (1988) investigaram por meio de regressão múltipla a relação entre a posse de ações pela gerência e o valor de mercado (dado pelo Q de Tobin) de 371 empresas norte-americanas em 1980. Efeitos negativos da posse de ações pelos gerentes puderam ser observados por meio do declínio do Q de Tobin quando da configuração de situações de entrenchamento caracterizadas pela concentração de 5 a 25% das ações em posse da gerência. A um percentual de concentração de ações na posse dos gerentes inferior a 5% e superior a 5%, relacionou-se, ao contrário, um aumento no valor da empresa : *“Tobin's Q first increases, then declines, and finally rises slightly as ownership by the board of directors rises (MORCK, SHLEIFER e VISHNY, 1998, p. 299).”*

Resultados similares foram também obtidos por Holderness, Kroszner, e Sheehan (1999), que exploraram as relações entre desempenho da empresa e mudança na estrutura de propriedade de mais de quatro mil firmas em 1995. Um importante aspecto desse estudo diz respeito, contudo, à descrição de um fenômeno de aumento da posse de ações pela gerência nas empresas norte-americanas entre os anos 1935 e 1995, o que, de acordo com os autores, deve servir como alerta para a melhoria das práticas de governança corporativa: *“Our finding that managerial ownership is higher in 1995 than it was 60 years early should provide guidance in the implementation of best practices of corporate governance” (HOLDERNESS, KROSZNER e SHEEHAN, 1999, p. 466).*

McConnell e Servaes (1990) investigaram a relação entre a estrutura de propriedade e o Q de Tobin de mais de mil companhias nos anos de 1976 e 1986 e obtiveram resultados consistentes com a hipótese de que o valor da empresa é uma função de sua estrutura de propriedade. O estudo dos autores apontou uma significativa relação curvilínea entre o Q de Tobin e a fração de ações detida pelos acionistas controladores, que se mostrou crescente até o ponto em que eles detinham entre 40 e 50% do capital das empresas.

Fernández e Gómez-Ansón (2005-2006) analisaram a influência da estrutura de propriedade e o desempenho de empresas espanholas listadas na Bolsa de Valores de Madri e verificaram os benefícios da concentração sobre seus valores de mercado, embora o mesmo impacto não se

tenha verificado na medida de retorno sobre o ativo (ROA). No que tange à posse de ações pela gerência, essa se mostrou um mecanismo dependente do tamanho das empresas, tendo impactos positivos sobre o valor de mercado das maiores empresas da amostra.

Mais recentemente, Bjuggren, Eklund e Wiberg (2007) exploraram as relações entre propriedade, controle e o valor das empresas suecas listadas na Bolsa de Valores de Estocolmo. Mais de 55% dessas empresas contavam com duas classes de ações, com e sem direito a voto. Essa característica da estrutura de propriedade mostrou-se determinante de pior performance, quando da comparação com empresas detentoras de apenas uma classe de ações, isto é, seguidoras do preceito uma ação – um voto. A concentração da propriedade também se mostrou negativamente relacionada à performance das empresas da amostra.

Okimura (2003), por sua vez, investigou a relação entre estrutura e propriedade e controle e o valor e desempenho das empresas brasileiras entre os anos de 1998 e 2002. A ocorrência da separação entre os direitos de controle e os direitos sobre os fluxos de caixa, caracterizada pela coexistência de ações ordinárias e preferenciais, foi interpretada pelo autor e, conforme a teoria, como um cenário em que a concentração de votos e de capital favorece o melhor monitoramento por parte do acionista controlador sobre a gerência e, por conseguinte, tende a agregar valor à empresa. Dentre os achados do autor, destacam-se os resultados que demonstraram que a concentração de votos exerce impacto positivo sobre o valor das empresas, embora a concentração de capital não tenha se apresentado relevante como determinante de valor ou desempenho. De forma geral, a relação entre estrutura de propriedade e controle e desempenho mostrou-se mais timidamente evidente do que a relação entre estrutura de propriedade e controle e valor.

A pesquisa realizada por Okimura (2003) baseou-se na exclusão de empresas financeiras, e a variável concentração do capital não apresentou uma relação significativa com o valor e o desempenho das empresas componentes da amostra. Já Caprio, Laeven e Levine (2007) encontraram evidências de que a concentração dos fluxos de caixa na figura do acionista controlador tende a valorizar essas empresas. A pesquisa realizada pelos autores envolveu a análise de 244 bancos de 44 países. Como indicadores de valor, foram utilizados o Q de Tobin, a relação entre o valor de mercado e o valor contábil (*market to book ratio*) dos

bancos. Em função disso, os autores afirmam a importância dos direitos aos fluxos de caixa como mecanismo de governança.

*The incentives of the controlling shareholders to expropriate resources from the corporation, however, depend on their cash-flow rights. As their cash-flow rights rise, expropriation involves a greater reduction in their own cash flow. Since expropriation is costly, increases in the cash-flow rights of the controlling owner will reduce incentives to expropriate resources from the corporation, holding other factors constant (CAPRIO, LAEVEN e LEVINE, 2007, p. 5).*

Fogelberg e Griffith (2000) examinaram a relação entre a posse de ações pelos gerentes e a performance dos cem maiores bancos norte-americanos medida pelo EVA (*Economic Value Added*). Especulando que nos bancos a situação de entrincheiramento poderia destruir os efeitos da convergência de interesses apontados por Jensen e Meckling (1976), os autores chegaram às seguintes conclusões: o desempenho dos bancos aumenta até o ponto em que a gerência detém aproximadamente 12% das ações dos bancos, declinando até quando esse percentual atinge 67%. O gráfico 5 ilustra essa relação.

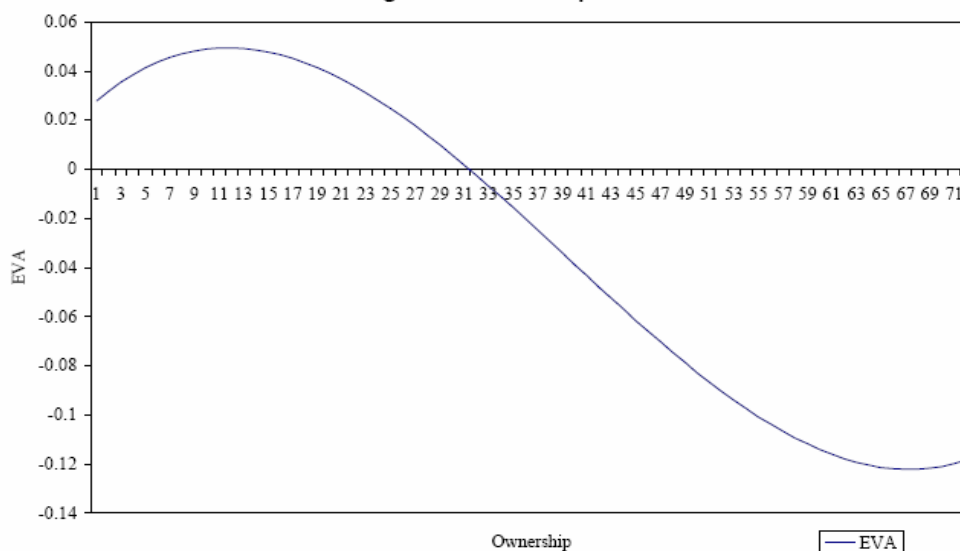


Gráfico 5 – Posse de ações pela gerência e EVA  
Fonte – FOGELBERG e GRIFFITH, 2000, p. 69.

Micco, Panizza e Yañez (2004) utilizaram uma amostra composta por bancos de mais de cem países para analisar a relação entre suas estruturas de propriedade e desempenho medido pelo

retorno sobre o ativo (ROA) e pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Os resultados do estudo apontaram para uma forte relação entre essas variáveis nos países em desenvolvimento, embora a mesma não se mostre presente nos países desenvolvidos. De forma particular, os autores apontam a propriedade estatal como determinante de baixa lucratividade dos bancos nos países em desenvolvimento, nos quais a propriedade estrangeira tem efeito contrário. Os autores, todavia, não puderam concluir a respeito da causa do pior desempenho dos bancos de propriedade estatal nesses países. A entrada de bancos estrangeiros, por sua vez, foi apontada como determinante de melhora no desempenho do setor bancário desses países.

Andrade (2005) comparou as características das estruturas de propriedade de bancos listados na BOVESPA com as recomendações da CVM e do IBGC em relação à governança corporativa. Os resultados da pesquisa apontam para a ausência de significância estatística da relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho dos bancos medido pelo retorno sobre o ativo (ROA). A relação entre estrutura de propriedade e Q de Tobin apresentou-se estatisticamente significativa, embora tímida, levando a autora a ponderar que,

[...] Apesar de os resultados não estarem em conformidade com o esperado segundo a teoria, sua validade reside no fato de que se trata de um primeiro esforço na direção de tentar verificar como os mecanismos de governança afetam o desempenho e o valor de mercado das empresas financeiras. [...] convém observar que são praticamente inexistentes estudos empíricos que tenham aplicado o tema da governança ao setor financeiro brasileiro (ANDRADE, 2005, p. 55).

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Os objetivos estabelecidos para este estudo foram atingidos por meio da realização de pesquisa do tipo quantitativa descritiva. Leedy e Ormrod (2004) afirmam que a pesquisa descritiva tem como escopo a identificação de um fenômeno ou a exploração de correlações entre diferentes fenômenos ou variáveis. Foge ao escopo do presente estudo, portanto, a identificação de relações do tipo causa e efeito.

Para a classificação da pesquisa é útil lançar mão da classificação que a distingue em relação a dois aspectos principais: quanto aos fins e quanto aos meios (GIL, 2007). Quanto aos fins, caracteriza-se como pesquisa quantitativa descritiva, pois propõe verificar e descrever o impacto da adoção de mecanismos internos de governança corporativa sobre o desempenho financeiro dos bancos brasileiros.

Quanto aos meios, trata-se pesquisa documental, haja vista a necessidade de dados secundários para a sua realização, obtidos por meio do sistema de informações Econômica, da BOVESPA e dos relatórios IAN (informações anuais) dos bancos componentes da amostra e disponibilizados pela CVM em seu sistema DIVEXT. A opção de realizar o diagnóstico das práticas de governança corporativa dos bancos pela via documental justifica-se não apenas em função da facilidade de acesso aos dados, mas também pelo possível viés dos executivos das empresas nas respostas a questionários dessa natureza (MELLO, 2007).

O quadro 11 resume a metodologia adotada na pesquisa e seu detalhamento é feito nas subseções seguintes:

<b>Natureza da pesquisa</b>	Quantitativa descritiva
<b>Tipo de estudo</b>	Pesquisa bibliográfica e documental
<b>Universo da pesquisa</b>	Bancos brasileiros
<b>Unidades de análise</b>	Intermediários financeiros listados na BOVESPA classificados como bancos
<b>Unidades de observação</b>	Dados secundários

Quadro 11 – Metodologia da pesquisa

Fonte – Elaborado pela autora da dissertação.

### 3.1 População e horizonte de análise

A definição do horizonte de análise da pesquisa, fixado entre 1998 e 2007, funda-se no objetivo de, neste estudo, dar-se continuidade ao trabalho desenvolvido por Andrade (2005), que realizou pesquisa semelhante para o período de 1998 a 2003.

Um problema que pode afetar a validade externa da pesquisa é justamente seu horizonte de análise. De acordo com Bryman (1995) e Ryan, Scapens e Theobald (2002), quando ocorrem mudanças estruturais no relacionamento entre as variáveis, a validade da pesquisa pode ser baixa. Também a fim de evitar esse tipo de distorção, optou-se por analisar um período de dez anos. Outro fator que justifica a adoção de um horizonte estendido relaciona-se à volatilidade do cenário econômico brasileiro, característica que poderia estar expressa pelo comportamento das variáveis dependentes da pesquisa.

Um importante aspecto relacionado à validade interna da pesquisa diz respeito à sua população (BRYMAN, 1995; RYAN, SCAPENS e THEOBOLD, 2002). Embora o universo da pesquisa corresponda ao setor bancário brasileiro, sua amostra é composta pelos intermediários financeiros classificados como bancos listados na BOVESPA. A adoção de uma amostragem por julgamento<sup>16</sup> justifica-se pelo caráter público das informações contábeis, financeiras e sobre a governança das empresas listadas nessa bolsa.

Balsley (1970) alerta que as amostragens por julgamento, por não terem caráter probabilístico, não permitem generalizações. Todavia, o próprio autor reconhece que, quando o tamanho da amostra deva ser relativamente pequeno em função de custos ou de outros fatores, a realização de uma amostragem por julgamento é a melhor opção a ser seguida pelo pesquisador. A essas conveniências, o autor adiciona a possibilidade de o investigador poder selecionar unidades de análise mais adequadas ao propósito de seu trabalho.

A definição da amostra se pautou em função da disponibilidade dos dados necessários à análise sob o formato de painel balanceado, no qual se tem o mesmo número de observações para cada unidade de análise ao longo do período estudado. Diante disso, apenas os bancos listados na BOVESPA em todo o período compreendido entre janeiro de 1998 e dezembro de 2007 foram incorporados à amostra.

Após a aplicação desse critério, qual seja, de que todas as unidades de análise da pesquisa apresentassem a totalidade das informações necessárias no período analisado, foram excluídos da amostra os bancos que se apresentavam como *holdings* e aqueles que, pertencendo ao mesmo grupo econômico, não tinham a atividade bancária como sua atividade principal (ANDRADE, 2005). Diante disso, 13 dos 32 bancos atualmente listados na Bovespa passaram a compor a amostra final.

No quadro 12 encontram-se listados os bancos que compõem a amostra e constituem, portanto, as unidades de análise da pesquisa. Para simplificar as apresentações gráficas posteriores, foi atribuído um código a cada banco.

---

<sup>16</sup> A amostragem por julgamento tem caráter intencional e caracteriza-se como um tipo de amostragem em que o pesquisador seleciona um grupo de indivíduos que considera representativo de toda a população e adequado para o propósito de sua pesquisa (BAYLEY, 1992).

<b>Código</b>	<b>Banco</b>
1	BANESTES S.A. - BCO EST ESPIRITO SANTO
2	BCO ALFA DE INVESTIMENTO S.A.
3	BCO AMAZONIA S.A.
4	BCO BRADESCO S.A.
5	BCO BRASIL S.A.
6	BCO ESTADO DE SANTA CATARINA S.A.
7	BCO ESTADO DE SERGIPE S.A. – BANESE
8	BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.
9	BCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S.A.
10	BCO MERCANTIL DO BRASIL S.A.
11	BCO NORDESTE DO BRASIL S.A.
12	RENNER PARTICIPACOES S.A.
13	UNIBANCO UNIAO DE BCOS BRASILEIROS S.A.

Quadro 12 – Relação dos bancos componentes da amostra

Fonte – Elaborado pela autora da dissertação.

### **3.2 Definição das variáveis**

Conforme Jensen e Meckling (1976), a separação entre propriedade e controle que caracteriza a corporação moderna dá margem a inúmeros conflitos de interesses entre principais e agentes. A presente pesquisa procurou verificar o impacto dos mecanismos internos de governança corporativa sobre o desempenho e o valor de mercado dos bancos brasileiros, o que, em última instância, e na acepção de Shleifer e Vishny (1997), consiste na verificação da eficiência desses mecanismos para minimizar a perda do valor da empresa e garantir o retorno dos fornecedores de recursos, sejam esses representados por acionistas, credores ou depositantes no caso específico dos bancos.

Conforme discutido na seção 2.1, a definição de Shleifer e Vishny (1997) goza de popularidade nos estudos acadêmicos nacionais e internacionais em função de duas características que lhe são peculiares: o enfoque financeiro e a amplitude de sua aplicação. Essa amplitude fica clara quando se tem a governança do setor bancário como objeto de



estudo, já que no caso dos bancos o termo *fornecedores de recursos* pode se referir não apenas aos acionistas, mas também aos diversos tipos de credores e depositantes (ADAMS e MEHRAN, 2003).

Embora a qualidade da governança corporativa envolva uma multiplicidade de dimensões, são os mecanismos internos que se apresentam como o objeto desta pesquisa. Nesse âmbito, optou-se por analisar dois mecanismos internos: Conselho de Administração e estrutura de propriedade. Mecanismos externos de governança e alguns mecanismos internos, como a remuneração dos gestores e a posse de ações por executivos, não foram abordados.

A má especificação das variáveis é apontada por Ryan, Scapens e Theobold (2002) como um dos problemas que afetam a validade interna da pesquisa. Entretanto, a configuração do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade, expressa pelas variáveis propostas neste estudo, aparecem como dois dos principais atributos da governança corporativa, tanto em estudos teóricos quanto em trabalhos empíricos sobre o tema e, sobretudo, refletem o conteúdo das recomendações da CVM e do IBGC para as empresas que desejam ser reconhecidas pela adoção de boas práticas de governança (CVM, 2002; IBGC, 2004).

De acordo com Ryan, Scapens e Theobold (2002), a pesquisa empírica geralmente se refere ao estabelecimento de uma relação entre variáveis que representam uma propriedade associada com um objeto em particular. Os autores destacam que um dos elementos essenciais à pesquisa empírica é o estabelecimento de um padrão de medidas, mas explicam que,

[...] em pesquisas quantitativas, variáveis qualitativas são freqüentemente denominadas variáveis nominais. Isso implica que só é possível atribuir-lhes um valor numérico por meio da construção de variáveis binárias ou variáveis *dummy*. Esse tipo de variáveis tem sido amplamente utilizado nas pesquisas financeiras (RYAN, SCAPENS e THEOBOLD, 2002, p. 118).

Nas pesquisas empíricas que têm a governança corporativa como foco, variáveis binárias ou *dummy* têm sido comumente utilizadas, tendo em vista a natureza eminentemente qualitativa de alguns atributos da governança. Em função disso, algumas variáveis independentes desse estudo são especificadas como *dummies* como, por exemplo, aquelas relacionadas à existência

de acordo de acionistas e ao acúmulo dos cargos de Presidente do Conselho de Administração e Diretor Presidente por uma pessoa dentre outras.

### 3.2.1 Mecanismos internos de governança corporativa

#### 3.2.1.1 *Conselho de Administração*

A independência, a representatividade e a atividade do Conselho de Administração têm sido reputadas pela literatura como indicadores da qualidade da governança corporativa tanto das empresas, de forma geral, quanto dos bancos, embora, para estes últimos, a relação entre uma configuração ideal do Conselho e seu desempenho financeiro e valor de mercado não seja bem estabelecida.

Diante da perspectiva de que a disciplina de mercado, induzida pelo terceiro pilar do Novo Acordo de Basiléia, seja um fator importante para o desenvolvimento da governança corporativa do setor bancário, as recomendações sobre a configuração do Conselho de Administração das empresas emitidas pela CVM e pelo IBGC em seus respectivos códigos de melhores práticas justificam a utilização das seguintes variáveis relacionadas às características dos Conselhos dos bancos brasileiros:

- **Ocupação dos cargos de Presidente do Conselho e Diretor Presidente pela mesma pessoa (PC)**

Representada por uma variável binária, em que

$PC = 1$ , caso haja o acúmulo das funções em uma só pessoa;

$PC = 0$ , caso os cargos não sejam ocupados pela mesma pessoa.

- **Tamanho do Conselho de Administração (TC)**

Representada pelo número de membros efetivos do Conselho.

- **Adequação do tamanho do Conselho de Administração (ATC)**

Indica se o Conselho de Administração possui de cinco a nove membros e é representada por uma variável *dummy*, em que

$ATC = 1$ , caso o número de membros efetivos do Conselho não esteja entre cinco e nove;  
 $ATC = 0$ , caso o número de membros efetivos do Conselho esteja no intervalo acima mencionado.

- **Percentual de conselheiros externos inferior a 80% (PCE)**

Indica se o número de membros externos é inferior a 80% do tamanho total do Conselho e é representada por uma variável *dummy*, em que:

$PCE = 1$ , caso os conselheiros externos não correspondam a mais de 80% dos membros do Conselho;  
 $PCE = 0$ , caso os conselheiros externos correspondam a mais de 80% dos membros do Conselho.

- **Independência do Conselho (IC)<sup>17</sup>**

Representada pela diferença entre a proporção de membros externos e membros internos no Conselho, dada pela seguinte equação:

$$IC = \left( \frac{EXT}{TC} \right) - \left( \frac{INT}{TC} \right)$$

Em que

$IC$  = grau de independência do Conselho;

$TC$  = número de membros efetivos do Conselho;

---

<sup>17</sup> Definição proposta inicialmente por Silveira (2002) e posteriormente também utilizada por Andrade (2005) para o cálculo do grau de independência dos conselhos de administração dos bancos brasileiros.

**EXT** = número de conselheiros externos;

**INT** = número de conselheiros internos.

### 3.2.1.2 *Estrutura de propriedade*

Conforme Jensen e Meckling (1976), Prowse (1994), Shleifer e Vishny (1997), Claessens *et al.* (2002), Adams e Mehran (2003), Denis e McConnell (2003), Levine (2003) e Laeven e Levine (2008), para citar alguns, a estrutura de propriedade constitui um importante mecanismo interno de governança corporativa, afetando a natureza dos conflitos entre os diversos fornecedores de recursos para as empresas e entre esses e a gerência. O racional que fundamenta a definição das variáveis independentes de governança corporativa relativas à estrutura de propriedade é o mesmo utilizado para a definição daquelas relativas ao Conselho. Uma vez que a disciplina de mercado é apontada como indutora da melhoria da governança do setor bancário, as recomendações da CVM e pelo IBGC para as empresas em geral no tocante à estrutura de propriedade também se aplicariam aos bancos.

- **Existência de ações preferenciais (PN)**

Representada por uma variável binária, em que

$PN = 1$ , caso o banco possua ações preferenciais;

$PN = 0$ , caso o banco não possua ações preferenciais.

- **Existência de acordo de acionistas (AA)**

Representada por uma variável binária, em que

$AA = 1$ , caso o banco possua acordo de acionistas;

$AA = 0$ , caso o banco não possua acordo de acionistas.

- **Percentual das ações ordinárias detido pelos signatários do acordo de acionistas (PONA)**

Indica quanto do capital votante do banco se encontra na posse dos integrantes do acordo de acionistas, caso esse instrumento legal exista.

- **Percentual das ações ordinárias detido pelos controladores (PONC)**

Indica quanto do capital votante do banco se encontra na posse dos acionistas controladores.

- **Ocorrência de percentual inferior a 70% de ações ordinárias detidas pelo controlador (ONCSET)**

Variável binária em que

$ONCSET = 1$ , caso o acionista controlador detenha menos de 70% do capital votante do banco;

$ONCSET = 0$ , caso o acionista controlador detenha 70% ou mais do capital votante do banco.

### 3.2.2 Desempenho

Conforme Hermalin e Weisbach (2003), o termo desempenho pode ser utilizado para expressar várias medidas do sucesso de uma empresa, tais como rentabilidade e valor de

mercado utilizadas nesta pesquisa. As estimações neste estudo lançaram mão de dois indicadores, quais sejam, retorno sobre o patrimônio Líquido (ROE) e Q de Tobin, como medidas do desempenho financeiro e do valor de mercado, respectivamente, dos bancos componentes da amostra.

### 3.2.2.1 *Retorno sobre o patrimônio líquido*

Um dos principais indicadores de rentabilidade da empresa, o retorno sobre o patrimônio líquido, popularmente conhecido pela sigla ROE (*return on equity*), fornece uma medida da eficiência da empresa na alocação de seus recursos próprios, isto é, dos recursos investidos pelos proprietários. Várias pesquisas dedicadas à exploração da relação entre a governança corporativa das empresas e o seu desempenho financeiro utilizaram-se do ROE como indicador, tais como aquelas desenvolvidas por Demsetz e Lehn (1985), Conyon e Peck (1998), Dalton, Johnson e Ellstrand (1999), Silveira (2002), Micco, Panizza e Yanez (2004), Dami (2006), Caprio, Laeven e Levine (2007), Staikouras, Staikouras e Agoraky (2007) já mencionadas no referencial teórico desta dissertação.

A opção pela utilização do ROE como indicador de desempenho financeiro justifica-se pelo seu alinhamento com a definição de governança corporativa adotada nesta pesquisa, fornecida por Shleifer e Vishny (1997) que afirmam que a governança corporativa diz respeito às formas com que os investidores procuram garantir o retorno de seus recursos que, por sua vez, constituem o patrimônio líquido das empresas.

O ROE mede o resultado de a decisão de um investidor aportar seus recursos em uma ou mais empresas, a despeito de outras alternativas de investimento. O papel do ROE pode, por conseguinte, ser interpretado como o de demonstrar qual a taxa de rendimento do capital próprio que, por sua vez, pode ser comparada com a de outros investimentos disponíveis no mercado (MATARAZZO, 2003). Em relação ao setor bancário, especificamente, Bastos (1999) afirma que

[...] em geral, o desempenho dos bancos, tanto no Brasil quanto no exterior, é avaliado por meio de índices, como os de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (Lucro Líquido/Patrimônio Líquido) e Retorno sobre o Total de Ativos (Lucro Líquido/Total de Ativos) [...] (BASTOS, 1999, p. 1).

A popularização do uso do ROE como indicador financeiro no setor bancário é, na acepção de Cornett e Tehranian (1992), devida ao fato de o retorno sobre o patrimônio líquido constituir uma medida direta dos retornos obtidos pelos acionistas. Santos, Chaves e Cardoso (2006) afirmam, contudo, que o ROE apresenta limitações de ordem contábil e não trata a separação entre desempenho financeiro e operacional, o que inviabilizaria algumas análises comparativas e de tendência. Trata-se, portanto, de indicador que exige cautela em sua interpretação, vez que a fim de alcançar bons resultados em termos de retorno sobre o patrimônio líquido, muitos administradores tendem a fazer opções por projetos cujo financiamento é realizado com dívidas, em prejuízo de possíveis bons projetos financiados com capital próprio.

O ROE de uma empresa é representado pela razão entre seu lucro líquido e seu patrimônio líquido, conforme abaixo.

$$ROE = \frac{LL}{PL}$$

Em que

**LL** é o lucro líquido da empresa;

**PL** é o patrimônio líquido da empresa.

Não há, contudo, uma forma única para o cálculo do ROE. Gregório (2006) afirma que as diferenças de cálculo ocorrem em função do denominador utilizado, que pode ser o patrimônio líquido inicial, patrimônio líquido inicial acrescido dos aumentos/diminuições de capital (exceto a incorporação do lucro/prejuízo do período), patrimônio líquido médio ou

final. Embora o patrimônio líquido inicial acrescido dos aumentos e diminuições de capital no período afigure-se como a forma mais indicada para calcular esse indicador na acepção de Gregório (2006), a dificuldade de obtenção das informações necessárias para seu cálculo torna mais popular a utilização do patrimônio líquido médio e do patrimônio líquido final.

Na presente pesquisa, o ROE dos bancos componentes da amostra foi obtido junto ao sistema de informações Econômica, que utiliza para cálculo desse indicador o patrimônio líquido final do exercício conforme abaixo:

$$ROE = \frac{LL}{PL_{FINAL}}$$

Em que

**LL** é o lucro líquido da empresa;

**PL<sub>FINAL</sub>** é o patrimônio da empresa, apurado ao final do exercício.

### 3.2.2.2 Valor de mercado

Nas pesquisas sobre governança corporativa, o *Q* de Tobin também tem sido amplamente utilizado como *proxy* do valor de mercado das empresas. Exemplos disso são as pesquisas desenvolvidas por Morck, Shleifer e Vishny (1988), McConnell e Servaes (1990), Hermalin e Weisbach (1991), Agrawal e Knoeber (1996), Yermack (1996), Conyon e Peck (1998), Kapler e Love (2004), Silveira (2002), Andrade (2005), Andres, Azofra e Lopez (2005), Barucci e Cecatti (2005), Caprio, Laeven e Levine (2007), Choi, Park e Yoo (2007), Garg (2007), Adams e Mehran (2008) e Belkhir (2009) dentre outras.

Proposto por Tobin (1969), o *Q* refere-se à relação entre o valor de mercado de uma empresa e o custo de reposição de seus ativos. Attig, Fischer e Gadhoum (2004) afirmam que caso o valor do *Q* seja superior a um ( $Q > 1$ ), há uma indicação de que o mercado se posicionará no



sentido de ofertar um prêmio adicional em relação aos papéis dessa empresa, o qual seria determinado de acordo com a própria percepção do mercado acerca do potencial de crescimento dessa firma. Um  $Q < 1$  tem o significado oposto, ao passo que uma tendência de diminuição do  $Q$  geralmente aponta para um processo de diminuição do valor da empresa.

Esse quociente tem sido empregado para explicar um grande número de questões afeitas ao mundo corporativo, tais como decisões e oportunidades de investimentos, políticas de compensação e a relação entre a propriedade de ações pela gerência e o valor da empresa para citar alguns. Famá e Barros (2000) destacam que o  $Q$  de Tobin se consolidou como uma variável de grande utilidade em diferentes aplicações em pesquisas na área de economia e finanças. De acordo com os autores, “[...] seja em trabalhos teóricos ou em testes empíricos, o uso do  $q$  possibilitou uma nova compreensão de fenômenos tão distintos entre si quanto política de dividendos, estrutura de capital e poder de monopólio das firmas” (FAMÁ e BARROS, 2000, p. 1).

Definido como razão entre a soma dos valores de mercado das ações e das dívidas e o valor de reposição dos ativos de uma empresa, o  $Q$  de Tobin, como originalmente proposto, tem sua aplicação restrita em função da impossibilidade de observar-se diretamente os componentes da fórmula, à exceção do valor de mercado das ações.

$$Q = \frac{VMA + VMD}{VRA}$$

Em que

**VMA** corresponde ao valor de mercado das ações da empresa;

**VMD** corresponde ao valor de mercado das dívidas da empresa;

**VRA** corresponde ao valor de reposição dos ativos da empresa.

Diante dessa dificuldade, algumas aproximações têm sido propostas a fim de aumentar a aplicabilidade do  $Q$ , tal como a proposta por Chung e Pruitt (1994) que definem o  $Q$  da seguinte forma:

$$Q = \frac{VMON + VMPN + VCD}{AT}$$

Em que

**VMON** é o valor de mercado das ações ordinárias da empresa;

**VMPN** é valor de mercado das ações preferenciais da empresa;

**VCD** corresponde ao valor contábil das dívidas da empresa (líquido do ativo circulante);

**AT** corresponde ao ativo total da empresa.

A praticidade da aproximação de Chung e Pruitt (1994) diz respeito ao fato de que sua fórmula para o cálculo do Q de Tobin requer informações financeiras e contábeis bastante básicas. Os autores testaram empiricamente a utilidade dessa fórmula, observando uma alta correlação entre os valores do Q calculados por meio da mesma e os obtidos por Lindenberg e Ross (1981) que haviam aplicado o conceito teórico do Q de Tobin por meio da estimação dos parâmetros presentes na fórmula original.

Chung e Pruitt (1994) reconhecem que a técnica de cálculo do Q utilizada por Lindenberg e Ross (1981) é mais correta do ponto de vista teórico. Todavia, a correlação entre os resultados obtidos por meio de sua aproximação com os obtidos por Lindenberg e Ross (1981) é considerada alta do ponto de vista acadêmico: “[...] *at least 96,6% of the variability of the Tobin’s Q is explained by the approximate q*”(CHUNG e PRUITT, 1994, p. 70). Os autores ainda destacam: “*For the many thousands of corporate financial analysts, the approximate q offers a simple, tractable formula to obtain relatively accurate and timely q values with minimal computational effort*”(CHUNG e PRUITT, 1994, p. 74).

Na presente pesquisa, o Q de Tobin é calculado em linha com a fórmula proposta por Chung e Pruitt (1994) e de maneira semelhante aos cálculos desse quociente nos trabalhos realizados por Yermack (1996), Conyon e Peck (1998), Attig, Fischer e Gadhoun (2004), Andres, Azofra e Lopez (2005), Andrade (2005), Barucci e Cecatti (2005), Choi, Park e Yoo (2007), Garg (2007) e Caprio, Laeven e Levine (2007). A única diferença entre essa forma de cálculo e a proposta por Chung e Pruitt (1994) diz respeito à não dedução do ativo circulante da dívida total da empresa para a composição do numerador.

Essa aproximação tem se popularizado nos trabalhos acadêmicos e é conhecida como Q financeiro. “*This version of Tobin’s q [...] is usually called financial q and it is defined as the ratio of book value of debt plus the market value of equity to the book value of debt plus the book value of equity*” (ANDRES, AZOFRA e LOPEZ, 2005, p.200). Choi, Park e Yoo (2007) afirmam que a diferença o Q financeiro e a aproximação proposta por Chung e Pruitt é mínima. A opção de utilização do Q de Tobin financeiro (cujo cálculo não prevê a dedução do ativo circulante da dívida total no numerador) justifica-se em função da intenção de que a presente pesquisa possa dar continuidade e ser comparável ao estudo de Andrade (2005), que utilizou o Q de Tobin assim calculado.

### 3.2.3 Variáveis de controle

A utilização de variáveis de controle se apresenta necessária à pesquisa, na medida em que certos fatores podem de alguma forma apresentar influência sobre as variáveis dependentes e independentes da pesquisa (STOCK e WATSON, 2004). Os mecanismos internos de governança corporativa definidos como variáveis independentes desta pesquisa naturalmente não constituem os únicos fatores que afetam o desempenho financeiro e o valor de mercado dos bancos componentes da amostra, havendo, portanto, que se considerar outras variáveis independentes. Em relação à governança corporativa do setor bancário, Andrade (2005) apontou como relevante controlar os seguintes fatores que, no presente estudo, também são definidos como as variáveis de controle.

- Estrutura de Capital
- Tipo de Controle

### 3.2.3.1 *Estrutura de capital*

Securato e Securato (2003) afirmam que uma das questões que podem trazer problemas de governança corporativa diz respeito à forma de evolução da estrutura de capital da empresa. De acordo com os autores, caso a relação entre endividamento e capital próprio de uma empresa se apresente crescente, tem-se configurado o caso de alavancagem financeira que pode ser utilizada para a transferência de recursos em benefício dos próprios gestores.

Paula e Junior (2001) ponderam que, no setor bancário, a maior alavancagem, muitas vezes temida por aumentar a exposição dos bancos, pode compor sua estratégia face ao imperativo da concorrência. Os autores destacam que,

[...] em particular, os bancos aumentariam sua alavancagem e a participação de empréstimos no seu portfólio não porque estariam se tornando necessariamente mais ousados [...]. Ao contrário, mesmo que os bancos mantivessem suas preferências particulares entre risco e retorno, a redução do risco percebido os levaria à readequação de seu portfólio, no sentido da expansão de seus empréstimos, porque simplesmente esta é a estratégia que lhe parece mais adequada num contexto em que seus clientes estão auferindo lucros e pagando devidamente seus empréstimos e seus concorrentes estão expandindo sua carteira de empréstimos (PAULA e JUNIOR, 2001, p. 139).

A estrutura do capital dos bancos, conforme também sinaliza Andrade (2005), está, portanto, relacionada ao direcionamento estratégico dessas empresas, definida pelos seus Conselhos de Administração. O grau de alavancagem financeira pode ser medido por vários indicadores os quais fornecem uma noção acerca da probabilidade do não pagamento das dívidas contraídas. A política de estrutura de capital envolve um *trade-off* entre risco e retorno, que afeta o desempenho e o valor da empresa (BRIGHAM e EHRHARDT, 2006). No presente estudo, o grau de alavancagem dos bancos é medido pelo Índice de Endividamento Geral (IEG), definido conforme se segue.

$$IEG = \frac{PC + ELP}{AT}$$

Em que:

**PC** é o passivo circulante;

**ELP** é o exigível a longo prazo;

**AT** é o ativo total.

### 3.2.3.2 *Tipo de controle*

O tipo de controle dos bancos componentes da amostra também é incluído como variável de controle na presente pesquisa, assim como na de Andrade (2005, p. 44). De acordo com a autora, essa inclusão se faz necessária não somente a fim de captar a diferença entre os bancos, mas também “[...] as possíveis reestruturações que possam ter ocorrido durante o período de análise”.

Corroborando a afirmação de Andrade (2005), Berger *et al.* (2005) verificaram que a natureza do controle de bancos argentinos na década de noventa e no início dos anos 2000 estava relacionada ao desempenho dos mesmos. De acordo com os autores, os bancos estatais argentinos apresentavam um pobre desempenho em relação àqueles caracterizados pelo controle privado. Além disso, os bancos que haviam passado pelo processo de privatização, característico da década de noventa, apresentaram importantes melhorias em seus desempenhos.

A inclusão dessa variável explicativa permite realizar uma análise única para uma amostra heterogênea e importa em reconhecer que o tipo de controle dos bancos (estatal ou privado) pode influenciar os resultados da análise, embora não seja escopo da presente pesquisa compreender esse tipo influência.

De acordo com a classificação adotada pela CVM em seus formulários de informações anuais (IAN), um banco pode ter controle estrangeiro, nacional privado e nacional estatal. Trata-se

da mesma classificação utilizada por Berger *et al.* (2005) em sua pesquisa. Contudo, na amostra selecionada no presente estudo, apenas as últimas modalidades de controle (nacional privado e nacional estatal) foram observadas, o que levou à definição da variável de controle conforme se segue.

- **Tipo de controle (CONTEST)**

Variável binária, representada pela natureza do controle do banco, em que:

$CONTEST = 1$ , caso a natureza do controle do banco seja estatal;

$CONTEST = 0$ , caso a natureza do controle do banco não seja estatal.

O quadro 13 traz todas as variáveis utilizadas na pesquisa, apresentando o código utilizado para sua denominação e o resumo de sua descrição.

Variável	Descrição
ROE	Rentabilidade sobre o patrimônio líquido
QTOBIN	Valor de mercado
PC	Ocupação dos cargos de Presidente do Conselho e Diretor Presidente pela mesma pessoa ( <i>dummy</i> )
TC	Representada pelo número de membros efetivos do Conselho de Administração
ATC	Número membros efetivos do Conselho de Administração não está entre cinco e nove membros ( <i>dummy</i> )
PCE	Percentual de conselheiros externos inferior a 80% ( <i>dummy</i> )
IC	Independência do Conselho (proporção de membros externos – proporção de internos)
PN	Banco possui ações preferenciais ( <i>dummy</i> )
AA	Banco possui acordo de acionistas ( <i>dummy</i> )
PONA(AA=1)	Percentual das ações ordinárias detido pelos signatários do acordo de acionistas
PONC	Percentual das ações ordinárias detido pelos controladores
ONCSET	Acionista controlador detém menos de 70% do capital votante do banco ( <i>dummy</i> )
IEG	Índice de endividamento geral
CONTEST	Controle do banco é estatal ( <i>dummy</i> )

Quadro 13 - Resumo das variáveis da pesquisa

Fonte - Elaborado pela autora da dissertação.

### 3.3 Origem dos dados

Na operacionalização da pesquisa, foram utilizados dados secundários referentes às características do Conselho de Administração e à estrutura de propriedade dos bancos componentes da amostra, as quais foram obtidas por meio da análise dos formulários IAN

(Informações Anuais) disponibilizados pela CVM em seu Sistema de Divulgação Externa (DIVEXT). Foram analisados 130 formulários IAN correspondentes aos exercícios referentes ao período entre 1998 e 2007 dos 13 bancos componentes da amostra. Os dados necessários para o cálculo das variáveis relacionadas ao desempenho financeiro e ao valor de mercado dos bancos foram obtidos por meio do sistema de informações Econômica. Os dados relacionados aos mecanismos internos de governança corporativa dos bancos componentes da amostra foram obtidos por meio do sistema DIVEXT da CVM e estruturados em planilhas eletrônicas com a indicação de cada ano analisado. Como exemplo, tem-se a tabela 1, referente aos anos de 1998 e 1999:

Tabela 1  
Variáveis independentes

BANCO	ANO	PC	TC	ATC	PCE	IC	PN	AA	PONA	PONC	ONCSET
1	1998	1	6	0	0	0,67	0	0	0	92,14	0
2	1998	0	3	1	0	1,00	1	0	0	59,84	1
3	1998	0	6	0	0	0,67	0	0	0	51	1
4	1998	0	8	0	0	1	1	0	0	64	1
5	1998	0	8	0	0	0,75	1	0	0	73,23	0
6	1998	0	5	0	0	0,60	1	0	0	87,31	0
7	1998	0	7	0	1	0,43	0	0	0	100	0
8	1998	1	7	0	1	0,43	1	0	0	99,43	0
9	1998	0	16	1	1	0,50	1	0	0	0	1
10	1998	1	11	1	1	0,09	1	1	23,72	40,25	1
11	1998	0	6	0	1	0,33	1	0	0	51,78	1
12	1998	0	3	1	1	0,33	1	0	0	55,98	1
13	1998	0	4	1	0	1,00	1	0	0	96	0
1	1999	1	6	0	0	0,67	0	0	0	92,14	0
2	1999	0	3	1	0	1,00	1	0	0	59,84	1
3	1999	0	6	0	0	0,67	0	0	0	50	1
4	1999	0	8	0	0	1,00	1	0	0	67,9	1
5	1999	0	6	0	1	0,00	1	0	0	93,63	0
6	1999	0	6	0	0	0,67	1	0	0	73,23	0
7	1999	1	8	0	1	0,50	1	0	0	99,43	0
8	1999	0	5	0	0	0,60	1	0	0	87,31	0
9	1999	0	15	1	0	0,60	1	0	0	55,49	1
10	1999	1	11	1	1	0,09	1	1	21,92	51,47	1
11	1999	0	7	0	1	0,43	1	0	0	51,68	1
12	1999	0	3	0	1	0,33	1	0	0	55,98	1
13	1999	0	4	0	0	1,00	1	0	0	96,88	0

Fonte – Elaborada pela autora da dissertação.



O mesmo procedimento foi realizado para as variáveis de controle da pesquisa, cujos dados para o cálculo foram obtidos por meio do sistema de informações Economática e do sistema DIVEXT da CVM.

Tabela 2  
Variáveis de controle

<b>BANCO</b>	<b>ANO</b>	<b>IEG</b>	<b>CONTEST</b>
1	1998	0,94	1
2	1998	0,80	0
3	1998	0,90	1
4	1998	0,87	0
5	1998	0,94	1
6	1998	0,95	1
7	1998	1,07	1
8	1998	0,97	1
9	1998	0,87	0
10	1998	0,83	0
11	1998	0,87	1
12	1998	0,03	0
13	1998	0,89	0
1	1999	0,95	1
2	1999	0,83	0
3	1999	0,89	1
4	1999	0,88	0
5	1999	0,93	1
6	1999	1,00	1
7	1999	0,86	1
8	1999	0,92	1
9	1999	0,86	0
10	1999	0,83	0
11	1999	0,88	1
12	1999	0,07	0
13	1999	0,87	0

Fonte – Elaborada pela autora da dissertação.

Por fim, a tabela 3 traz as variáveis relacionadas ao valor de mercado e desempenho financeiro, cujos dados para cálculo foram obtidos exclusivamente por meio do sistema de informações Economática.

Tabela 3  
Variáveis dependentes

BANCO	ANO	ROE	Q DE TOBIN
1	1998	-0,35	1,18
2	1998	0,18	0,91
3	1998	0,15	0,91
4	1998	0,16	1,00
5	1998	0,13	0,99
6	1998	-1,48	1,00
7	1998	0,00*	1,11
8	1998	-1,60	0,98
9	1998	0,26	1,04
10	1998	0,08	0,83
11	1998	0,08	0,91
12	1998	0,08	0,17
13	1998	0,16	0,97
1	1999	0,13	1,25
2	1999	0,14	0,92
3	1999	0,33	0,93
4	1999	0,16	1,11
5	1999	0,12	1,00
6	1999	-55,36	1,06
7	1999	0,15	0,96
8	1999	0,12	0,98
9	1999	0,30	1,25
10	1999	0,05	0,84
11	1999	0,08	0,91
12	1999	0,26	0,58
13	1999	0,15	1,11

\* Corresponde ao ano de 1998, em que o banco apresentou PL negativo.

Fonte – Elaborada pela autora da dissertação.

### 3.4 Método, tratamento estatístico e análise dos dados

Na presente pesquisa, a relação entre as variáveis relacionadas aos mecanismos internos de governança corporativa e o desempenho financeiro e o valor de mercado dos bancos foi estudada por meio de modelos de regressão com efeitos fixos (variando entre bancos) para dados em painel, ajustados para autocorrelação residual (BALTAGI e WU, 1999) por meio do método dos Mínimos Quadrados Generalizados (MQG). Todas as análises foram realizadas via utilização da planilha eletrônica Excel (vs. 2007) e do *software* Stata (vs. 9.0). Como padrão foi adotado o nível de significância de 5% em todos os testes. Nesta seção inicialmente são apresentadas considerações sobre dados em painel, bem como os principais modelos a eles aplicados. Em seguida, são exibidos os testes que embasaram a opção pelo modelo de efeitos fixos, bem como os testes de robustez aplicados ao modelo.

#### 3.4.1 Dados em painel

Muitos conjuntos de dados de interesse prático consistem de um grande número de variáveis que são observadas em uma sequência de sucessivos momentos ao longo do tempo. Por exemplo, séries de observações anuais sobre a produção de companhias, séries trimestrais do PIB de diversos países para citar alguns. Nesses casos, os dados formam uma seção cruzada (*cross section*) de unidades (empresas, países etc.), para cada qual uma série de observações é possível. Caso a informação que se procura consista de uma combinação de *cross section* e dados em séries temporais, diz-se que os dados se encontram em formato de painel (HEIJ *et al.*, 2004).

Gujaratti (2006) explica que, enquanto séries temporais correspondem a valores de uma ou mais variáveis ao longo do tempo, as seções cruzadas (*cross sections*) compreendem dados de uma ou mais variáveis para várias unidades amostrais no mesmo período. Em formato de painel, as mesmas unidades podem ser acompanhadas ao longo do tempo. Uma das vantagens de trabalhar com os dados em painel é justamente a possibilidade do estudo da dinâmica das mudanças. Um conjunto de dados em painel é, portanto, aquele que inclui uma amostra de

entidades individuais, tais como famílias, empresas etc., ao longo de um período de tempo, podendo, assim, conter várias e numerosas observações para cada entidade da amostra.

As vantagens do uso de dados em painel não se limitam a essa. Por geralmente fornecerem maior número de pontos de amostragem, esses conjuntos geram graus de liberdade adicionais. Além disso, a incorporação de informações tanto em corte transversal quanto de séries temporais pode diminuir dificuldades relacionadas à omissão de variáveis (PINDYCK e RUBINFELD, 2004).

Tome-se como exemplo disso o escopo da presente pesquisa que consiste em identificar a relação da configuração dos mecanismos internos de governança corporativa com o desempenho financeiro e o valor de mercado dos bancos brasileiros. Uma análise dos dados que não levasse em conta mudanças relacionadas a uma possível evolução das práticas de governança poderia estimar erroneamente o efeito desses mecanismos internos sobre o desempenho financeiro e o valor de mercado dos bancos. Com os dados em formato de painel, torna-se possível explorar de forma simultânea as alterações nas variáveis ao longo do tempo e entre diferentes bancos.

A despeito disso, a metodologia de dados em painel tem sido considerada como pouco utilizada nas pesquisas nacionais envolvendo contabilidade e finanças (DUARTE, LAMOUNIER E TAKAMATSU, 2007). Uma exceção a essa realidade é dada pelo trabalho de Andrade (2005) que, em estudo semelhante à presente pesquisa, utilizou-se de dados em formato de painel para realizar estimações com o uso do método dos Mínimos Quadrados Generalizados.

Conforme Baltagi e Wu (1999), um painel é considerado completo ou balanceado nos casos em que há informações completas sobre todas as variáveis e indivíduos ao longo do período analisado. Na presente pesquisa, tem-se o mesmo número de observações para cada unidade de análise. Já que o período de análise foi fixado em 10 anos e 13 são os bancos componentes da amostra, o conjunto de dados obtidos caracteriza-se como um painel balanceado, com o mesmo número de observações para cada banco, as quais totalizaram 130.

### 3.4.2 Modelos para dados em painel

A estimação de modelos com dados em painel deve levar em consideração a natureza do conjunto de dados, isto é, se completo (balanceado) ou não balanceado. No caso dos painéis balanceados, faz-se necessário reconhecer que variáveis omitidas podem conduzir a mudanças nos interceptos para os dados em corte transversal e séries temporais, havendo dois modelos principais sugeridos pela literatura: modelos de efeitos fixos e modelos de efeitos aleatórios.

O modelo de efeitos aleatórios permite que a falta de conhecimento a respeito do modelo seja descrita por meio do termo de perturbação. Nesse tipo de modelo, a constante não é considerada um parâmetro fixo, mas um parâmetro aleatório não observável. A estimação, portanto, é feita por meio da introdução da heterogeneidade dos indivíduos no termo de erro.

Por outro lado, o modelo de efeitos fixos considera que as diferenças entre os indivíduos (países, regiões, empresas) captam-se na parte constante, que é diferente de indivíduo para indivíduo, lidando, portanto, com os pressupostos de que os interceptos variam entre os indivíduos e apresentam-se constantes ao longo do tempo.

Os modelos de efeitos aleatórios ou fixos podem ser escritos da seguinte forma:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{it1} + \beta_2 x_{it2} \dots + \beta_k x_{itk} + u_i + e_{it}$$

Em que

$y_{it}$  representa a observação da variável dependente do banco “ $i$ ” no ano “ $t$ ”;

$x_{it1}$  representa a observação da primeira variável independente do banco “ $i$ ” no ano “ $t$ ”;

$x_{itk}$  representa a observação da  $k$ -ésima variável independente do banco “ $i$ ” no ano “ $t$ ”;

$u_i$  representa o efeito aleatório, ou, o efeito fixo relacionado ao banco “ $i$ ”, de acordo com a opção pelos modelos correspondentes;

$e_{it}$  representa o erro do associado ao banco “ $i$ ” no ano “ $t$ ”, e é igualmente e independentemente distribuído.

A adoção do modelo de efeitos fixos ou do modelo de efeitos aleatórios deve ser guiada por algumas considerações, conforme ensinam Pindyck e Rubinfeld (2004), que afirmam que a utilização do modelo de efeitos fixos justifica-se quando as diferenças entre as unidades de análise sejam relevantes a ponto de que possam ser vistas como um termo específico na função de regressão. A fim de optar pelo melhor modelo de estimação a ser empregado, dois testes são indicados pela literatura (WOOLDRIDGE, 2002; RABE-HESKETH e SKRONDAL, 2008): teste de Breusch-Pagan e teste de Hausman.

No presente estudo, o resultado obtido por meio do Teste de Breusch and Pagan, obtido após o ajuste do modelo de efeitos aleatórios para as variáveis dependentes ROE e Q de Tobin, levou à rejeição da hipótese nula de que a variância no termo de erro devida a efeitos específicos seja igual a zero para ambos os modelos. Resultados similares foram observados por meio do teste F nos modelos de efeitos fixos ajustados posteriormente, no qual testa-se a hipótese de que todos efeitos fixos são iguais a zero.

O teste de Hausman, por sua vez, é destinado a verificar se os efeitos específicos são aleatórios e não correlacionados. Todavia, o teste de Hausman propriamente dito apresenta limitações para amostras pequenas. Diante disso, Rabe-Hesketh e Skrondal (2005) sugerem, nesses casos, sua substituição por um teste de endogeneidade, compatível com o de Hausman.

O teste de endogeneidade tem como objetivo verificar a existência de diferenças nos efeitos estimados das covariáveis dentro (*within*) e entre (*between*) as unidades de análise, fato indicativo de correlação entre efeitos aleatórios e variáveis não constantes no tempo.

O teste de endogeneidade foi realizado após o ajuste dos modelos de efeitos aleatórios para as variáveis dependentes ROE e Q de Tobin, com algumas covariáveis selecionadas. Em ambos os testes, rejeitou-se a hipótese nula ( $p$ -valor $<0,05$ ) de que os efeitos estimados das covariáveis dentro (*within*) e entre (*between*) bancos são iguais (figuras 3 e 4).

```

( 1)  [qtobin]mm_ano = 0
( 2)  [qtobin]mm_pc = 0
( 3)  [qtobin]mm_tc = 0
( 4)  [qtobin]mm_ic = 0
( 5)  [qtobin]mm_pn = 0
( 6)  [qtobin]mm_aa = 0
( 7)  [qtobin]mm_ponc = 0
( 8)  [qtobin]mm_contest = 0

      chi2( 8) = 195.99
      Prob > chi2 = 0.0000

```

Figura 3 – Teste de endogeneidade para o Q de Tobin  
Fonte – Stata, versão 9.0.

```

( 1)  [ROE]mm2_ano = 0
( 2)  [ROE]mm2_pc = 0
( 3)  [ROE]mm2_tc = 0
( 4)  [ROE]mm2_ic = 0
( 5)  [ROE]mm2_pn = 0
( 6)  [ROE]mm2_aa = 0
( 7)  [ROE]mm2_ponc = 0
( 8)  [ROE]mm2_contest = 0

      chi2( 8) = 16.32
      Prob > chi2 = 0.0380

```

Figura 4 – Teste de endogeneidade para o ROE  
Fonte – Stata, versão 9.0.

Diante disso, obteve-se a indicação de que a relação entre as variáveis dependentes da pesquisa (Q de Tobin e ROE) e as relacionadas à governança corporativa deveria ser estudada, por meio de um modelo de regressão com efeitos fixos (variando entre bancos), conforme afirma Park (2008) para o caso de rejeição da hipótese nula do teste de Hausman:

*The Hausman specification test compares the fixed versus random effects under the null hypothesis that the individual effects are uncorrelated with the other regressors in the model (Hausman 1978). If correlated (H0 is rejected), a random effect model produces biased estimators, violating one of the Gauss-Markov assumptions; so a fixed effect model is preferred (PARK, 2008, p. 18).*

Utilizando-se o modelo de efeitos fixos, foi ainda necessário realizar um ajuste para autocorrelação residual (BALTAGI e WU, 1999). Esse ajuste, detalhado na apresentação dos resultados, é necessário quando se detectada a presença de resíduos autocorrelacionados – o que é muito comum em dados de painel.

No modelo de efeitos fixos com ajuste para autocorrelação, o resíduo  $e_{it}$  pode ser reescrito como

$$e_{it} = \rho e_{i(t-1)} + v_{it}$$

Em que  $v_{it}$  é uma variável aleatória igual e independentemente distribuída com média zero e variância igual a  $\sigma_v^2$  - que precisa ser estimada - e  $\rho$  é o parâmetro de correlação residual que determina a correlação entre resíduos de tempos consecutivos e assume valores entre -1 e 1. Dessa forma, o erro do ano atual de um determinado banco é uma função do erro do ano anterior mais uma variável aleatória, comportando-se como um modelo autorregressivo de ordem 1 (AR1).

### 3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Algumas das limitações relacionadas à presente pesquisa dizem respeito à ausência de uma literatura nacional robusta sobre a governança dos bancos, sobretudo de feição empírica. O fato de apenas 32 dos 160 bancos em operação no Brasil encontrarem-se listados na BOVESPA e desses 32, apenas 13 não constituírem meras *holdings* e apresentarem-se listados



entre 1998 e 2007 proporcionou uma amostra reduzida para análise. Essa limitação em relação à pesquisa sobre o setor bancário também foi relatada por Andrade (2005).

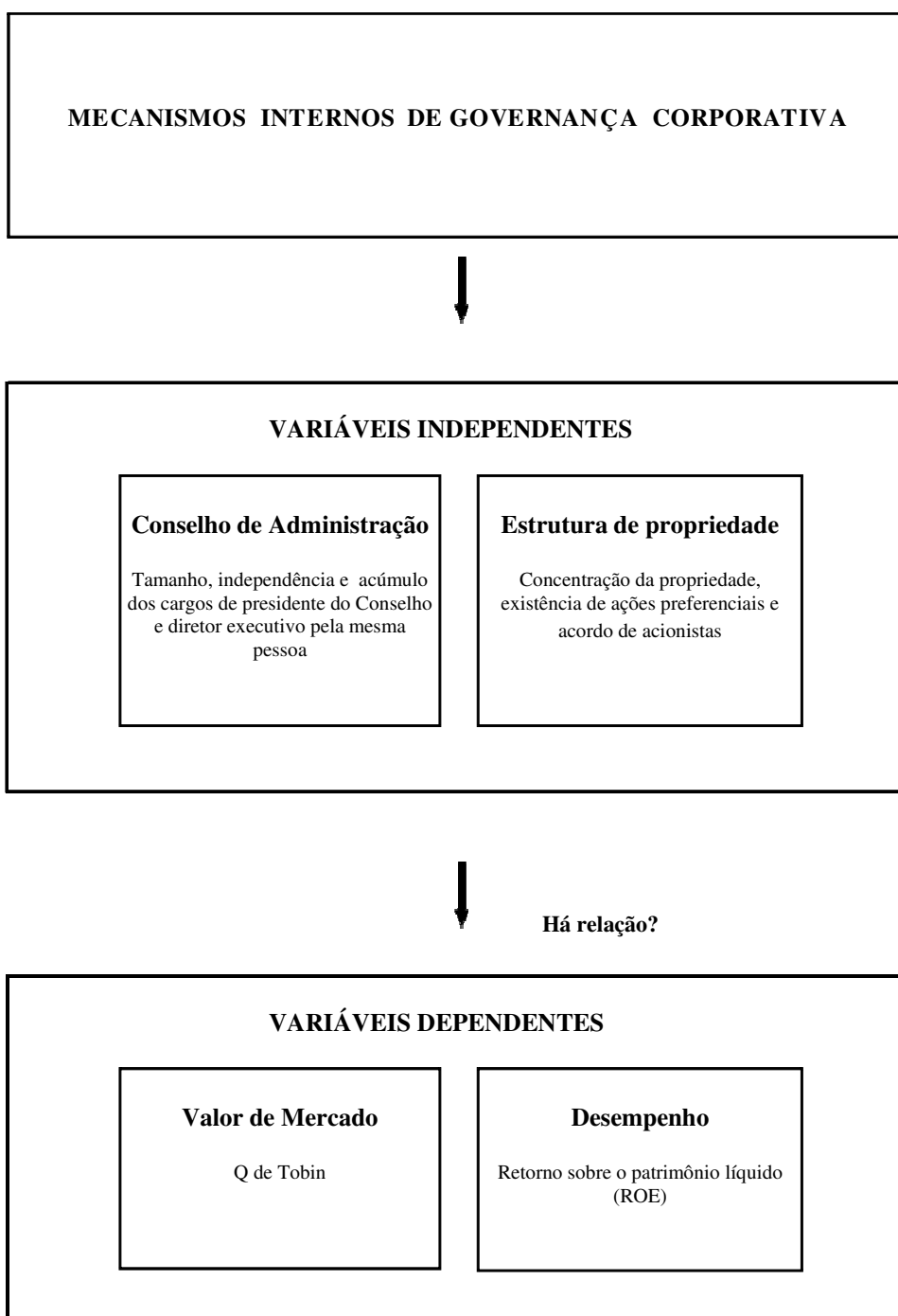
A análise dos mecanismos internos como delimitação pode, por sua vez, ter implicado a omissão de variáveis importantes sobre a governança corporativa dos bancos, na medida em que mecanismos externos de governança também podem afetar as variáveis de valor de mercado e desempenho financeiro dos bancos. Contudo, a análise de mecanismos externos não constituiu o escopo da pesquisa.

Outra limitação deste estudo refere-se às implicações do uso do modelo de efeitos fixos. Embora robusto, já que não tem suposição com relação à distribuição dos efeitos de grupo nem de independência entre efeito de grupo e covariáveis, como o modelo de efeitos aleatórios, o modelo de efeitos fixos tem a limitação de avaliar apenas efeitos dentro dos grupos. Toda a variação entre bancos da variável resposta é captada pelos efeitos fixos, restando como variação não explicada apenas a variação dentro dos bancos. Portanto, o que se pode avaliar é a forma, em média, que mudanças nas variáveis independentes ocorridas ao longo do período em cada banco afetam as variáveis dependentes.

A questão da endogeneidade também se afigura como uma limitação do presente estudo. Assim como a configuração dos mecanismos internos de governança corporativa pode afetar o valor de mercado e o desempenho dos bancos, também pode afigurar como consequência. Também no que diz respeito às relações de causalidade entre as variáveis selecionadas tem-se uma limitação, uma vez que, embora respaldadas pela teoria, pode não ser correta. Por fim, problemas relacionados a erros nos dados, má especificação das variáveis e do modelo também podem ser listados como possíveis fragilidades do estudo.

### 3.6 Modelo geral da pesquisa

#### GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO DO IMPACTO DE SEUS MECANISMOS INTERNOS SOBRE O DESEMPENHO FINANCEIRO DOS BANCOS BRASILEIROS



#### 4 O SETOR BANCÁRIO NO BRASIL

O setor bancário nacional tem experimentado intensas transformações nos últimos anos, decorrentes tanto de fatores externos, como a expansão dos conglomerados financeiros em escala global, quanto de fatores internos, tais como a estabilidade econômica pós-1994, privatizações, fusões e incorporações. Oliveira (2008) ressalta que a transição de um contexto de alta para baixa inflação no Brasil implicou importantes transformações no setor bancário.

De acordo com o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA, 2009), concomitantemente ao procedimento de modernização das atividades bancárias que apresentou importantes avanços tecnológicos e sofisticação de serviços, houve também maior concentração bancária e o crescimento da presença do capital estrangeiro. Entre os anos de 1996 a 2006, a participação dos 20 maiores bancos em operação no Brasil saltou de 72% para cerca de 86%, conforme ilustra o gráfico 6:

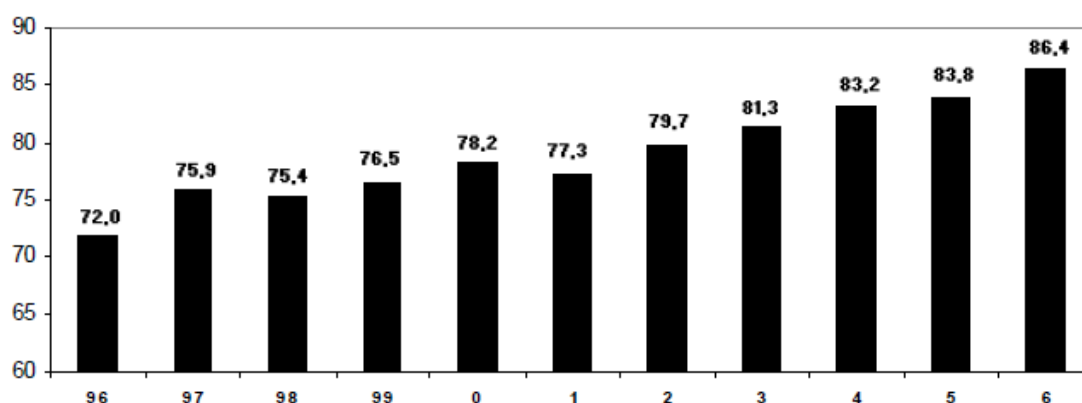


Gráfico 6 – Brasil: evolução da participação dos 20 maiores bancos no total dos ativos bancários  
Fonte – IPEA, 2009, p. 6.

Essa tendência é confirmada pela Federação Brasileira de Bancos (Febraban, 2008), que afirma que o processo de concentração bancária no Brasil tem se verificado de forma constante, confirmando uma tendência mundial de concentração nesse setor. O cenário de 2007 evidenciou uma queda de 20% no número de bancos atuantes no Brasil desde o ano 2000, como se vê no gráfico 7.

Período	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Varição 2007 / 2006
Número de bancos	192	182	167	165	164	161	159	156	-1,9%
Privados nacionais com e sem participação estrangeira	105	95	87	88	88	84	85	87	2,4%
Privados estrangeiros e com controle estrangeiro	70	72	65	62	62	63	61	56	-8,2%
Públicos federais e estaduais	17	15	15	15	14	14	13	13	0,0%

Gráfico 7 – O processo de concentração bancária no Brasil

Fonte – FEBRABAN, 2008, p. 2.

A esse aumento da concentração bancária correspondeu, portanto, uma diminuição no número de bancos atuantes no País. Todavia, mesmo com a diminuição de bancos públicos em operação no Brasil, essas instituições ainda respondiam por cerca de 30% das operações realizadas até o final de 2007<sup>18</sup>. Em contrapartida à diminuição da presença do setor público na atividade bancária, pôde-se observar um aumento da presença de instituições estrangeiras e privadas nacionais, sobretudo no que diz respeito às operações de crédito. Em relação à posse de ativos, esse movimento também pôde ser observado, uma vez que, ao final de 2006, os bancos privados detinham 70% do total de ativos bancários, dos quais 22% correspondiam a bancos estrangeiros (IPEA, 2009).

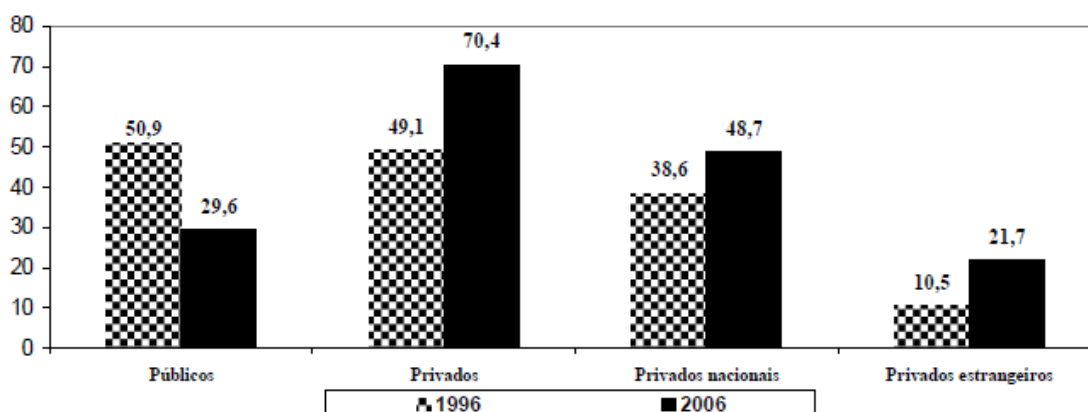


Gráfico 8 – Brasil: evolução do número de bancos segundo origem do capital

Fonte – IPEA, 2009, p. 6.

<sup>18</sup> Em abril de 2009, 160 bancos múltiplos, comerciais e de investimento operavam no Brasil de acordo com o Banco Central (BC, 2009). Desses, apenas 32 tinham suas ações comercializadas na BOVESPA.

Em abril de 2009, 160 bancos múltiplos, comerciais e de investimento operavam no Brasil de acordo com o Banco Central (BC, 2009). Desses, apenas 29 tinham suas ações comercializadas na BOVESPA.

Desde 1994, a estabilidade monetária tem sido responsável pela ampliação da demanda pelo crédito que, por conseguinte, levou à melhoria da eficiência operacional do setor bancário. Os bancos teriam, assim, se tornado mais eficientes na intermediação financeira e na geração de resultados, preservando seus elevados níveis de rentabilidade. De acordo com a Febraban (2009), em abril de 2009 o saldo das operações de crédito no Brasil atingiu R\$1,248 tri em abril, o equivalente a 42,6% do PIB. O lucro líquido do setor bancário, segundo a consultoria Economática (ABRIL, 2009), totalizou R\$ 29,250 bilhões em 2008. Embora tenha se observado uma retração de 2,8% sobre o resultado de 2007, a atividade bancária se manteve à frente de todos os setores como a atividade mais lucrativa do Brasil.

Ainda de acordo com a Economática (ABRIL, 2009), os grandes bancos brasileiros estão entre as instituições financeiras mais lucrativas de capital aberto da América Latina e dos Estados Unidos. O Banco do Brasil apareceu na terceira posição da lista que inclui ao todo 20 instituições, com lucro de US\$ 3,767 bilhões em 2008, seguido por Itaú Unibanco (US\$ 3,339 bilhões) e Bradesco (US\$ 3,261 bilhões). Em relação ao retorno sobre o patrimônio, indicador importante da rentabilidade de uma instituição financeira, o Banco do Brasil ocupou na primeira posição entre os 20 bancos analisados, com 32,5%, seguido pelo Bradesco, com 23,6%,

A concentração bancária no Brasil, a alta taxa de juros e o spread cobrado pelos bancos, são alguns dos fatores que têm sido utilizados para explicar a pujança do setor bancário brasileiro em termos de desempenho. Entretanto, a segurança dos bancos brasileiros também tem sido objeto de reconhecimento internacional. De acordo com a revista britânica *The Economist*, “[...] *Brazil's banks may be expensive, but at least they are safe*”. De acordo com a publicação, o alto lucro gerado por suas atividades diárias exime os bancos da necessidade de uma incursão excessiva em riscos como forma de garantia de seus resultados. Outro fator apontado para o nível de solidez dos bancos brasileiros é a rigidez da regulação bancária brasileira.

No Brasil, o Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão responsável por expedir diretrizes gerais para o bom funcionamento do sistema financeiro nacional. Dentre suas funções estão: adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia; regular os valores interno e externo da moeda e o equilíbrio do balanço de pagamentos; orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras; propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros; zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária e da dívida pública interna e externa (BC, 2009). Já o Banco Central (BC) figura como executor das orientações do Conselho Monetário Nacional e tem, entre as várias de suas atribuições, o papel de exercer a fiscalização das instituições financeiras; autorizar seu funcionamento e estabelecer as condições para o exercício de quaisquer cargos de direção nas instituições financeiras dentre outras.

Corazza (2000) afirma que, a despeito de no Brasil a supervisão bancária sempre ter sido uma atribuição formal do BC, a legislação que instituiu a instituição, em 1964, acabou tornando-se defasada. Nesse sentido, surgiram várias medidas para seu aperfeiçoamento, dentre as quais se destacam a resolução 2.099 do CMN, de 1994, que procurou adaptar o sistema financeiro nacional aos ditames do Comitê de Basiléia, a resolução 2.208, de 1995, que criou o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) e conferiu ao Banco Central autonomia para a atuação preventiva e de liquidação de instituições financeiras insolventes. O PROER, segundo Corazza (2000, p. 95), “[...] representou um mecanismo de estímulo à reorganização das instituições financeiras mediante fusões, incorporações, cisões, desmobilizações ou qualquer outra forma de reestruturação que possibilite alcançar padrões de eficiência e competitividade”.

A despeito da aludida solidez do sistema bancário nacional, recrudescida a partir dos anos noventa, a presença física dos bancos em relação à população e no território nacional tem apresentado importante diminuição. Até a década de 1980, contava-se com uma agência, em média, para cada oito mil brasileiros. A partir de 1990, a relação de agência por brasileiro subiu para mais de dez mil pessoas, segundo o IPEA.

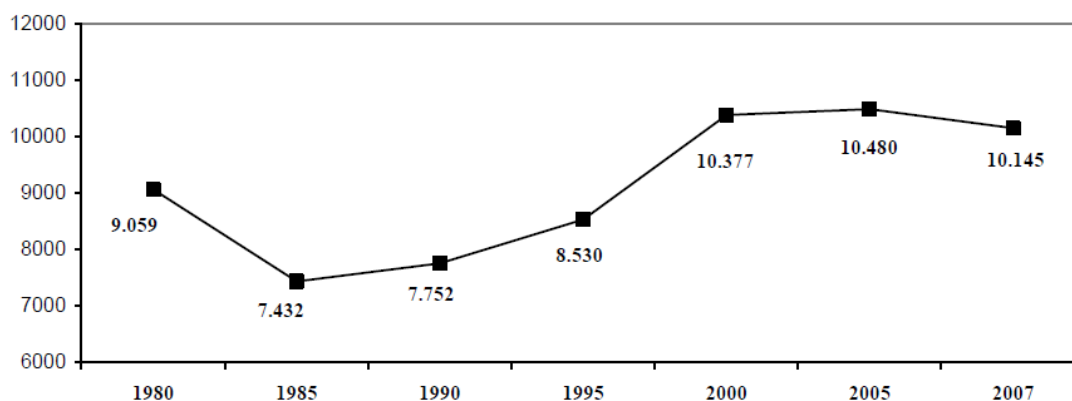


Gráfico 9 – Brasil: evolução da relação média entre população e agência bancária

Fonte – IPEA , 2009, p. 9.

A distribuição de agências bancárias também difere muito em função das regiões do País. No norte e nordeste do Brasil, a relação população por agência apresenta-se mais baixa do que em regiões como sul e sudeste (IPEA, 2009).

Ainda de acordo com o IPEA (2009), as modificações e a modernização do setor bancário brasileiro nas últimas décadas não se traduziu em maior inclusão social, tanto em função da redução dos bancos em operação, quanto pela queda no número de agências. De acordo com o instituto,

“[...] um argumento muito em voga no debate sugere que a atual resistência à crise financeira internacional é uma prova da qualidade do sistema bancário brasileiro e de seus mecanismos de regulação. No entanto, ao considerar dados sobre a disponibilidade de crédito barato e de atendimento da população, o cenário se torna significativamente diferente” (IPEA, 2009, p.26).

## 5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 5.1 Estatísticas descritivas

Após a coleta e observação dos dados, foram calculadas estatísticas descritivas referentes às variáveis do estudo, as quais se encontram resumidas nas tabelas seguintes. As informações que compõem essas tabelas referem-se às 130 observações que compuseram o painel construído neste estudo, que contemplou 13 bancos em um período de dez anos. A tabela 4 traz as estatísticas das variáveis contínuas, enquanto a 5 apresenta a proporção em que o comportamento dos dados coincidia com a descrição das variáveis binárias (*dummies*).

Tabela 4  
Estatísticas descritivas das variáveis contínuas

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mín.	PERCENTIS					Máx.
				5%	25%	50%	75%	95%	
ROE	-0,38	4,93	-55,35	-0,35	0,08	0,15	0,22	0,36	0,53
QTOBIN	1,08	0,43	0,17	0,59	0,92	1,00	1,12	1,36	3,25
TC	7,21	2,88	3,00	3,00	6,00	7,00	8,00	14,00	17,00
IC	0,61	0,24	-0,56	0,33	0,50	0,67	0,71	1,00	1,00
PONC	79,41	18,71	0,00	50,00	63,60	86,68	95,75	99,43	100,00
IEG	0,79	0,27	0,017	0,043	0,86	0,89	0,93	0,96	1,07
PONA(AA=1)	49,42	18,00	21,92	21,92	33,25	54,88	67,50	69,65	69,65

Fonte – Stata, versão 9.0.

Tabela 5  
Estatísticas descritivas das variáveis binárias

Variáveis	Proporção
PC	14,6%
ATC	24,6%
PCE	39,2%
PN	78,5%
AA	11,5%
ONCSET	32,3%
CONTEST	54,6%

Fonte – Stata, versão 9.0.



É possível verificar que, no período analisado, em apenas 14,6% dos bancos componentes da amostra, os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de Diretor Presidente eram acumulados pela mesma pessoa (PC), resultado que vai ao encontro das recomendações da CVM e do IBGC sobre as melhores práticas de governança. Note-se que apenas um dos bancos componentes da amostra contava, ao final do ano de 1998, com um Presidente do Conselho de Administração que também exercia o cargo de Diretor Presidente (Banco Mercantil do Brasil). No caso dos demais bancos, houve uma tendência no sentido de evitar esse acúmulo, sobretudo a partir do ano de 2003, quando o Banco do Estado do Espírito Santo (Banestes) e o Banco do Estado do Rio Grande do Sul (Banrisul) passaram a ter pessoas distintas ocupando esses cargos.

O tamanho dos conselhos também se apresentou, em média, alinhado com as recomendações desses órgãos que prevêm que os conselhos de administração das empresas devam ter entre cinco e nove membros. Esse resultado é corroborado pela variável ATC, que indica que apenas 24,6% das observações relacionadas à adequação do tamanho do conselho dos bancos contrariou as recomendações da CVM e do IBGC. O desvio-padrão referente a essa variável mostra-se bastante elevado, já que determinados bancos revelaram conselhos mínimos (como os bancos Alfa, entre 1998 e 2003 e Renner, entre 1998 e 2004) e outros conselhos bastante populosos, como no caso do Banco Itaú, cujo conselho contava com 17 membros no ano de 2006.

Para o período de 1998 a 2003, Andrade (2005) obteve média bastante semelhante à do presente estudo: os conselhos dos bancos componentes de sua amostra (construída com base nos mesmos critérios da utilizada pela presente pesquisa) indicavam uma média de 6,8 membros, resultado também alinhado com as recomendações da CVM e do IBGC sobre o tamanho ideal desse órgão.

A independência dos conselhos também apontou resultados alinhados com as recomendações da CVM e do IBGC sobre a governança corporativa, que sinalizam a necessidade de que os conselhos tenham em sua composição membros externos, sob a justificativa de que essa característica garante a equidade das relações entre os acionistas de diferentes portes e imprime maior profissionalismo ao funcionamento desse órgão. A variável IC, definida como

a diferença entre a proporção de membros externos e internos no conselho, apresentou média de 0,61, ao tempo em que se verificou que um percentual de conselheiros externos inferior a 80% (PCE) em apenas 39,2% das observações. Note-se a ocorrência de conselhos com a totalidade de seus membros caracterizada como externa, como no caso do Banco Alfa, no período de 1998 a 2004, do Bradesco, entre 1998 e 2000, do Unibanco, entre 1998 e 2002 e do Banco do Estado de Santa Catarina (Besc), em 2007.

A única observação que aponta para um conselho de administração composto, em sua maioria, por membros executivos refere-se ao Bradesco, no ano de 2005. A essa época, dos nove membros do Conselho de Administração da Instituição, cinco podiam ser considerados internos por pertencerem também à diretoria executiva. Todavia, trata-se de uma observação isolada, uma vez que, no ano seguinte, o banco voltou a apresentar um conselho caracterizado por um alto grau de independência, medida pelo número de membros externos.

Em relação à estrutura de propriedade, verifica-se que 78,5% das observações indicam que os bancos brasileiros ainda detinham ações preferenciais no período analisado (PN). Dentre os bancos componentes da amostra, apenas o Banco da Amazônia contava exclusivamente com ações ordinárias entre os anos de 1998 a 2007.

A partir de 2001, o Banco do Brasil também passou a apresentar estrutura de propriedade caracterizada pela ausência de ações não votantes, atributo que o qualificou como empresa segmentada no Novo Mercado da Bovespa. Em função do compromisso de que as empresas que compõem esse segmento de governança corporativa estejam alinhadas com as melhores práticas de governança corporativa, o regulamento do Novo Mercado exige o cumprimento do preceito *uma ação – um voto*, responsável por eliminar as diferenças entre classes de acionistas.

No que tange à concentração da propriedade das ações ordinárias (PONC), pode-se observar que, em média, 79,41% das ações ordinárias dos bancos analisados encontrava-se em poder dos acionistas controladores, fato que confirma uma característica do cenário corporativo nacional já mencionada no referencial teórico deste trabalho. A variável ONCSET, indicadora da ocorrência de controle exercido por meio da posse de percentual inferior a 70% das ações ordinárias, mostra que apenas 32,3% dos acionistas controladores detinham menos de 70% das ações dos bancos nos quais investiam. Trata-se de um padrão já reportado por Andrade

(2005, p. 47), que afirma que os resultados de sua pesquisa indicaram que “[...] poucos são os bancos que possuem controladores com menos de 70% do total das ações ordinárias”.

A ocorrência de acordos de acionistas (AA) mostrou-se tímida nos bancos estudados, com apenas 11,5% de observações indicadoras de bancos que apresentavam o registro desse instrumento legal no período analisado. Essas observações correspondem ao Bradesco, controlado por meio de acordo de acionistas entre 2003 e 2006, e ao Banco Mercantil do Brasil, Instituição com acordo de acionistas registrado durante todo o período de análise, ou seja, de 1998 a 2007. Uma possível explicação para a pequena utilização de acordos de acionistas para o exercício do controle dos bancos é dada justamente pelo alto nível de concentração dessas empresas, fato que dispensa a celebração de acordos com o objetivo de alinhar objetivos e os votos em assembleias em relação a determinadas questões.

Os signatários desses acordos detinham, em média, 49,4% do capital votante (PONA), resultado que é bastante inferior ao percentual de ações ordinárias detido, em média, pelos controladores dos bancos analisados (PONC), qual seja, 79,41% das ações ordinárias. Esse resultado se explica pelo fato de que, nos anos de 1998 a 2005, o Banco Mercantil do Brasil contava com acordo de acionistas cujos signatários detinham percentual inferior a 50% do capital votante da empresa, realidade que não garantia que o acordo fosse utilizado como um instrumento de controle. Já no Bradesco, esses acordos caracterizaram-se por agrupar acionistas cujos votos, somados, superavam o percentual de 50% necessário para o efetivo exercício do controle do banco.

O Índice de Endividamento Geral dos bancos, variável utilizada apenas para fins de controle no modelo que tem como variável-resposta o ROE, apresentou um valor médio de 0,79 no período de 1998 a 2007, o qual se revela inferior à média obtida por Andrade (2005) para amostra semelhante no período de 1998 a 2003. Em pesquisa elaborada com base nos demonstrativos financeiros de 40 bancos atuantes no mercado brasileiro, a Serasa (2008) pôde verificar que um dos motivos pelos quais a crise financeira experimentada pelo mercado internacional a partir de 2008 não atingiu os bancos brasileiros de forma intensa diz respeito, justamente, ao alto grau de solidez e conservadorismo dessas instituições que operam de forma pouco alavancada se comparadas aos bancos internacionais.

Por fim, note-se que a variável CONTEST indica que, em 54,6% das observações, a

propriedade estatal caracterizava os bancos, sendo os demais de propriedade privada nacional. Na amostra selecionada não estavam presentes bancos estrangeiros.

O valor de mercado dos bancos brasileiros, dado pelo Q de Tobin, apresentou um valor médio de 1,08 no período analisado, resultado que pode ser considerado positivo na medida em que um Q superior a 1 aponta para uma tendência do mercado em considerar o banco capaz de criar, a partir de seus ativos, um valor que supera o de reposição dos mesmos.

O gráfico 10 apresenta a evolução do Q de Tobin para os bancos brasileiros nos dez anos compreendidos entre 1998 e 2007. É possível observar uma tendência geral de crescimento do valor de mercado dos bancos analisados, bem como uma clara mudança de comportamento da série a partir do ano de 2003, sobretudo para o Banco do Estado do Espírito Santo (Banestes, Banco 1), Banco da Amazônia (Banco 3) e Banco do Estado do Sergipe (Banco 7).

Já em relação ao Bradesco, Banco do Brasil, Banco do Estado do Rio Grande do Sul (Banrisul), Banco Itaú e Unibanco (codificados, respectivamente, como Banco 4, Banco 5, Banco 8, Banco 9 e Banco 13), é possível observar um crescimento acentuado do Q de Tobin, também a partir de 2003, ano que coincide com o processo de redução da taxa básica de juros no Brasil, mas que, por outro lado, marca uma trajetória de crescimento da oferta de crédito.

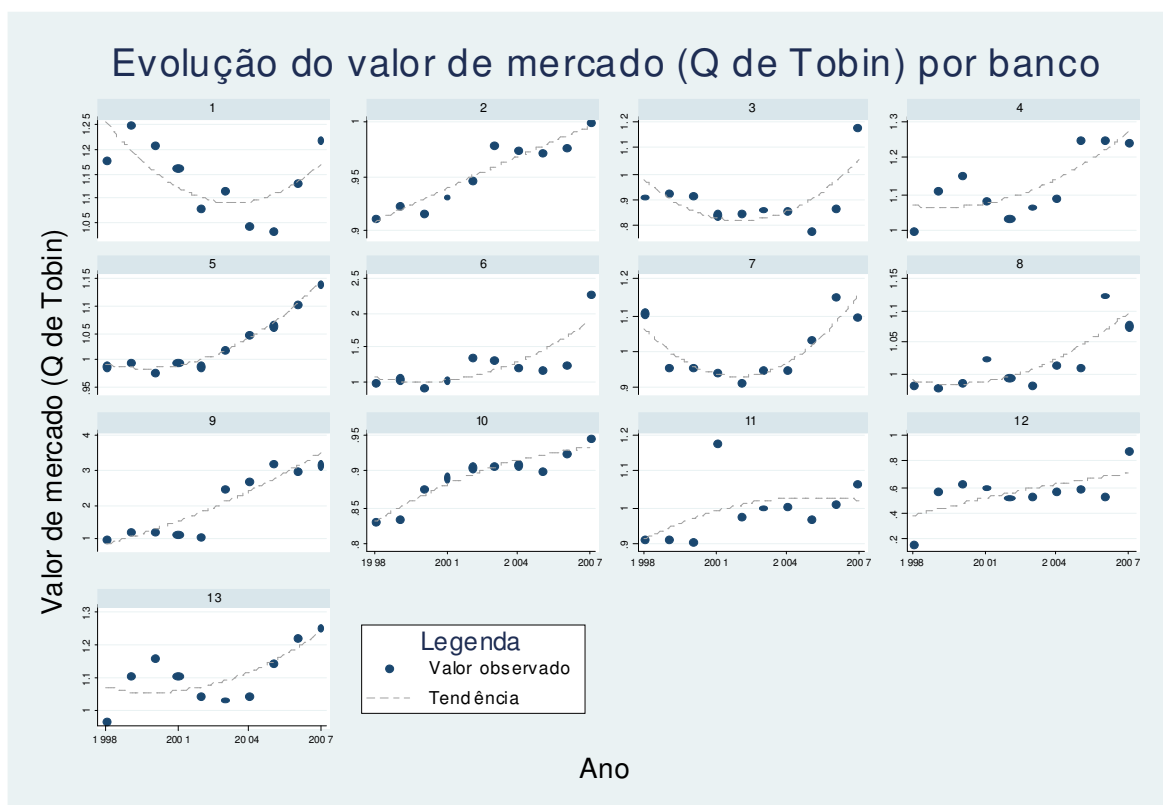


Gráfico 10 – Evolução do Q de Tobin por banco

Fonte – Stata, versão 9.0.

As estimativas dos desvios-padrão dos coeficientes do modelo de regressão são muito sensíveis à presença de *outliers*. Dessa forma, um único valor pode alterar a interpretação e a relevância dos coeficientes, além de violar as suposições do modelo, levando a estimativas viciadas. Após o ajuste dos primeiros modelos de efeitos fixos para a variável Q de Tobin e ROE, foi verificada a presença de *outliers*, com indicação para sua remoção (LANGFORD e LEWIS, 1998). Esse procedimento é detalhado no APÊNDICE A deste trabalho. A tabela 6 traz as estatísticas descritivas do Q de Tobin após a remoção dos *outliers*, enquanto o gráfico 11 apresenta o histograma de frequência dessa variável.

Tabela 6  
Estatísticas descritivas do Q de Tobin após a remoção de *outliers*

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mín.	PERCENTIS					Máx.
				5%	25%	50%	75%	95%	
QTOBIN	1,07	0,42	0,17	0,59	0,92	1,00	1,12	1,34	3,25

Fonte – Stata, versão 9.0.

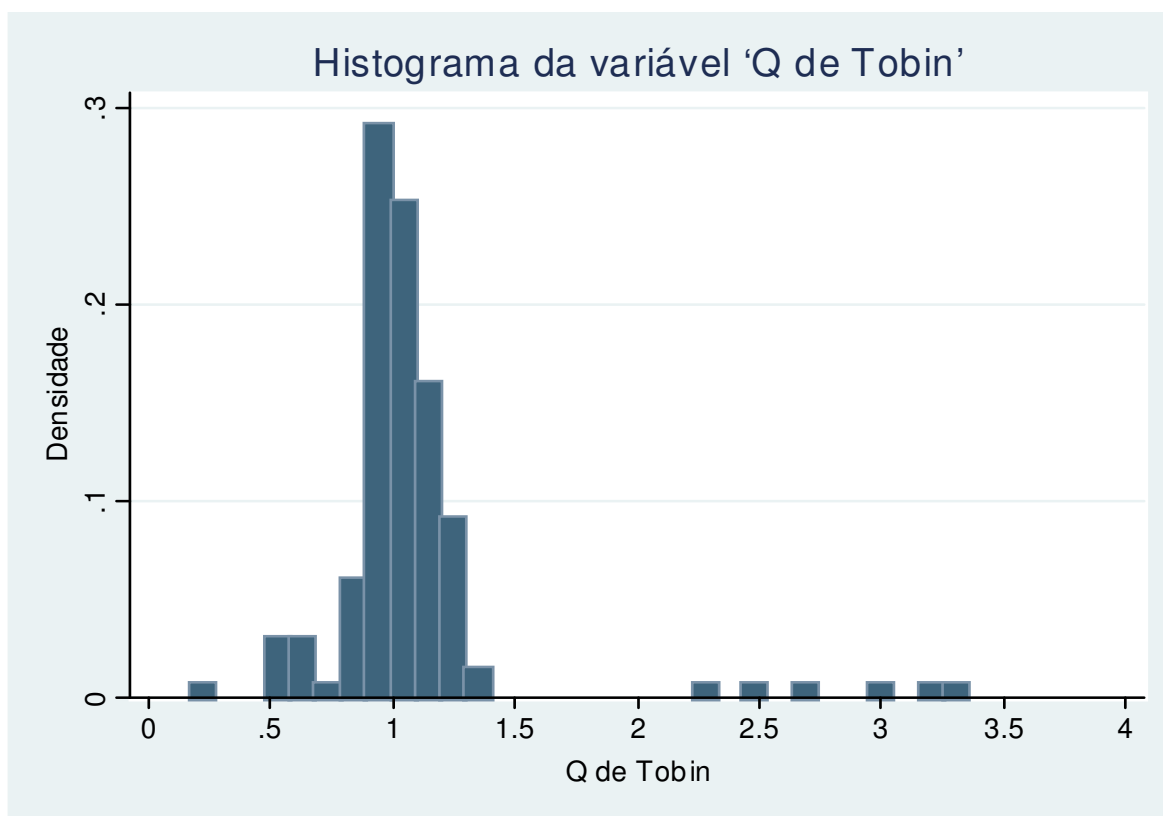


Gráfico 11 – Histograma da variável Q de Tobin

Fonte – Stata, versão 9.0.

Verifica-se que, no período analisado, o ROE médio dos bancos componentes da amostra apresentou-se negativo e com elevado desvio-padrão, fato que se explica pela heterogeneidade das unidades de análise. O valor mínimo observado corresponde ao retorno sobre o patrimônio líquido do Banco do Estado de Santa Catarina (Besc) no ano de 1999, quando a Instituição apresentou um prejuízo superior a 100 milhões de reais e patrimônio líquido reduzido, resultado que, à época, foi justificado em função do excesso de créditos em liquidação, bem como de custos elevados de captação (A ECONOMIA, 2000). Prejuízos já haviam sido reportados pelo mesmo banco em relação ao ano de 1998, fato que voltou a se repetir nos anos de 2000, 2002 e 2005. Note-se que, embora constantes nas estatísticas descritivas, algumas observações com essas características de exceção foram consideradas *outliers* e excluídas das demais análises com o objetivo de não torná-las viesadas.

Outros resultados negativos para o ROE dizem respeito a prejuízos registrados por outros bancos estatais, quais sejam, Banco do Estado Rio Grande do Sul (Banrisul), em 1998, Banco do Estado do Espírito Santo (Banestes), em 1998 e 2002 e Banco do Nordeste, em 2001. Por

outro lado, o valor máximo observado para a variável também se refere a um banco estatal, o Banco do Estado de Sergipe que, em 2006, reportou lucro líquido superior a 50 milhões de reais. O gráfico 12 demonstra a evolução do ROE por banco no período analisado e demonstra que não é possível observar, no período, uma tendência geral (compartilhada por um número significativo de bancos) em relação à evolução desse indicador.

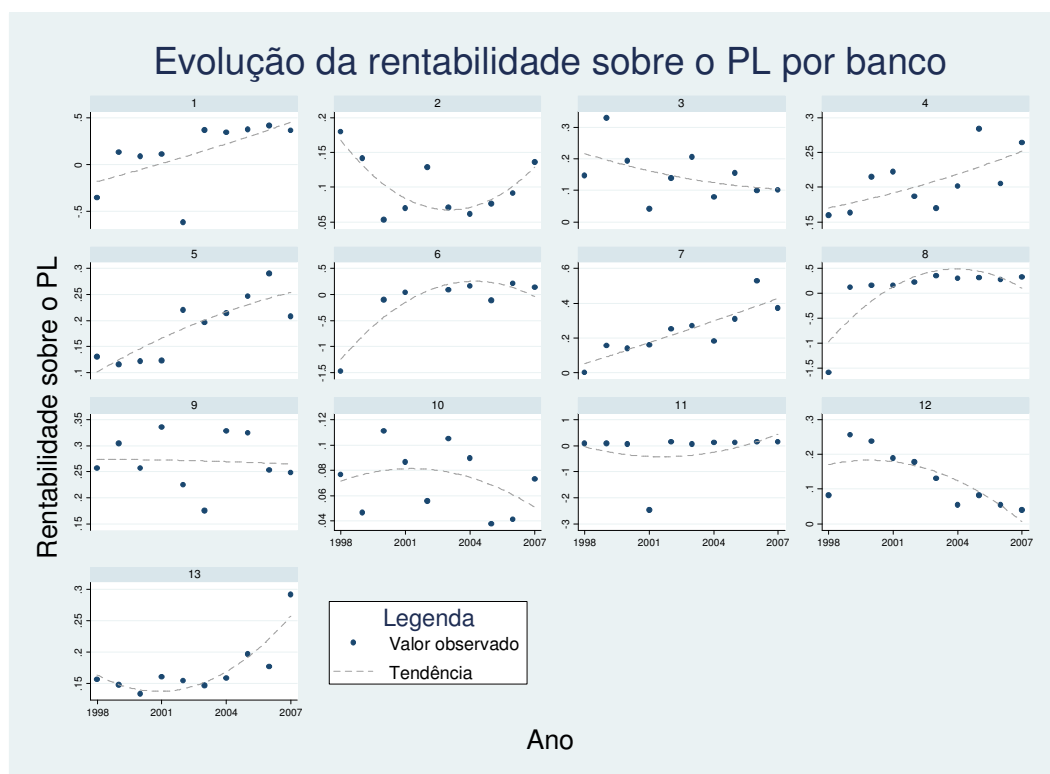


Gráfico 12 – Evolução do ROE, por banco

Fonte – Stata, versão 9.0.

Como forma de evitar que valores discrepantes fossem responsáveis por alterar a interpretação e a relevância dos coeficientes no modelo de regressão, após o ajuste do modelo de efeitos fixos para o ROE verificou-se a presença de outliers. Sua remoção foi realizada conforme o procedimento indicado por Langford e Lewis (1998), que é detalhado no APÊNDICE A deste trabalho. Após a remoção de *outliers*, o ROE passou a apresentar as estatísticas descritivas mostradas na tabela 7.

Tabela 7  
Estatísticas descritivas do ROE após a remoção de *outliers*

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mín.	PERCENTIS					Máx.
				5%	25%	50%	75%	95%	
ROE	0,17	0,10	-0,11	0,04	0,09	0,15	0,24	0,36	0,53

Fonte – Stata, versão 9.0.

Note-se que no caso do ROE, a exclusão dos *outliers* foi responsável por fornecer uma média positiva para o indicador no período analisado, o que não se verificava anteriormente quando resultados negativos como o experimentado pelo Banco de Santa Catarina (Besc) em 1999 compunham as estatísticas descritivas. O gráfico 16 apresenta o histograma de frequência do ROE após a remoção dos *outliers*.

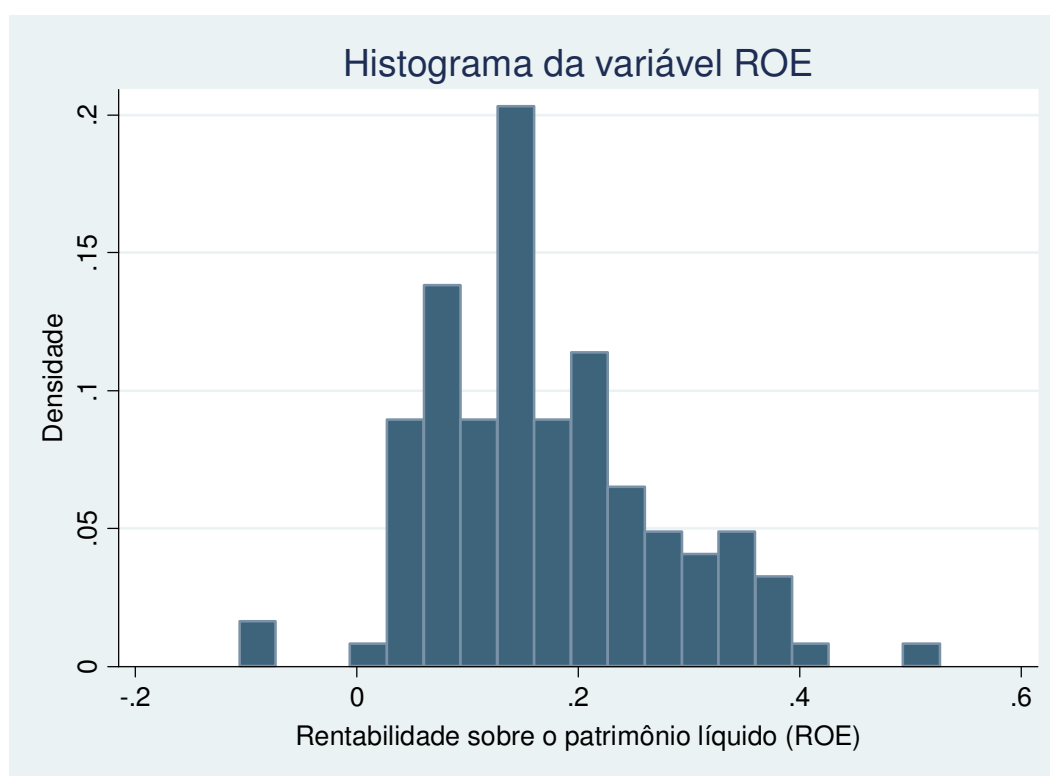


Gráfico 13 – Histograma da variável ROE

Fonte – Stata, versão 9.0.

Finalmente, o quadro 14 traz a matriz de correlações entre as variáveis independentes e as



variáveis de controle utilizadas no estudo.

	PC	TC	ATC	PCE	IC	PN	AA	PONA	PONC	ONCSET	IEG	CONTEST
PC	1,00											
TC	0,12	1,00										
ATC	-0,03	0,12	1,00									
PCE	0,29	0,17	0,16	1,00								
IC	-0,28	-0,16	-0,01	<b>-0,74</b>	1,00							
PN	-0,05	0,16	0,26	0,31	-0,11	1,00						
AA	<b>0,53</b>	0,27	0,02	0,35	-0,41	0,19	1,00					
PONA	0,38	0,22	-0,04	0,29	-0,33	0,18	<b>0,94</b>	1,00				
PONC	-0,13	-0,09	-0,32	-0,26	0,26	-0,08	-0,43	-0,35	1,00			
ONCSET	0,13	-0,02	0,22	0,29	-0,30	0,12	0,47	0,43	<b>-0,86</b>	1,00		
IEG	-0,06	0,01	-0,53	-0,11	0,15	-0,16	0,13	0,13	0,22	-0,28	1,00	
CONTEST	-0,06	-0,21	-0,59	-0,22	0,03	-0,48	-0,35	-0,31	0,44	-0,43	0,40	1,00

Quadro 14 – Matriz de correlação entre variáveis independentes e de controle

Fonte – Stata, versão 9.0.

Pode-se observar que poucas variáveis têm correlações superiores a 50%. O grau de independência do Conselho, representado pela variável IC, apresentou uma correlação negativa de 0,74 com a variável binária PCE, que indica as observações referentes a bancos cujos conselhos de administração revelaram um percentual de membros externos inferior a 80%.

A variável AA, indicadora da existência de acordo de acionistas, teve uma correlação de 0,53 com a variável PC indicadora do acúmulo das funções de Presidente do Conselho de Administração e Diretor Presidente do banco pela mesma pessoa. A variável AA também teve correlação bastante significativa com a variável PONA, definida como o percentual de ações ordinárias detido pelos signatários dos acordos de acionistas. O percentual de ações ordinárias detido pelos acionistas controladores, por sua vez, mostrou-se negativamente correlacionado com a variável binária ONCSET, que indica a ocorrência dos casos em que os acionistas controladores detêm menos de 70% do capital votante do banco. Os resultados obtidos por

meio dessa matriz foram utilizados como base para a definição das especificações do modelo a ser testado.

## 5.2 Resultados para o Q de Tobin

Inicialmente, foi avaliada a necessidade de uma transformação logarítmica visando adequar as suposições de normalidade e homocedasticidade impostas aos resíduos do modelo de regressão com efeitos fixos. Como não houve diferença considerável na adequação do modelo transformado e não transformado, optou-se pela variável não transformada devido à simplicidade da interpretação de seus efeitos.

O teste Kolmogorov-Smirnov foi adotado para avaliar a normalidade dos resíduos do modelo. A distribuição dos resíduos indica algum desvio com relação à normalidade dos dados conforme se apreende pela análise do gráfico 14. Todavia, o resultado do teste Kolmogorov-Smirnov não levou à rejeição da hipótese de que os resíduos apresentam distribuição normal.

```
One-sample Kolmogorov-Smirnov test  
P-value 0.130
```

Figura 5 – Teste Kolmogorov-Smirnov para Q de Tobin  
Fonte – Stata, versão 9.0.

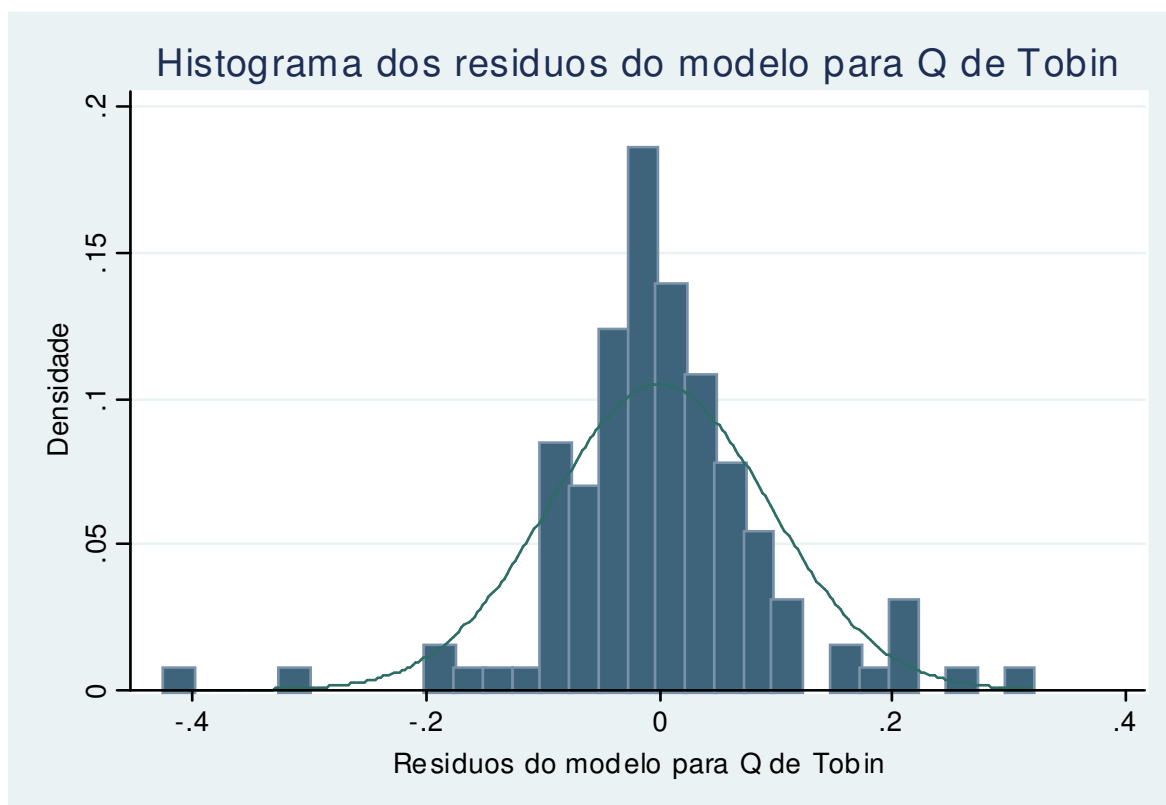


Gráfico 14 – Histograma dos resíduos do modelo para o Q de Tobin  
 Fonte – Stata, versão 9.0.

Nesse modelo inicial, foi utilizada a variável CONTEST, além do ano, que ajusta a tendência temporal média observada no período. Note-se que a não inclusão da variável IEG no modelo inicial deveu-se à existência de associação espúria entre o IEG e o Q de Tobin, cujas fórmulas de cálculo têm o mesmo denominador, qual seja, o ativo total. Como essas variáveis são utilizadas como controle, permaneceram em todos os modelos estimados. Nesse modelo, apenas o ano apresentou efeito estatisticamente significativo ( $p\text{-valor} < 0,001$ ). O crescimento médio anual do valor da variável Q de Tobin no período foi estimado em 0,016, conforme o indica a tabela 8.

Tabela 8  
Modelo de efeitos fixos para a variável Q de Tobin

Variáveis	Coef.	DP	T	P-valor	IC (95%)
ANO	0.016	0.003	5.12	0.000	( 0.010 ; 0.023 )
CONTEST	-0.080	0.106	-0.75	0.454	( -0.290 ; 0.130 )
_cons	1.116	0.058	19.18	0.000	( 1.000 ; 1.231 )
sigma_u	0.520				
sigma_e	0.101				
Rho	0.964				

Fonte – Stata, versão 9.0.

O coeficiente *rho* indicou que 52% da variação do Q de Tobin é devida às diferenças entre bancos e captada pelo termo  $u_i$ , : o restante da variação no Q de Tobin deveu-se, portanto, à variação não explicada dentro de cada banco (*within*), isto é, pelos resíduos. O teste F indicou que a hipótese de que todos os efeitos fixos são iguais a zero deveria ser rejeitada (p-valor<0,0001).

```
F test that all fixed effects=0:
F(13, 113) = 149.35
Prob > F = 0.0000
```

Figura 6 – Teste F para efeitos fixos no modelo do Q de Tobin  
Fonte – Stata, versão 9.0.

Todavia, as tendências observadas ao longo do tempo indicam que os resíduos não se encontravam independentemente distribuídos, conforme o gráfico 15. Diante disso, foi necessário avaliar a presença de autocorrelação residual no modelo por meio do teste discutido em Wooldridge (2002) para modelos em painel. Para tanto, o pacote *xtserial* do STATA foi utilizado.

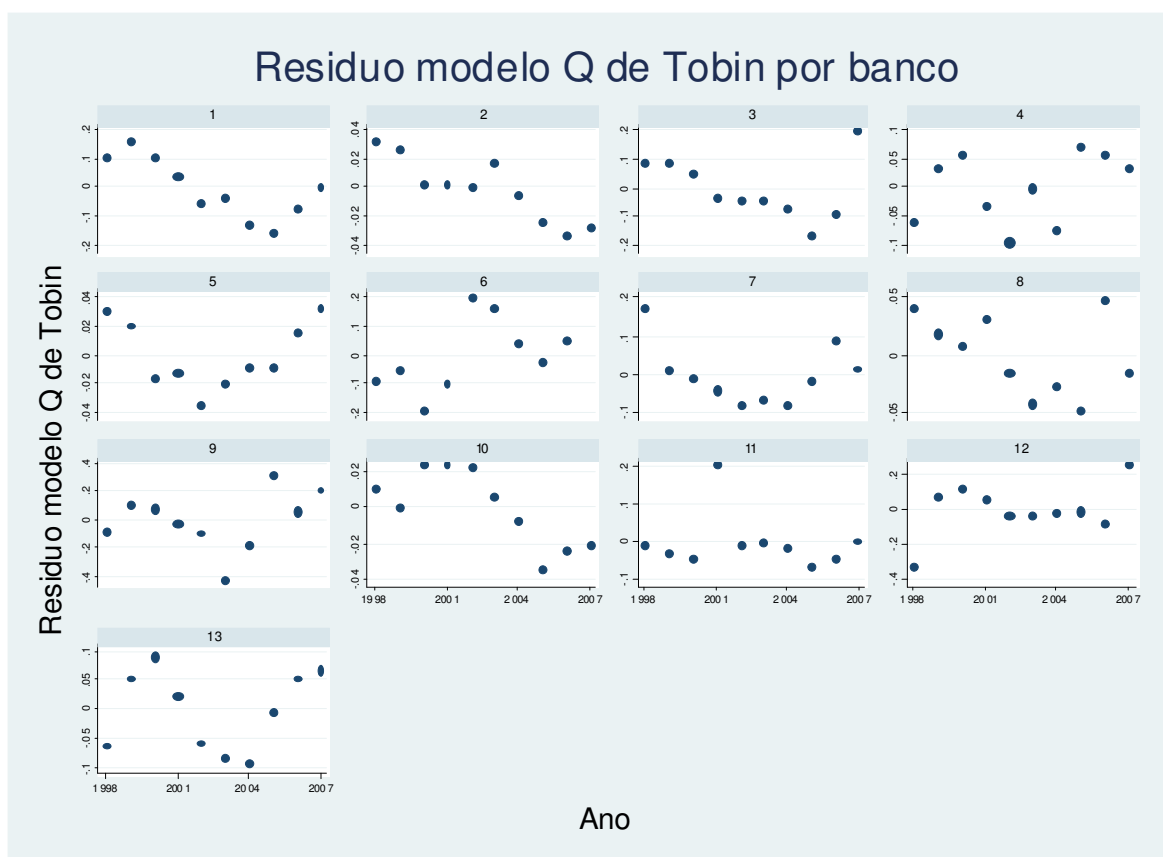


Gráfico 15 – Diagrama de dispersão dos resíduos, por banco, do modelo para o Q de Tobin  
 Fonte – Stata, versão 9.0.

```

H0: Não há autocorrelação de primeira ordem
F(1 , 13) = 39.029
Prob > F = 0,0001
Variável Resposta: qtobin
Covariáveis: c_ano contest
  
```

Figura 7 – Teste de autocorrelação de ordem 1 para Q de Tobin  
 Fonte – Stata, versão 9.0.

O teste rejeitou a hipótese nula de que não havia autocorrelação residual de ordem 1. Para lidar com esse problema, foi necessário lançar mão do procedimento indicado por Baldi Baltagi e Ping Wu que, em 1999, propuseram um método simples para a correção do problema de autocorrelação residual para dados em formato de painel.

Esse procedimento foi utilizado por Basdeo *et al.* (2006) em pesquisa a respeito dos impactos

sobre a reputação das empresas listadas na *Fortune's 'America's Most Admired Corporations'* advindo das ações de rivais e das próprias empresas. Os autores, em função da autocorrelação dos resíduos detectada pelo teste Wooldridge de autocorrelação residual para dados em painel, precisaram estimar um novo modelo de efeitos fixos:

*Preliminary analysis using a Wald test as discussed by Wooldridge (2002) further indicated the presence of serial correlation in the idiosyncratic errors of our panel-data models. To address this issue, we used the function xtregar in Stata (2001), which first corrects for serial correlation using the transformation procedure specified by Baltagi and Wu (1999), and then estimates a within effects estimator for a fixed-effects model (BASDEO et al., 2006, p. 1.217).*

O site oficial do software Stata conta com uma seção de ajuda<sup>19</sup> em que o comando utilizado por Basdeo *et al.* (2006) é descrito como hábil para corrigir os problemas de correlação residual por meio do procedimento desenvolvido por Baltagi e Wu (1999): “[...] *xtregar implements the methods derived in Baltagi and Wu*” (Stata, 2009). Na referida seção, pode-se ler ainda que o comando “[...] *xtregar fits cross-sectional time-series regression models when the disturbance term is first-order autoregressive. xtregar offers a within estimator for fixed-effects models[...]*”.

Com a utilização do comando *xtregar* do Stata, estimou-se, portanto, um novo modelo de efeitos fixos – variando entre bancos, com resíduos autorregressivos de ordem 1 – variando dentro de cada banco, normalmente chamados resíduos AR1.

Tabela 9  
Modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)

Variáveis	Coef.	DP	T	P-valor	IC (95%)
ANO	0.015	0.004	3.80	0.000	( 0.007 ; 0.023 )
CONTEST	-0.047	0.082	-0.58	0.563	( -0.209 ; 0.114 )
_cons	1.099	0.035	31.25	0.000	( 1.029 ; 1.169 )
rho_ar	0.233				
sigma_u	0.548				
sigma_e	0.081				
rho_fov	0.979				

Fonte – Stata, versão 9.0.

<sup>19</sup> Essa seção é intitulada *Stata help for xtregar* e está disponível em <<http://www.stata.com/help.cgi?xtregar>>.

Como esperado, após a realização desse ajuste para autocorrelação residual é possível notar algumas diferenças nas estimativas de desvios-padrão (refletidas nos escores  $z$  e no p-valor) dos coeficientes em relação aos resultados apresentados no quadro anterior. Note-se que, tendo em vista que o ajuste proposto por Baltagi e Wu (1999) pauta-se pela exclusão de qualquer  $X_{it}$  que não varie em relação a  $t$  e seja colinear com  $u_i$ , a diminuição do número de observações de 129 para 115 era esperada.

A variável ano continuou estatisticamente significativa, com uma pequena alteração de efeito em comparação com modelo anterior. O coeficiente  $\rho$  indicou que 55 % da variação do Q era devida a diferenças entre bancos ( $u_i$ ), enquanto o restante dessa variação no valor de mercado se devia à variação não explicada dentro de cada banco (*within*). O parâmetro de autocorrelação residual de ordem 1 ( $\rho_{ar}$ ), que mede o quanto o resíduo do ano atual está correlacionado com o do ano anterior (para um mesmo banco) foi estimado em 0,23. O teste F, por sua vez, indicou que a hipótese de que todos os efeitos fixos sejam iguais a zero deveria ser rejeitada (p-valor<0,0001).

```
F test that all fixed effects=0:
F(13, 99) =    123,65
Prob > F = 0.0000
```

Figura 8 – Teste F para efeitos fixos no modelo ajustado do Q de Tobin  
Fonte – Stata, versão 9.0.

### 5.2.1 Resultados obtidos por meio do procedimento *stepwise forward*

Para a definição das variáveis independentes a serem incorporadas ao modelo, o procedimento *stepwise forward* foi operacionalizado manualmente. Um novo modelo foi estimado para cada uma das variáveis candidatas, cujo efeito estava ajustado pelas variáveis de controle. De acordo com tal técnica, dentre as variáveis candidatas que apresentam efeito estatisticamente significativo, fica no modelo aquela com o menor p-valor. A nova variável selecionada é

incorporada ao modelo inicial. Assim, ajustam-se novos modelos visando incorporar mais variáveis até que nenhuma apresente efeito estatisticamente significativo.

A tabela 10 traz os resultados do primeiro passo de seleção de variáveis.

Tabela 10  
Primeira etapa da seleção de variáveis – técnica *stepwise forward* – modelo Q de Tobin

Modelo	Variável	Coef (ajustado pelas cov. de controle)	Desvio Padrão	Z	p> z	[IC <sub>95%</sub> ]
1	PCE	0.0213	0.0267	0.8	0.427	[-0.031;0.074]
2	IC	-0.0113	0.0431	-0.26	0.793	[-0.096;0.074]
3	PONC	-0.0004	0.0011	-0.36	0.716	[-0.002;0.001]
4	ONCSET	0.0192	0.0341	0.56	0.575	[-0.048;0.086]
5	PC	0.0376	0.0443	0.85	0.398	[-0.050;0.125]
6	ATC	0.0536	0.0327	1.64	0.104	[-0.011;0.118]
7	TC	-0.0070	0.0087	-0.81	0.42	[-0.024;0.010]
8	PN	0.0111	0.0405	0.27	0.784	[-0.069;0.091]
9	AA	-0.0380	0.0625	-0.61	0.544	[-0.162;0.085]

Fonte – Stata, versão 9.0.

Como nenhuma variável apresentou efeito estatisticamente significativo, o modelo final foi definido nos mesmos termos do modelo inicial, não tendo havido a inclusão de quaisquer das variáveis relacionadas aos mecanismos internos de governança corporativa. Diante disso, a existência de uma relação entre as variáveis relacionadas aos mecanismos internos de governança corporativa e o Q de Tobin poderia ser descartada, fato que constitui uma resposta parcial à pergunta da pesquisa. Os resultados da regressão realizada com o modelo final, no qual nenhuma das variáveis explicativas de governança corporativa estão incluídas, é apresentado no APÊNDICE B deste trabalho.

Entretanto, optou-se pela realização de especificações distintas que incluíssem variáveis relacionadas ao Conselho de Administração e à estrutura de propriedade para o modelo de efeitos fixos ajustado para o problema de autocorrelação, na medida em que o resultado da aplicação da técnica *stepwise forward* não considera a questão da sinergia entre as variáveis explicativas. Os resultados desse novo procedimento para o Q de Tobin são detalhados a seguir.



### 5.2.2 Modelo de efeitos fixos com especificações distintas

Para testar a relação entre as variáveis de governança corporativa e o Q de Tobin, tomou-se como base as cinco configurações testadas por Andrade (2005). Note-se que, nesta pesquisa, observaram-se poucas correlações superiores a 50% entre as variáveis independentes<sup>20</sup>. O grau de independência do Conselho, representado pela variável IC, apresentou uma correlação negativa de 0,74 com a variável binária PCE, que indica as observações referentes a bancos cujos conselhos de administração têm um percentual de membros externos inferior a 80%. Uma correlação desse tipo também foi observada por Andrade (2005). Como essas variáveis têm significados bastante próximos, isto é, ambas versam sobre a independência do Conselho de Administração, não aparecem concomitantemente nas configurações do modelo a ser testado.

O percentual de ações ordinárias detido pelos acionistas controladores (PONC), por sua vez, mostrou-se negativamente correlacionado com a variável binária ONCSET, que indica a ocorrência dos casos em que os acionistas controladores detêm menos de 70% do capital votante do banco. Por essa razão, nas configurações elaboradas essas variáveis também não aparecem concomitantemente.

A variável AA também apresentou correlação bastante significativa com a variável PONA, que é definida como o percentual de ações ordinárias detido pelos signatários dos acordos de acionistas. Isso se deve ao fato de que, quando da existência de acordo de acionistas, seus signatários frequentemente figuravam como controladores do banco. Ainda assim, fez-se a opção por mantê-las em algumas das configurações, como fez Andrade (2005).

A tabela 11 apresenta as cinco configurações para o Q de Tobin utilizadas para os testes do modelo de efeitos fixos ajustado para resíduos AR1. Essas configurações se diferenciam em função das variáveis dependentes incluídas relativas ao Conselho de Administração e à estrutura de propriedade. As especificações 1 e 2 contemplam a variável PCE que indica a ocorrência de um percentual de conselheiros externos inferior a 80%. Já as especificações 3, 4

---

<sup>20</sup> A matriz de correlação entre as variáveis independentes da pesquisa foi apresentada na página 134 deste trabalho.

e 5 não contam com essa variável, mas nelas a independência do conselho é representada pela variável IC, dada pela diferença entre a proporção de membros internos e externos do Conselho.

Nas configurações 3 e 4, as variáveis AA e PONA aparecem juntas, enquanto nas configurações 1 e 5 tem-se a variável ATC, indicadora da não conformidade do número de membros do Conselho com o predito pela CVM e pelo IBGC. A variável PC foi incluída em todas as configurações por se tratar da recomendação mais basilar acerca da governança corporativa: funções de Presidente do Conselho e Diretor Presidente não devem ser acumuladas por uma pessoa.

A variável CONTEST figura como variável de controle e aparece em todas as configurações, indicando o tipo de controle do banco: nacional privado ou nacional estatal. Já a variável IEG não foi incluída em quaisquer das configurações em função de sua correlação espúria com a variável dependente Q de Tobin, uma vez que ambas apresentam o mesmo denominador, qual seja, o ativo total.

Como ressaltou Andrade (2005, p. 67), o objetivo de se testarem configurações distintas é “[...] garantir a robustez dos resultados obtidos”.

Tabela 11  
Configurações para a variável Q de Tobin

Variáveis	Configurações				
	1	2	3	4	5
PC	X	X	X	X	X
TC		X	X	X	
ATC	X				X
PCE	X	X			
IC			X	X	X
PN	X		X		X
AA	X	X	X	X	X
PONA			X	X	
PONC			X	X	
ONCSET	X	X			X
IEG					
CONTEST	X	X	X	X	X

Fonte – Elaborada pela autora.

A tabela 12 apresenta os resultados das regressões realizadas com cada uma das configurações já mencionadas. Os resultados individualizados, para cada configuração, são mostrados no APÊNDICE C deste trabalho.

Tabela 12  
Resultados para a variável Q de Tobin

<b>Resultados dos ajustes segundo cada configuração: modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)</b>										
	<b>1</b>		<b>2</b>		<b>3</b>		<b>4</b>		<b>5</b>	
	<b>Coef</b>	<b>P-valor</b>	<b>Coef</b>	<b>P-valor</b>	<b>Coef</b>	<b>P-valor</b>	<b>Coef</b>	<b>P-valor</b>	<b>Coef</b>	<b>P-valor</b>
PC	-0.016	(0.747)	-0.012	(0.810)	-0.010	(0.831)	-0.012	(0.805)	-0.016	(0.747)
TC			0.005	(0.619)	0.005	(0.613)	0.005	(0.627)		
ATC	0.013	(0.709)							0.015	(0.678)
PCE	0.010	(0.720)	0.009	(0.746)						
IC					-0.008	(0.880)	-0.008	(0.873)	-0.011	(0.826)
PN	0.005	(0.914)			0.004	(0.926)			0.005	(0.909)
AA	-0.028	(0.687)	-0.028	(0.687)	-0.122	(0.570)	-0.121	(0.574)	-0.032	(0.657)
PONA					0.001	(0.638)	0.001	(0.646)		
PONC					0.001	(0.441)	0.001	(0.432)		
ONCSET	-0.004	(0.909)	-0.004	(0.905)					-0.005	(0.885)
IEG										
CONTEST	-0.039	(0.670)	-0.045	(0.623)	-0.035	(0.698)	-0.033	(0.707)	-0.032	(0.725)
._cons	1.105	(0.000)	1.081	(0.000)	1.004	(0.000)	1.008	(0.000)	1.111	(0.000)
rho_ar	0.277		0.267		0.265		0.276		0.279	
sigma_u	0.555		0.546		0.541		0.542		0.554	
sigma_e	0.088		0.088		0.088		0.088		0.088	
rho_fov	0.975		0.975		0.974		0.974		0.975	

Fonte – Stata, versão 9.0.

Como demonstra a tabela 12, os resultados indicam que nenhuma das variáveis independentes relativas aos mecanismos internos de governança corporativa – Conselho de Administração e estrutura de propriedade – pode ser considerada estatisticamente significativa. As configurações propostas indicaram a ausência de uma relação entre as variáveis selecionadas e o valor de mercado dos bancos componentes da amostra. É razoável afirmar, portanto, que, de acordo com o modelo proposto, as variáveis de governança não contribuem para explicar a evolução do valor de mercado dos bancos analisados.

Esses resultados encontram-se alinhados com aqueles obtidos por meio do procedimento *stepwise forward*, em que nenhuma das variáveis de governança apresentou efeito estatisticamente significativo, fato que implicou que o modelo final tenha sido definido nos termos do modelo inicialmente proposto, isto é, sem a inclusão de qualquer das variáveis de governança.

### 5.3 Resultados para o retorno sobre o patrimônio líquido

Inicialmente, assim como no caso do Q de Tobin, foi avaliada a necessidade de uma transformação logarítmica visando adequar as suposições de normalidade e homocedasticidade impostas aos resíduos do modelo de regressão com efeitos fixos. Como não houve diferença considerável na adequação do modelo transformado e não transformado, optou-se pela variável ROE não transformada .

Novamente adotou-se o teste Kolmogorov-Smirnov para avaliar a normalidade dos resíduos do modelo. Pela análise do gráfico 16, a distribuição dos resíduos não apontou desvios graves em relação à normalidade dos dados. O resultado do teste Kolmogorov-Smirnov corroborou essa percepção, não indicando a necessidade de rejeição da hipótese de que os resíduos apresentam distribuição normal. A hipótese nula de que os resíduos têm distribuição normal não foi rejeitada. (p-valor=0,89).

One-sample Kolmogorov-Smirnov test
P-value 0.885

Figura 9 – Teste Kolmogorov-Smirnov para ROE

Fonte – Stata, versão 9.0.

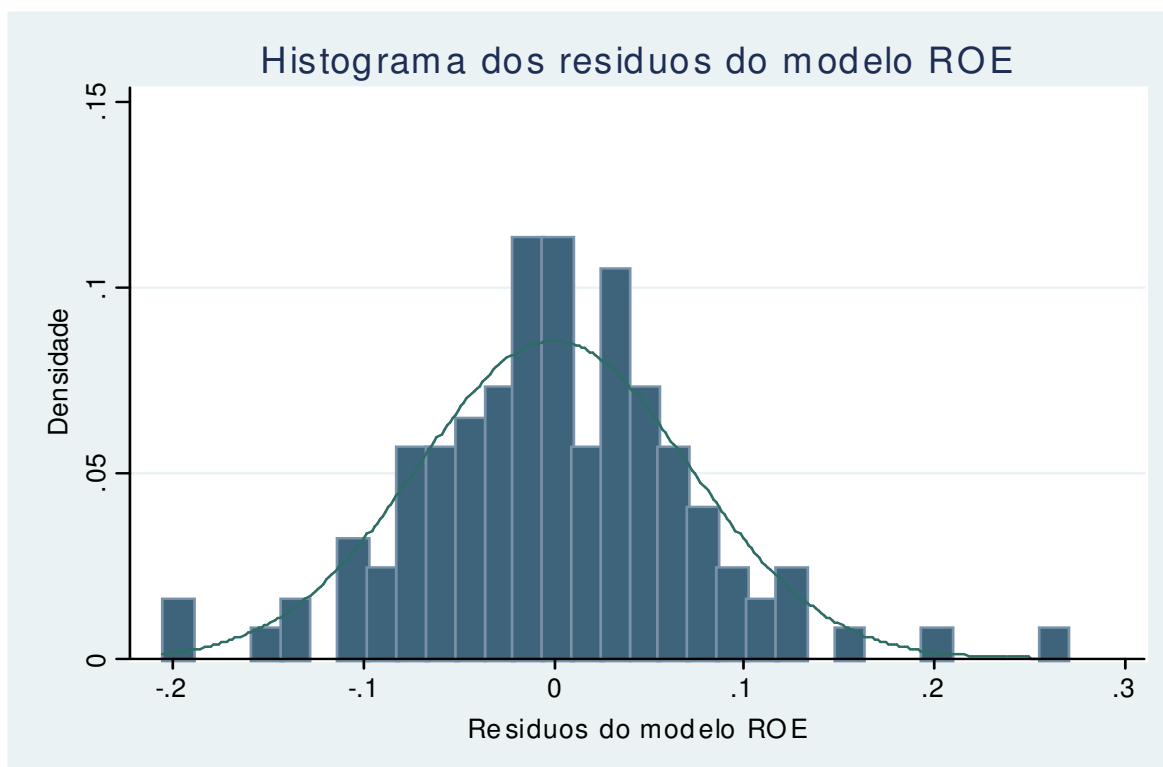


Gráfico 16 – Histograma dos resíduos do modelo para o ROE  
 Fonte – Stata, versão 9.0.

Assim como no modelo ajustado para a variável Q de Tobin, a variável CONTEST e o ano foram utilizados no modelo inicial do ROE como variáveis de controle. Todavia, a variável IEG (Índice de Endividamento Geral), excluída do modelo para o valor de mercado em função de sua associação espúria com o Q de Tobin, compõe o modelo inicial do ROE.

Tabela 13  
 Modelo de efeitos fixos para a variável ROE

Variáveis	Coef.	DP	T	P-valor	IC (95%)
ANO	0.010	0.002	4.05	0.000	( 0.005 ; 0.015 )
CONTEST	-0.048	0.080	-0.60	0.550	( -0.207 ; 0.111 )
IEG	0.090	0.056	1.62	0.108	( -0.020 ; 0.201 )
_cons	0.124	0.060	2.05	0.042	( 0.004 ; 0.243 )
sigma_u	0.080				
sigma_e	0.076				
rho	0.529				

Fonte – Stata, versão 9.0.

O crescimento anual médio de ROE foi estimado em 0,010 (c-ano). Conforme a tabela acima demonstra, nesse modelo, apenas o ano teve efeito estatisticamente significativo. O coeficiente *rho* indicou, por sua vez, que 52,9% da variação de ROE devia-se a diferenças entre bancos ( $u_i$ ): o restante da variação apresentou-se, por conseguinte, decorrente da variação não explicada dentro de cada banco (resíduos).

Conforme se apreende pela análise da tabela 13, o teste F indicou que a hipótese de que todos os efeitos fixos sejam iguais a zero deveria ser rejeitada ( $p$ -valor $<0,0001$ ).

```
F test that all fixed effects=0:  
F(12, 107) = 8,58  
Prob > F = 0.0000
```

Figura 10 – Teste F para efeitos fixos no modelo do ROE  
Fonte – Stata, versão 9.0.

Todavia, novamente as tendências observadas ao longo do tempo (sequências de resíduos abaixo e acima de zero) indicaram que os resíduos não se encontravam independentemente distribuídos, conforme o gráfico 17. Em função disso, assim como realizado no caso do Q de Tobin, foi necessário avaliar a presença de autocorrelação residual no modelo para modelos em painel, por meio da utilização do pacote *xtserial* do STATA. O teste apresentou rejeitou novamente a hipótese de que não há autocorrelação residual de ordem 1. Assim, o comando *xtregar* do Stata foi utilizado para ajustar o modelo de efeitos fixos com resíduos autocorrelacionados. O procedimento utilizado foi o mesmo descrito na subseção anterior para corrigir o modelo referente ao Q de Tobin.

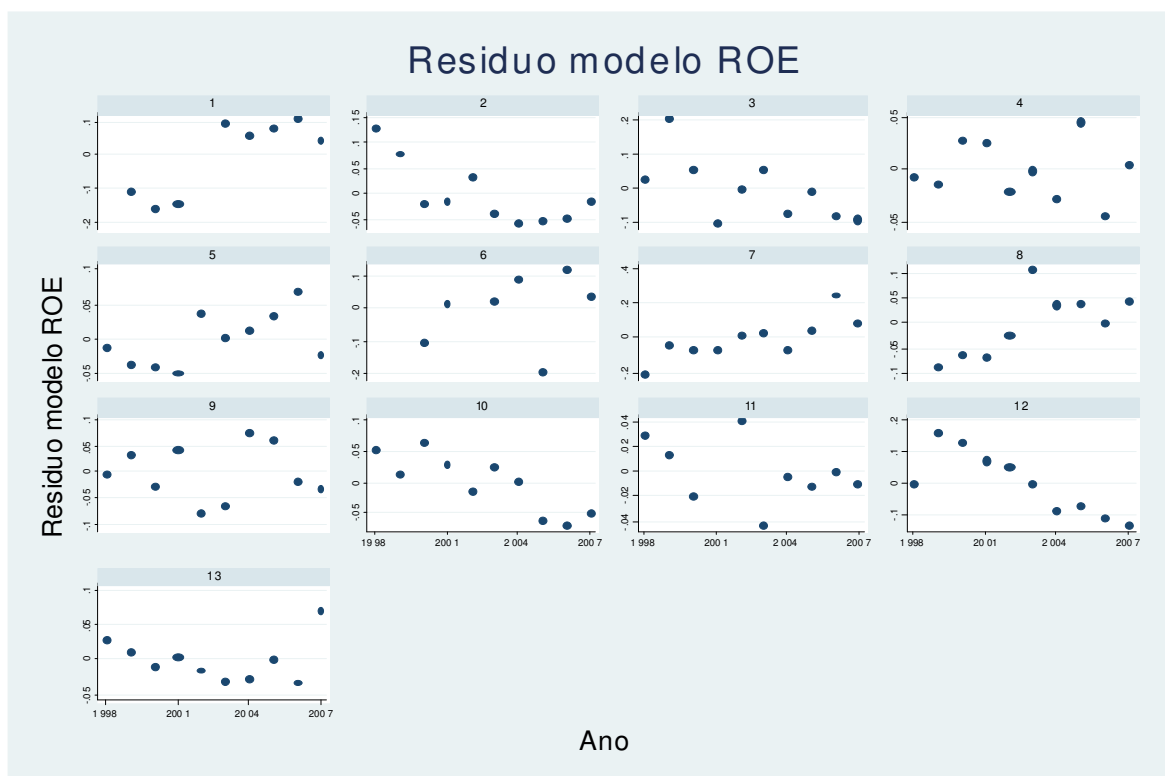


Gráfico 17 – Diagrama de dispersão dos resíduos, por banco, do modelo para o ROE  
 Fonte – Stata, versão 9.0.

```

H0: Não há autocorrelação de primeira ordem
F(1 , 12) = 2459,427
Prob > F = 0,0000
Variável Resposta: qtobin
Covariáveis: c_ano contest
  
```

Figura 11 – Teste de autocorrelação de ordem 1 para ROE  
 Fonte – Stata, versão 9.0.

Como resultado desse ajuste para autocorrelação residual, obteve-se um novo modelo de efeitos fixos para o ROE – variando entre bancos (*between*), com resíduos autorregressivos de ordem 1 – variando dentro de cada banco (*within*). O modelo obtido é semelhante ao exposto na subseção 4.2.1 (Resultados para o Q de Tobin).

Tabela 14  
Modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)

Variáveis	Coef.	DP	T	P-valor	IC (95%)
ANO	0.008	0.004	1.84	0.068	( -0.001 ; 0.016 )
CONTEST	-0.006	0.065	-0.10	0.920	( -0.135 ; 0.122 )
IEG	0.099	0.070	1.41	0.161	( -0.040 ; 0.238 )
_cons	0.102	0.041	2.46	0.016	( 0.020 ; 0.184 )
rho_ar	0.351				
sigma_u	0.082				
sigma_e	0.069				
rho_fov	0.581				

Fonte – Stata, versão 9.0.

Após o ajuste de correlações residuais, houve mudanças nas estimativas dos desvios-padrão dos coeficientes (escores z e no p-valor dos coeficientes) em relação aos resultados do modelo de regressão anterior não ajustado. O ajuste de Baltagi e Wu (1999) também culminou na redução do número de observações que passaram de 123 para 110. Trata-se, contudo, de consequência direta desse tipo de ajuste prevista pela teoria (BALTAGI e WU, 1999).

No modelo ajustado, o ano passou a não ter efeito estatisticamente significativo. O parâmetro de autocorrelação residual de ordem 1 ( $\rho_{ar}$ ), que mede o quanto o resíduo do ano atual está correlacionado com o do ano anterior para um mesmo banco, foi estimado em 0,35. O coeficiente  $\rho$  indicou que 58% da variação do ROE são devidos a diferenças entre bancos ( $u_i$ ): o restante dessa variação é devido à variação não explicada dentro de cada banco. O teste F indicou, novamente, que a hipótese de que todos os efeitos fixos sejam iguais a zero deveria ser rejeitada ( $p\text{-valor} < 0,0001$ ).

```
F test that all fixed effects=0:
F(12, 94) = 4,54
Prob > F = 0.0000
```

Figura 12 – Teste F para efeitos fixos no modelo ajustado do ROE  
Fonte – Stata, versão 9.0.



### 5.3.1 Resultados obtidos por meio do procedimento *stepwise forward*

Em relação ao ROE, o procedimento *stepwise forward* foi realizado a partir de um modelo inicial em que a variável IEG estava presente. Nesse caso, tornou-se relevante controlar o grau de endividamento do banco quando da análise de seu retorno sobre o patrimônio líquido, já que uma das maiores limitações desse indicador diz respeito à necessidade de sua interpretação cuidadosa: um ROE elevado pode estar ligado à opção gerencial de privilegiar fontes de financiamento externas.

A tabela 15 demonstra que a variável PC (Ocupação dos cargos de Presidente do Conselho e Diretor Presidente pela mesma pessoa) foi a única que apresentou efeito estatisticamente significativo (p-valor 0.028). Diante disso, foi adicionada ao modelo inicial, dando origem a um novo modelo, composto pelo ano e pelas variáveis CONTEST, IEG e PC.

Tabela 15  
Primeira etapa da seleção de variáveis – técnica *stepwise forward* – modelo ROE

Modelo	Variável	Coef (ajustado pelas cov. de controle)	Desvio Padrão	z	p> z	[IC <sub>95%</sub> ]
1	PCE	-0,0243	0,0225	-1,08	0,283	[-0,068;0,02]
2	IC	-0,0146	0,0367	-0,4	0,692	[-0,087;0,058]
3	PONC	-0,0007	0,0010	-0,65	0,516	[-0,002;0,001]
4	ONCSET	0,0330	0,0308	1,07	0,288	[-0,028;0,094]
<b>5</b>	<b>PC</b>	<b>-0,0997</b>	<b>0,0446</b>	<b>-2,24</b>	<b>0,028</b>	<b>[-0,188;-0,011]</b>
6	ATC	-0,0023	0,0292	-0,08	0,938	[-0,06;0,055]
7	TC	0,0100	0,0074	1,34	0,183	[-0,004;0,024]
8	PN	-0,0061	0,0376	-0,16	0,872	[-0,08;0,068]
9	AA	-0,0373	0,0549	-0,68	0,499	[-0,146;0,071]

Fonte – Stata, versão 9.0.

Todavia, após a inclusão da variável PC, nenhuma outra variável apresentou efeito estatisticamente significativo. O modelo final, por conseguinte, permaneceu contendo apenas o ano e as variáveis CONTEST, IEG e PC. A tabela 16 traz os resultados da regressão realizada.

Tabela 16  
Modelo final de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1) para a variável ROE após a aplicação da técnica *stepwise forward*

Modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)					
Variáveis	Coef.	DP	T	P-valor	IC (95%)
ANO	0.006	0.004	1.80	0.074	( -0.001 ; 0.013 )
CONTEST	-0.017	0.067	-0.25	0.803	( -0.149 ; 0.116 )
IEG	0.092	0.065	1.42	0.159	( -0.037 ; 0.220 )
PC	-0.100	0.045	-2.24	0.028	( -0.188 ; -0.011 )
_cons	0.125	0.046	2.68	0.009	( 0.032 ; 0.217 )
rho_ar	0.242				
sigma_u	0.079				
sigma_e	0.068				
rho_fov	0.573				

Fonte – Stata, versão 9.0

O teste F indicou novamente que a hipótese de que todos os efeitos fixos sejam iguais a zero deveria ser rejeitada ( $p\text{-valor} < 0,0001$ ). O parâmetro de autocorrelação residual de ordem 1 ( $\rho_{ar}$ ), que mede o quanto o resíduo do ano atual está correlacionado com o do ano anterior, para um mesmo banco, foi estimado em 0,241. O coeficiente  $\rho$  indicou que 57% da variação do ROE deveu-se a diferenças entre bancos ( $u_i$ ). O restante da variação desse indicador foi devido à variação não explicada dentro de cada banco.

```
F test that all fixed effects=0:
F(12, 93) = 5,89
Prob > F = 0.0000
```

Figura 13 – Teste F para efeitos fixos no modelo ajustado do ROE após a aplicação da técnica *stepwise forward*

Fonte – Stata, versão 9.0.

O período em que os cargos de Presidente do Conselho e Diretor Presidente foram ocupados pela mesma pessoa apresentou um ROE em média 0,1 inferior se comparado com outro período, do mesmo banco, em que esses cargos eram ocupados por pessoas distintas. Trata-se de um resultado que se encontra alinhado com a principal premissa sobre governança corporativa, que diz respeito à necessidade de separação entre as funções consultivas,

desempenhadas pelo Conselho, e a função de gestão, cabível à gerência das empresas (CADBURY REPORT, 1992). Entretanto, assim como feito em relação ao Q de Tobin, optou-se pela realização de especificações distintas que incluíssem variáveis relacionadas ao Conselho de Administração e à estrutura de propriedade para o modelo de efeitos fixos ajustado, já que que uma das fragilidades da técnica *stepwise forward* é não considerar a questão da sinergia entre as variáveis explicativas. Os resultados desse novo procedimento para o ROE são detalhados a seguir.

### 5.3.2 Modelo de efeitos fixos com especificações distintas

Para testar a relação entre as variáveis de governança corporativa e o ROE, tomou-se como base as cinco configurações utilizadas para a variável Q de Tobin. Assim como procedimento *stepwise forward*, além da variável CONTEST, a variável IEG aparece em todas as configurações em função do entendimento de que é relevante controlar o nível de endividamento dos bancos quando da análise de seus retornos sobre o patrimônio líquido. A tabela 17 apresenta as configurações ajustadas para a variável ROE.

Tabela 17  
Configurações para a variável ROE

Variáveis	Configurações				
	1	2	3	4	5
PC	X	X	X	X	X
TC		X	X	X	
ATC	X				X
PCE	X	X			
IC			X	X	X
PN	X		X		X
AA	X	X	X	X	X
PONA			X	X	
PONC			X	X	
ONCSET	X	X			X
IEG	X	X	X	X	X
CONTEST	X	X	X	X	X

Fonte – Elaborada pela autora da dissertação.

Tabela 18  
Resultados para a variável ROE

<b>Resultados dos ajustes segundo cada configuração: modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)</b>										
	<b>1</b>		<b>2</b>		<b>3</b>		<b>4</b>		<b>5</b>	
	<b>Coef</b>	<b>P-valor</b>	<b>Coef</b>	<b>P-valor</b>	<b>Coef</b>	<b>P-valor</b>	<b>Coef</b>	<b>P-valor</b>	<b>Coef</b>	<b>P-valor</b>
PC	-0.118	(0.010)	-0.105	(0.019)	-0.102	(0.030)	-0.101	(0.029)	-0.114	(0.016)
TC			0.012	(0.075)	0.012	(0.088)	0.012	(0.091)		
ATC	-0.011	(0.674)							-0.013	(0.652)
PCE	-0.028	(0.206)	-0.032	(0.142)						
IC					0.005	(0.903)	0.008	(0.833)	-0.010	(0.802)
PN	-0.026	(0.481)			-0.028	(0.462)			-0.027	(0.482)
AA	-0.015	(0.778)	-0.028	(0.591)	-0.037	(0.824)	-0.028	(0.864)	-0.022	(0.692)
PONA					0.000	(0.986)	0.000	(0.981)		
PONC					0.000	(0.915)	0.000	(0.977)		
ONCSET	0.025	(0.401)	0.023	(0.426)					0.025	(0.406)
IEG	0.069	(0.296)	0.082	(0.201)	0.068	(0.298)	0.072	(0.267)	0.055	(0.412)
CONTEST	-0.005	(0.941)	-0.004	(0.953)	-0.021	(0.767)	-0.020	(0.776)	-0.017	(0.808)
__cons	0.173	(0.002)	0.052	(0.408)	0.092	(0.312)	0.059	(0.488)	0.187	(0.001)
rho_ar	0.225		0.197		0.252		0.235		0.264	
Sigma_u	0.083		0.069		0.067		0.068		0.080	
Sigma_e	0.070		0.068		0.070		0.070		0.070	
rho_fov	0.584		0.506		0.478		0.489		0.564	

Fonte – Stata, versão 9.0.

Os resultados das regressões realizadas com as cinco configurações distintas para o ROE corroboraram os obtidos por meio da realização do procedimento *stepwise forward*. Das variáveis relativas aos mecanismos internos de governança corporativa – Conselho de Administração e estrutura de propriedade – apenas variável PC, indicadora do acúmulo de funções de Presidente do Conselho e Diretor Presidente apresentou-se estatisticamente significativa em todas as configurações elaboradas. Os coeficientes negativos dessa variável indicam que, quando do acúmulo dos cargos de Presidente do Conselho e Diretor Presidente por uma mesma pessoa, os bancos analisados revelaram um retorno sobre o patrimônio líquido inferior, comparado às observações em que essa sobreposição não ocorreu.

De acordo com a primeira configuração proposta, o período em que os cargos de Presidente do Conselho e Diretor Presidente foram ocupados pela mesma pessoa teve um ROE em 12% inferior se comparado com outro período, do mesmo banco, em que esses cargos eram ocupados por pessoas distintas. Nas demais configurações esse percentual foi de 11%

(configuração 2), 10% (configurações 3 e 4) e 11%. Considerando todas as configurações testadas, pode-se afirmar que o ROE dos bancos analisados, quando verificada a sobreposição de funções, foi em média 11% inferior ao ROE dos períodos em que esses bancos tinham pessoas distintas ocupando as funções de Presidente do Conselho de Administração. Os resultados individualizados, para cada configuração, são mostrados no APÊNDICE D deste trabalho.

#### **5.4 Considerações sobre os resultados obtidos**

De forma geral, as estatísticas descritivas da pesquisa apontam que os bancos brasileiros componentes da amostra têm adotado uma estrutura de governança corporativa condizente com as recomendações da CVM e do IBGC para as empresas em geral. Sobretudo no que diz respeito às características do Conselho de Administração, os bancos brasileiros apresentam-se alinhados com as recomendações sobre a necessidade de independência e sobre o tamanho ideal desses órgãos. A separação entre as funções executivas e as do Conselho também foi observadas com frequência na maioria dos bancos analisados.

Por outro lado, em relação à estrutura de propriedade, os bancos brasileiros ainda apresentam uma alta concentração, com a maior parte dos acionistas controladores detendo um percentual superior a 70% de seu capital votante. A existência de ações de classes diferenciadas ainda aparece como um padrão nos bancos analisados, uma vez que a grande maioria dessas instituições conta com ações sem direito a voto, do tipo preferenciais. Os acordos de acionistas, por sua vez, se mostraram raros.

A ausência de uma literatura consolidada sobre a governança corporativa bancária no Brasil torna restrita a possibilidade de comparação dos resultados obtidos neste estudo com pesquisas prévias. Nesse sentido, o trabalho desenvolvido por Andrade (2005) torna-se a única referência nacional passível de utilização para tal fim. Os resultados da autora no tocante à relação existente entre os mecanismos internos de governança corporativa e o valor de mercado dos bancos brasileiros foram considerados tímidos e desalinhados com a crença que a adoção das recomendações sobre as melhores práticas de governança corporativa para

as empresas em geral exerça impacto importante sobre o valor de mercado e o desempenho financeiro dos bancos brasileiros.

Neste trabalho, a quase totalidade das variáveis relativas ao Conselho de Administração e à estrutura de propriedade não se mostrou relacionada com o valor de mercado dos bancos analisados. Esse resultado difere de certa forma do obtido por Andrade (2005) que relatou uma relação não prevista pela teoria no que diz respeito à influência da concentração de ações sobre o Q de Tobin dos bancos brasileiros. Nas observações em que o controlador do banco detinha um percentual inferior a 70% do capital votante do banco, observou-se uma diminuição de 7% em média no valor de mercado dos bancos. No presente estudo, essa relação não foi identificada. Nenhuma das variáveis relacionadas à estrutura de propriedade revelou-se significativamente relacionada com o valor de mercado dos bancos analisados. Outra relação apontada por Andrade diz respeito à ocorrência de acordo de acionistas, que de acordo com a autora, reduziria em média 12% do Q de Tobin dos Bancos. O acordo de acionistas não foi significativo em quaisquer das configurações testadas na presente pesquisa, contudo.

Ao analisar a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro medido pelo retorno sobre o ativo (ROA), Andrade (2005) não encontrou qualquer tipo de relação significativa. Neste trabalho, optou-se pela utilização do retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) como medida de desempenho financeiro pela sua popularidade em estudos sobre o tema e, sobretudo, pela sua ampla utilização como indicador de desempenho do setor bancário.

Em conformidade com o princípio basilar da governança corporativa que prevê a segregação entre as funções do Conselho de Administração e executivas nas empresas, os resultados da presente pesquisa indicaram que a ocupação dos cargos de Presidente do Conselho e de Diretor Presidente do banco pela mesma pessoa (PC) tende a acarretar uma diminuição de cerca de 10% no retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). No trabalho de Andrade (2005), essa relação não se mostrou significativa. Contudo, de acordo com o Relatório Cadbury (1992), a separação entre os papéis de Conselho e gerenciamento da empresa deve se traduzir pelo impedimento do acúmulo, na mesma pessoa, das funções de presidente do Conselho e executivo-chefe (CADBURY REPORT, 1992).

À exceção da variável PC, nenhuma das outras variáveis relativas à independência e ao tamanho do Conselho de Administração apresentou-se relevante na determinação do valor de mercado e do desempenho financeira dos bancos nesta pesquisa. A independência e tamanho do Conselho já haviam sido reportados como insignificantes Hermalin e Weisbach (1991), Klein (1998), Bhagat e Black (1999) e Silveira (2002).

Em relação ao setor bancário, o estudo de Adams e Mehran (2008) revelou resultados semelhantes ao da presente pesquisa, demonstrando a inexistência de uma relação significativa entre uma maior presença de membros externos no Conselho e o desempenho dos bancos medido pelo Q de Tobin e pelos retornos sobre o ativo (ROA) e sobre o patrimônio líquido (ROE). Assim como o estudo de Adams e Mehran (2008), as pesquisas desenvolvidas por Staikouras, Staikouras e Agoraki (2007), Anthony e Nicholas (2006), de Pathan, Skully e Wickramanayake (2007) e Belkhir (2009) não relataram quaisquer evidências de que o tamanho ou a independência dos Conselhos de Administração afetem o desempenho dessas empresas.

A ausência de relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho dos bancos, por sua vez, constitui um resultado da presente pesquisa que se alinha com o obtido por Fernández e Gómez-Ansón (2005-2006), que analisaram a influência da estrutura de propriedade de empresas sobre o desempenho de empresas espanholas, medido pelo retorno sobre o ativo. Note-se que um problema associado à análise dos efeitos da estrutura de propriedade das empresas sobre o seu desempenho diz respeito a uma possível endogeneidade dessa relação. Demsetz e Lehn (1985) afirmam que a relação de causalidade entre a estrutura de propriedade e o desempenho da empresa é espúria na medida em que a estrutura de propriedade se caracterizaria como uma variável endógena.

A despeito da ausência de um referencial teórico robusto sobre a governança bancária, os resultados da presente pesquisa corroboram a perspectiva de autores estrangeiros como Adams e Mehran (2003), Macey e O'Hara (2003) e Arun e Turner (2004), para os quais os mecanismos de governança corporativa dirigidos às empresas em geral não são suficientes como forma de obtenção de melhor valor de mercado e rentabilidade pelos bancos nem como garantia de sua solidez. Diante disso, é razoável supor que a estrutura de governança corporativa dos bancos tenha diferenças significativas em relação a das demais empresas,

sobretudo em função da opacidade e da intensiva regulação a que esse setor é submetido. Essa pode ser uma das razões pelas quais os mecanismos internos de governança corporativa não apresentem no setor bancário um comportamento similar ao verificado em outros setores da economia.



## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O principal objetivo da presente pesquisa foi verificar a existência de uma relação estatisticamente significativa entre a configuração dos mecanismos internos de governança corporativa e o desempenho financeiro e o valor de mercado de bancos brasileiros conforme as definições operacionais adotadas. Com dados organizados em formato de painel balanceado, dez variáveis relacionadas ao Conselho de Administração e à estrutura de propriedade foram testadas contra duas variáveis-resposta, referentes ao valor de mercado e o desempenho financeiro desses bancos. Para o tratamento dos dados, utilizou-se um modelo de estimação de efeitos fixos, com ajuste de autocorrelação de resíduos de ordem 1.

Inicialmente, a técnica *stepwise forward* foi utilizada para selecionar as variáveis de governança corporativa que comporiam o modelo final, conforme sua ordem de relevância. Nenhuma das variáveis independente mostrou-se estatisticamente significativa em relação à variável Q de Tobin utilizada como *proxy* do valor de mercado. Já em relação ao retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), a variável PC, indicadora do acúmulo das funções de Presidente do Conselho e de Diretor Presidente do banco por uma mesma pessoa, apresentou significância estatística e compôs o modelo final testado. A regressão realizada evidenciou resultados alinhados com a teoria e com as recomendações de diversas instituições sobre a governança corporativa: o acúmulo desses cargos por uma pessoa associa-se a uma redução do desempenho dos bancos analisados medido pelo ROE.

Tendo em vista que a técnica *stepwise forward* não considera a sinergia entre as variáveis, houve necessidade de testar configurações distintas do modelo de efeitos fixos previamente ajustado. Cinco tipos de configuração com diferentes combinações de variáveis independentes e de controle, foram testadas, apresentando resultados alinhados com aqueles obtidos por meio do procedimento *stepwise forward*. Novamente, nenhuma das variáveis selecionadas teve relação significativa com o valor de mercado dos bancos, embora a variável PC, indicadora do acúmulo das funções de Presidente do Conselho e de Diretor Presidente, tenha apontado uma relação significativa do tipo negativa com o retorno sobre o patrimônio líquido. O período em que os cargos de Presidente do Conselho e Diretor Presidente foram ocupados

pela mesma pessoa correspondeu um ROE cerca de 10% inferior se comparado com outros períodos em que, no mesmo banco, esses cargos eram ocupados por pessoas distintas.

Os resultados obtidos por meio da pesquisa, embora não completamente coincidentes, encontram-se alinhados com aqueles obtidos por Andrade (2005) em estudo semelhante sobre os bancos brasileiros. A aludida relação entre a adoção de uma determinada estrutura de governança corporativa, considerada ótima e recomendada por diversas instituições, como a CVM e o IBGC, e a valorização e melhor desempenho financeiro das empresas não pôde ser verificada na presente pesquisa, restando a separação entre as funções de chefia do conselho e de gerência como única variável relevante para o desempenho dos bancos. Embora não se tenha verificado relação semelhante no tocante ao valor de mercado, trata-se de um resultado importante, já que o ROE tem sido uma das medidas de desempenho mais freqüentemente utilizadas pelos investidores em seus processos de tomada de decisão.

Há que se ressaltar que a ausência de relação entre as demais variáveis selecionadas e o valor de mercado e o desempenho financeiro dos bancos não deve levar à conclusão precipitada de que mecanismos internos de governança corporativa sejam inócuos para os bancos. A amostra utilizada, de caráter não probabilístico, não autoriza esse tipo de generalização. Todavia, os resultados sugerem que a governança corporativa dos bancos pode apresentar traços específicos, advindos, sobretudo, da opacidade e da regulação que caracterizam esse setor da economia.

As abordagens específicas sobre a governança corporativa dos bancos têm centrado sua atenção justamente nesses aspectos, os quais, segundo autores como Adams e Mehran (2003), Macey e O'Hara (2003) e Arun e Turner (2004), tornariam os mecanismos de governança praticados pelas empresas em geral menos efetivos quando aplicados ao setor bancário. Em consequência dessa menor efetividade, tem-se a afirmação da necessidade de extensão dos deveres fiduciários dos bancos em relação aos seus diversos *stakeholders*, sejam eles acionistas, depositantes ou credores de outra natureza.

Embora o recrudescimento da supervisão e a criação de um sistema regulatório ainda mais rígido para os bancos sejam vistos com reservas por Levine (2003), Caprio Laeven e Levine (2007) e Laeven e Levine (2008), a crise enfrentada pelo setor no ano de 2008 demonstrou

que os mecanismos de mercado podem não ser suficientes para garantir a solidez do sistema bancário. Os resultados desta pesquisa, em que pese a impossibilidade de sua generalização, constituem um suporte empírico a esse tipo de argumento.

O presente trabalho pretendeu contribuir para as discussões qualitativas e quantitativas sobre a governança corporativa dos bancos brasileiros. Apesar de sua importância, o tema ainda tem popularidade reduzida no cenário acadêmico nacional. A pesquisa realizada não tem a pretensão de esgotar as investigações sobre a relação existente entre os mecanismos de governança corporativa e o valor de mercado e o desempenho financeiro do setor bancário. Ao contrário, constitui um esforço no sentido de se iniciar um processo de melhor compreensão dessa relação.

A verificação dos resultados obtidos nesta pesquisa pode contribuir para o debate acerca de quais práticas de governança corporativa podem se apresentar mais eficientes para os bancos, contribuindo para seu melhor gerenciamento e, por conseguinte, para o fortalecimento desse setor. Relacionam-se, a seguir, algumas sugestões de futuros estudos sobre o tema desta pesquisa, ou seja, a governança corporativa no setor bancário.

- A utilização de outras variáveis relacionadas aos mecanismos internos de governança corporativa.
- A extensão do horizonte de análise do estudo, a fim de que a evolução nas práticas de governança possa ser mais bem captada pelo modelo empregado.
- A utilização de modelos alternativos, capazes de lidar com as limitações inerentes ao modelo de efeitos fixos para dados em painel.
- A utilização de outras variáveis relacionadas ao valor de mercado e ao desempenho financeiro dos bancos.
- A realização de estudos qualitativos sobre o tema, bem como de estudos de caso que possam compreender em profundidade de que forma os mecanismos internos de governança corporativa influenciam o processo de gestão dos bancos.

- A realização de estudos sobre o impacto da legislação e da supervisão sobre os mecanismos internos de governança corporativa no setor bancário.

O que parece mais relevante é que o tema estudado seja objeto de atenção e de pesquisas contínuas, já que a governança corporativa constitui um campo complexo e em constante evolução. A consolidação de um referencial teórico mais sólido sobre a governança dos bancos apresenta-se como fator essencial para que propostas de reforma da arquitetura do sistema bancário, em qualquer nível, possam ser bem-sucedidas.

## REFERÊNCIAS

ABRIL Editora. Bancos brasileiros estão entre os mais lucrativos, aponta Economática. Disponível em: <<http://www.abril.com.br/noticias/economia/bancos-brasileiros-estao-mais-lucrativos-aponta-economica-429614.shtml>> . Acesso em: 24 abr. 2009.

ADAMS, R.; MEHRAN, H. Is corporate governance different for bank holding companies? **FRBNY Economy Policy Review**, p. 123 - 40, Apr. 2003.

\_\_\_\_\_. Corporate performance, board structure, and their determinants in the banking industry. **FRBNY Staff Reports**, p. 1-43, June 2008.

A ECONOMIA. CPI do Besc acusa governos federal e estadual. Disponível em: <<http://www1.an.com.br/2000/mai/05/0eco.htm>. Acesso em: 12 mar. 2009.

AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, n. 3, p. 377-97, Sept. 1996.

AKHIGBE, A.; MARTIN, A. D. Valuation impact of Sarbanes-Oxley: evidence from disclosure and governance within the financial services industry. **Journal of Banking and Finance**, v. 30, n. 3, p. 989-1.006, Mar. 2006.

ALLEN, F.; GALE, D. Innovations in financial services, relationships and risk sharing. **Management Science**, v. 45, n. 9, p. 1.239-43, Sept. 1999.

\_\_\_\_\_. Financial Contagion. **Journal of Political Economy**, v. 108, n. 1, p. 1-33, 2000.

ALLEN, F.; SANTOMERO, A. M. The theory of financial intermediation. Philadelphia, 1996, 43 p. The Wharton Financial Institutions Center, Philadelphia, 1996. **Wharton Working Paper Series**.

ANDERSON, C. W.; CAMPBELL, T. L. Corporate governance of Japanese banks. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 3, p. 327-54, June 2004.

ANDERSON, C. W.; BECHER, D. A.; CAMPBELL, T. L. Bank mergers, the market for CEOs, and managerial incentives. **Journal of Financial Intermediation**, v. 13, n. 1, p. 6-30, Jan. 2004.

ANDRADE, L. P. **Governança corporativa dos bancos no Brasil**. 2005. 61 f. Dissertação (Mestrado em Administração) Departamento de Administração do Centro de Ciências Sociais

da PUC - Rio, Rio de Janeiro.

ANDRES, P.; AZOFRA, V.; LOPEZ, F. Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness. **Corporate Governance**, v. 13, n. 2, p. 197-210, Mar. 2005.

ANTHONY, K. C.; NICHOLAS, B. Do boards and CEOs matter for bank performance? A comparative analysis of banks in Ghana. **Corporate Ownership and Control**, v. 4, n. 1, p. 119-26, 2006.

ARUM, T. G.; TURNER, J. D. Corporate governance of banks in developing economies: concepts and issues. **Corporate Governance**, v. 12, n. 3, p. 371-77, July 2004.

ATTIG, N.; FISCHER, K.; GADHOUM, Y. On the determinants, costs, and benefits of pyramidal ownership: evidence on expropriation of minority interests. EFA, 2004. **Maastricht Meetings Paper No. 4592**. Disponível em: <[http://163.152.84.199/paper\\_2nd/On\\_the\\_determinants.pdf](http://163.152.84.199/paper_2nd/On_the_determinants.pdf)> . Acesso em: 18 Sept. 2007.

BAGHAT, S.; BLACK, B. S. The uncertain relationship between board composition and firm performance. **Business Lawyer**, v. 54, n. 3, p. 921-66, May 1999.

BAILEY, K. D. **Methods of social research**. New York: The Free Press, 1992.

BALSLEY, H. **Quantitative research methods for business and economics**. New York: Random House, 1970.

BALTAGI, B. H. **Econometric analysis of panel data**. New York : John Wiley, 1996.

BALTAGI, B.H., WU, P.X. Unequally spaced panel data regressions with Ar(1) disturbances. **Econometric Theory**, v. 15, n. 6, p.814-23, 1999.

BANCO Central do Brasil. Composição do sistema financeiro nacional. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP>> . Acesso em 11 dez 2007.

\_\_\_\_\_. Disponível em: <<http://www.bc.gov.br/glossario.asp?id=GLOSSARIO&Definicao=238>>. Acesso em: 10 out. 2008.

\_\_\_\_\_.Quantitativo de instituições por segmento. Disponível em :<<http://www.bcb.gov.br/htms/deorf/d200902/Quadro%2001%20-%20Quantitativo%20de%20institui%C3%A7%C3%B5es%20por%20segmento.pdf>>. Acesso em: 15 abr. 2009.

BANCO do Brasil. Disponível em: <[http://www.bb.com.br/portallbb/page1,136,2549,0,0,1,8.bb?codigoNoticia=8615&codigoMenu=6889&codigoRet=6050&bread=1\\_1](http://www.bb.com.br/portallbb/page1,136,2549,0,0,1,8.bb?codigoNoticia=8615&codigoMenu=6889&codigoRet=6050&bread=1_1)> Acesso em: 24 set. 2008.

BANCO Mundial. Governance & anti-corruption. 2001. Disponível em: <<http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/WBI/EXTWBIGOVANTCOR/0,,menuPK>>

:1740542~pagePK:64168427~piPK:64168435~theSitePK:1740530,00.html.> Acesso em: 15 Mar. 2007.

\_\_\_\_\_. Finance for growth: policy choices in a volatile world. Washington D.C., 2001. 232 p. Disponível em: <[http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2001/06/08/000094946\\_01052404084811/Rendered/PDF/multi0page.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2001/06/08/000094946_01052404084811/Rendered/PDF/multi0page.pdf)>. Acesso em 07 Aug. 2008.

BANK for International Settlements. BIS. Disponível em: <<http://www.bis.org>>. Acesso em: 30 ago. 2008.

BARBI FILHO, C. Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal. **RDM**, v. 121, n. 1, p.31-55, mar. 200.

BARTH, J. R.; CAPRIO, G.; LEVINE, R. Bank regulation and supervision: what works best? **Journal of Financial Intermediation**, v. 13, n. 2, p. 205-48, 2004.

\_\_\_\_\_. **Rethinking bank regulation: till angels govern**. New York: Cambridge University Press, 2006.

BARUCCI, E.; CECCACCI, S. On ownership structure, investor protection, and company value in the Italian financial market. 2005. 39 f. Politecnico de Milano, Milano, 2005. **Discussion Paper**.

BARUCCI, E.; FALINI, J. Determinants of corporate governance in the Italian financial market. **Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA**, v.34, n. 3, p. 371-405, mar. 2005.

BASDEO, D. K.; SMITH, K. G.; GRIMM, C. M.; RINDOVA, W. P.; DERFUS, P.J. The impact of market actions on firm reputation. **Strategic Management Journal**, v. 27, n. 12, p. 1205-19.

BASEL Committee on Banking Supervision. Enhancing corporate governance for banking organizations. Basel, 2006, 30 p. Disponível em: <[www.bis.org/publ/bcbs122.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs122.pdf)>. Acesso em: 07 ago. 2008.

BASTOS, N. T. Avaliação de desempenho de bancos brasileiros baseada em criação de valor econômico. **Revista de Administração**, v. 34, n. 3, jul./set. 1999.

BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. Corporate governance and control. Cambridge, 2002, 168 p. National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2008. **NBER Working Paper Series**.

BELKHIR, M. Board of directors' size and performance in the banking industry. **International Journal of Managerial Finance**, v. 5, n. 1, 2009.

BENSTON, G.; SMITH, C. W. A transactions cost approach to the theory of financial intermediation. **The Journal of Finance**, v. 31, n. 2, p. 215-31, May 1976.

BERGER, A. N. *et al.* Corporate governance and bank performance: a joint analysis of the static, selection, and dynamic effects of domestic, foreign, and state ownership. **Journal of Banking and Finance**, v. 29, n. 4, p. 2179-2221, Apr. 2005.

BERLE, A. The impact of the corporation on classical economic theory. **Quarterly Journal of Economics**, v. 79, n. 1, p. 25-40, 1964.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: Harcourt, 1967.

BHATTACHARYA, S.; BOOT, A. W. A.; THAKOR, A. V. The economics of bank regulation. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 30, n. 4, p. 745-70, 1998.

BJUGGREN, P.; EKLUND, J. E.; WIBERG, D. Ownership structure, control and firm performance: the effects of vote-differentiated shares. **Applied Financial Economics**, , v. 17, p.1323-34, 2007.

BLACK, F.; SCHOLES, M. The valuation of option contracts and a test of market efficiency. **Journal of Finance**, v. 27, n. 2, p. 399-417, May 1972.

BOVESPA. BOVESPA Mais. São Paulo, 2007. 19 p. Disponível em: <[http://www.bovespa.com.br/pdf/BOVESPAMais\\_folder.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/BOVESPAMais_folder.pdf)>. Acesso em: 20 nov. 2007.

\_\_\_\_\_. Nível 1. São Paulo, 2006a. 8 p. Disponível em: <[http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder\\_Nivel1.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder_Nivel1.pdf)> Acesso em: 05 mar. 2007.

\_\_\_\_\_. Nível 2. São Paulo, 2006b. 14 p. Disponível em: <[http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder\\_Nivel2.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder_Nivel2.pdf)> Acesso em: 05 mar. 2007.

\_\_\_\_\_. Novo Mercado. São Paulo, 2006c. 12 p. Disponível em: <[http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder\\_NovoMercado.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder_NovoMercado.pdf)> Acesso em: 05 mar. 2007.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/CCIVIL/LEIS/L6404consol.htm>>. Acesso em: 16 out. 2008.

BRENNAN, M. J. Corporate finance over the past 25 years. **Financial Management**, v. 24, n. 2, p. 9-22, Summer 1995.

BRICKLEY, J. A.; JAMES, C. M. The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: the case of banking. **Journal of Law and Economics**, v. 30, n. 1, p. 161-180, Apr. 1987.

BRIGHAM, E. F.; EHRDARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

BRYMAN, A. **Research methods and organization studies**. New York: Routledge, 1995.

CAPRIO, G.; LAEVEN, L.; LEVINE, R. Governance and bank valuation. **Journal of Financial Intermediation**, v.16, n. 4, p. 584-617, Oct. 2007.



CAPRIO, G.; LEVINE, R. Corporate governance in finance: concepts and international observations. In: LITAN, R. E., POMERLEANO, M.; SUNDARAJAN, V. (Eds), **Financial sector governance: the roles of the public and private sectors**. p. 17-50.

CARMICHAEL, J.; KAUFMANN, D. Public sector governance and the finance sector. In: **POLICY CHALLENGES FOR THE FINANCIAL SECTOR IN THE CONTEXT OF GLOBALIZATION**, 2001, Washington DC. **Proceedings...** Washington DC: World Bank, International Monetary Fund and Federal Reserve Board, 2001, p. 1-34.

CHOI, J. J.; PARK, S. W.; YOO, S. S. The value of outside directors: evidence from corporate governance reform in Korea. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 42, n. 4, p. 941-62, Dec. 2007.

CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A Simple Approximation of Tobin's q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, Autumn 1994.

CLAESSENS, S. Corporate governance and development. In: **GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE FORUM FOCUS**, 2003, Washington DC. **Proceedings...** Washington DC: World Bank, 2003, p. 1-56.

CLAESSENS, S. *et al.* Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **Journal of Finance**, v. 57, n.6, p. 2741-71, 2002.

CLARKE, T. **Theories of corporate governance: the philosophical foundations of corporate governance**. London: Routledge, 2004.

COLES, J. L.; DANIEL, N. D.; NAVEEN, L. Boards: does one size fit all? **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 2, p. 329-56, Feb. 2008.

COMISSÃO de Valores Mobiliários. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/> > Acesso em: 30 set. 2007.

\_\_\_\_\_. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Rio de Janeiro, 2002, 12 p. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em: 30 set. 2007

COMMITTEE on the Financial Aspects of Corporate Governance. The report of the committee on the financial aspects of corporate governance. London, 1992, 90 p. **Cadbury Report**. Disponível em: < <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> >. Acesso em: 05 jul. 2007.

COMMONWEALTH Association of Corporate Governance. CACG Guidelines. Marlborough, 1999, 27 p. Disponível em: <<http://www.ccg.or.ke/resources/CACGGuidelines.doc>> Acesso em: 21 fev. 2007.

CONYON, M. J.; PECK, S. I. Board size and corporate performance: evidence from European countries. **The European Journal of Finance**, v. 10, n. 4, p. 291-304, 1998.

CORAZZA, G. Os dilemas da supervisão bancária. **Revista da Fundação de Economia e Estatística – FEE**, v. 28, p. 85-99, 2000.

CORNETT, M. M.; TEHRANIAN, H. Changes in corporate performance associated with bank acquisitions. **Journal of Financial Economics**, v. 31, n. 2, p. 211-34, 1992.

CRESPÍ, R.; GARCÍA-CESTONA, M. A.; SALAS, V. Governance mechanisms in Spanish banks: does ownership matter? **Journal of Banking and Finance**, v. 28, n. 10, p. 2.311-30, 2004.

DALTON, D. R.; JOHNSON, J. L.; ELLSTRAND, A. E. Number of directors and financial performance: a meta-analysis. **Academy of Management Journal**, v. 42, n. 6, p. 674-686, 1999.

DAMI, A. B. T. **Governança corporativa: estrutura de propriedade, desempenho e valor – uma análise de empresas brasileiras**. 2006. 116 f. Dissertação (Mestrado em Administração) Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2006.

DEMSETZ, H. The structure of ownership and the theory of the firm. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 375-393, June 1983.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, p. 1.155-77, 1985.

DENIS, D.; DENIS, D. K.; SARIN, A. Ownership structure and top executive turnover. **Journal of Financial Economics**, v. 45, n. 2, p. 193-222, Aug. 1997.

DENIS, D. K.; McCONNELL, J. J. International Corporate Governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 1-37, Mar. 2003.

DERMIGÜÇ-KUNT, A.; DETRAGIACHE, E.; TRESSEL, T. Banking on the principles: compliance with Basel core principles and bank soundness. **Journal of Financial Intermediation**, v. 17, n. 4, p. 511-42, Oct. 2008.

DUARTE, P. C.; LAMOUNIER, W. M.; TAKAMATSU, R. T. Modelos econométricos para dados em painel: Aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. In: VII Congresso USP de Controladoria e Contabilidade e IV Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 2007, São Paulo. **Anais... VII Congresso USP de Controladoria e Contabilidade e IV Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade**, 2007

EISENHARDT, M. K. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-326, Jun. 1983.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 7, n. 4, p. 27-43, out./dez. 2000.

FEDERAÇÃO Brasileira de Bancos. O setor bancário em números. São Paulo, 2008, 16 p. Disponível em: < [http://www.febraban.org.br/Acervo1.asp?id\\_texto=214&id\\_pagina=85](http://www.febraban.org.br/Acervo1.asp?id_texto=214&id_pagina=85)>. Acesso em: 12 out. 2008.

\_\_\_\_\_. Disponível em: <<http://www.febraban.org.br>>. Acesso em: 12 mai 2009.

FERNÁNDEZ, C.; GOMÉZ-ANSÓN, S. Does ownership structure affect firm performance? Evidence from a continental type governance system. **Corporate Ownership and Control**, v. 3, n. 2, p. 75-89, 2005-2006.

FLANNERY, M. J.; KWAN, S. H.; NIMALENDRAN, M. Market evidence on the opaqueness of banking firms' assets. **Journal of Financial Economics**, v. 71, n. 3, p. 419-42, Mar. 2004.

FOGELBERG, L.; GRIFFITH, J. M. Control and bank performance. **Journal of Financial and Strategic Decisions**, v.13, n. 3, p. 63-9, 2000.

GARG, A. K. Influence of board size and independence on firm performance: a study of Indian companies. **Vikalpa**, v. 32, n. 3, p. 39-60, Sept. 2007.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2007.

GORDON, J. N. What Enron means for the management and control of the modern business corporation: some initial reflections. **University of Chicago Law Review**, v. 69, n. 3, p. 1.233-53, 2002.

GUJARATTI, D. M. **Econometria básica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GURLEY, J. G.; SHAW, E. S. Financial intermediaries and the saving-investment process. **Journal of Finance**, v. 11, n. 2, p. 257-76, May 1956.

HAMALAINEN, P.; HALL, M.; HOWCROFT, B. A framework for market discipline in bank regulatory design. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 32, n. 1, p. 183-209, 2005.

HAND, J. H.; LLOYD, W. P.; ROGOW, R. B. Agency relationships in the close corporation. **Financial Management**, v. 11, n. 1, p. 25-30, Spring 1982.

HEIJ, C. *et al.* **Econometric methods with applications in business and economics**. New York: Oxford University Press, 2004.

HEREMANS, D. Corporate governance issues for banks: a financial stability perspective. 2007. 28 f. Center for Economics Studies of Katholieke Universiteit, Leuven, 2007. **Discussion Paper**.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. The determinants of board composition. **RAND**

**Journal of Economics**, v. 19, n. 4, p. 589-606, 1988.

\_\_\_\_\_. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. **Financial Management**, v. 20, n. 4, p. 101-12, 1991.

\_\_\_\_\_. Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **FRBNY Economic Policy Review**, New York, 2003, p. 21 p. Federal Reserve Bank of New York, New York, 2003.

HO, C. K. Corporate governance and corporate competitiveness: an international analysis. **Corporate Governance**, v. 13, n. 2, p. 211-53, Mar. 2005.

HOLDERNESS, C. G.; KROSZNER, R. S.; SHEEHAN, D. P. Where the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the great depression. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 435-69, Apr. 1999.

HOLMSTRON, B.; KAPLAN, S. N. The dangers of too much governance. **MIT Sloan Management Review**, p. 95-6, 2003.

IANNOTTA, G. Testing for opaqueness in the European banking industry: evidence from bond credit ratings. **Journal of Financial Services Research**, v. 30, n. 3, p. 287-309, Dec. 2006.

INSTITUTO Brasileiro de Governança Corporativa. Código das melhores práticas. São Paulo, 2004. 49 p. Disponível em: < [http://www.ibgovernancacorporativa.org.br/imagens/StConteudoArquivos/Codigo\\_IBGOVERNANCA\\_CORPORATIVA\\_3\\_versao.pdf](http://www.ibgovernancacorporativa.org.br/imagens/StConteudoArquivos/Codigo_IBGOVERNANCA_CORPORATIVA_3_versao.pdf)>. Acesso em: 21 set. 2006.

INSTITUTO de Pesquisa Econômica Aplicada. Transformações na indústria bancária brasileira e o cenário de crise. Brasília, 2009, 28 p. Disponível em: < [http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/pdf/09\\_04\\_07\\_ComunicaPresi\\_20\\_Bancos.pdf](http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/pdf/09_04_07_ComunicaPresi_20_Bancos.pdf)>. Acesso em: 11 abr. 2009.

INTERNACIONAL Finance Corporation. IFC corporate governance progression matrix for banks and financial institutions. Washington DC, 2007. p. 3. Disponível em: < [http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/CG\\_Matrix\\_Fin\\_Inst\\_Oct07/\\$FILE/Matrix\\_Fin\\_Inst\\_Oct2007.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/CG_Matrix_Fin_Inst_Oct07/$FILE/Matrix_Fin_Inst_Oct2007.pdf)> Acesso em: 22 jan. 2007.

ISKANDER, M. R.; CHAMLOU, N. Corporate governance: a framework for implementation. Washington D.C., 2000. 44p. Disponível em: < [www.worldbank.org/html/fpd/privatesector/cg](http://www.worldbank.org/html/fpd/privatesector/cg)>. Acesso em: 04 ago. 2008.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-29, May 1986.

\_\_\_\_\_. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **The Journal of Finance**, v.48, n. 3, p. 831-80, Jul. 1993.

JENSEN, M C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs

and capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-60, Jul. 1976.

JESSEVER, F.; KIRKPATRICK, G. The revised OECD principles of corporate governance and their relevance to non-OECD countries. **Corporate Governance**, v. 13, n. 2, p. 127-36, Mar. 2005.

KANE, E. J.; BUSER, S. A. Portfolio diversification at commercial banks. **Journal of Finance**, v. 34, n. 1, p. 19-34, Mar. 1979.

KAPLAN, S. N.; MINTON, B. A. Appointments of outsiders to Japanese boards: determinants and implications for managers. **Journal of Financial Economics**, v. 36, n. 2, p.225-258, Oct. 1994.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-28, 2004.

KLEIN, M. A. The economics of security divisibility and financial intermediation. **Journal of Finance**, v. 28, n. 4, p. 923-931, Sep. 1973.

KLEIN, A. Firm performance and board committee structure. **Journal of Law and Economics**, v. 41, n. 1, p. 275-303, Apr. 1998.

LAEVEN, L.; LEVINE, R. Bank governance, regulation and risk taking. Cambridge, 2008, 42p. National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2008. **NBER Working Paper Series**.

LANE, T. Market discipline. Washington DC, 1993, 37 p. International Monetary Fund, Washington DC, 1993. **IMF Staff Papers**.

LANGFORD, I. H.; LEWIS, T. Outliers in multilevel data. **Journal of the Royal Statistical Society**, v. 161, n. 2, p. 121-60, 1998.

LA PORTA *et al.* Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, v. 58, n. 5, p.1.147-70, June 2002.

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. Government ownership of banks. **Journal of Finance**, v. 57, n. 1, p.265-301, Feb. 2002.

LEAL, R. P. C.; OLIVEIRA, C. L. T. An evaluation of board practices in Brazil. **The International Journal of Effective Board Performance**, v. 2, n.3, p. 21-5, 2002.

LELAND, H. E.; PYLE, D. H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 371-87, May 1977.

LEVINE, R. The corporate governance of banks: a concise discussion of concepts and evidence. In: GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE FORUM FOCUS, 2003, Washington DC. **Proceedings...** Washington DC: World Bank, 2003, p. 1-21.

LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. **Journal of**

**Economic Literature**, v. 35, n. 2, p. 688-726, June 1997.

LEVINE, R. Finance and growth: theory and evidence. Cambridge, 2004, 118 p. National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2004. **NBER Working Paper Series**.

LINDENBERG, E. B.; ROSS, S. A. Tobin's q ratio and industrial organization. **Journal of Business**, v. 54, n. 1, p. 1-33, 1981.

LORSCH, J. W. Empowering the board: how do boards draw the line between monitoring performance and managing the company? **Harvard Business Review**, p. 107-117, Jan./Feb. 1995.

MACAVOY, P. W.; MILLSTEIN, I. M. The active board of directors and its effect on the performance of the large publicly traded corporation. **Journal of Applied Corporate Finance**, v.11, n. 4, p. 8-20, 1999.

MACEY, J. R.; O'HARA, M. The corporate governance of banks. **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, p. 91-107, Apr. 2003.

MANCINELLI, L.; OZKAN, A. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firm. **The European Journal of Finance**, v. 12, n. 3, p. 265-82, Apr. 2006.

MARCASSA, A. C. Mecanismos de governança corporativa em bancos. In: 10ª SEMANA DE CONTABILIDADE DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004. Brasília. **Anais...** Brasília: Banco Central do Brasil, 2004, 12 p. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/?CONTABIL10>>. Acesso em: 02 nov. 2007.

MARTINS, H. C. **Governança corporativa em cenários de mudanças: evidências empíricas das alterações dos atributos, papéis e responsabilidades do Conselho de Administração das empresas brasileiras**. 2004. 256 f. Tese (Doutorado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. São Paulo: Atlas, 2003.

MATHIESSEN, H. **Managerial ownership and financial performance**. 2002. 311 f. Thesis. Copenhagen Business School, Copenhagen, 2002. Disponível em: <[http://www.encycogov.com/PremiumContent/1\\_HMDissertation/HMDissertation.asp](http://www.encycogov.com/PremiumContent/1_HMDissertation/HMDissertation.asp)>. Acesso em: 10 Aug. 2007.

MAYES, D. A market base approach to maintaining systematic stability. 2000. 49 f. Bank of Finland, Helsinki, 2000. **Discussion Paper**.

McCONNELL, J. J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 595-612, Oct. 1990.

MELLO, J. S. F. **O impacto da governança corporativa no valor de mercado das companhias de capital aberto no Brasil: uma reavaliação**. 2007. 108 f. Dissertação

(Mestrado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.

MICCO, A.; PANIZZA, U.; YAÑEZ, M. Bank ownership and performance. **Inter-American Development Bank Working Papers**, New York, 2004, 48p. Inter-American Development Bank, New York, 2004.

MORGAN, D. P. Rating banks: risk and uncertainty in an opaque industry. **American Economic Review**, v. 92, n. 4, p. 874-88, Sept. 2002.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1-2, p. 293-315, Jan./Mar.1988.

MULLINEUX, A. The corporate governance of banks. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, v. 14, n. 4, p. 375-82, 2006.

\_\_\_\_\_. Financial sector convergence and corporate governance. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, v. 15, n. 1, p. 8-19, 2007.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas do Brasil**. 2003. 132f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

OLIVEIRA, G. C. Sistema financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro. **Revista de Economia Política**, v. 28, n. 1, jan./mar. 2008.

ORGANIZAÇÃO para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. Experiences from the regional corporate governance roundtables. Paris, 2003, 92 p. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/19/26/23742340.pdf>>. Acesso em: 02 fev. 2007.

\_\_\_\_\_. Policy brief: the OECD principles of corporate governance. Paris, 2004a, 8 p. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/19/26/23742340.pdf>>. Acesso em: 30 mar. 2007.

\_\_\_\_\_. The OECD principles of corporate governance. Paris, 2004b, 69 p. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acesso em: 24 mar. 2007.

\_\_\_\_\_. White Paper Progress Report – Brazil. Lima, 2005, 12 p. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/39/37/35656827.pdf>>. Acesso em: 02 fev. 2008.

OTTEN, J.A.; WEMPE, B. Corporate governance and the politics of agency theory. Rotterdam: RSM Erasmus University, 2007, 142 p. **Working Paper**. Disponível em: <[www.uu.nl/unpublish/content/Thepoliticsofagencytheoryincorporategovernancesub.pdf](http://www.uu.nl/unpublish/content/Thepoliticsofagencytheoryincorporategovernancesub.pdf)>. Acesso em: 05 set. 2008.

PARK, H. M. Linear regression models for panel data using SAS, Stata, LIMDEP, and SPSS..

Indiana: Indiana University, 2008, 71 p. **Working paper**. Disponível em: <  
<http://www.indiana.edu/~statmath/stat/all/panel/panel.pdf>>. Acesso em: 09 fev. 2009.

PATHAN, S.; SKULLY, M. T.; WICKRAMANAYAKE, I. Board size, independence and performance: an analysis of Thai banks. **Asia-Pacific Financial Markets**, v. 14, n. 3, p. 211-27, Sept. 2007.

PAULA, L. F. R.; JUNIOR, A. J. A. Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano. **Revista de Análise Econômica**, v. 21, n. 39, p. 138-62, 2001.

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. **Econometria: modelos e previsões**. São Paulo: Elsevier Campus, 2004.

POLO, A. Corporate governance of banks: the current state of the debate. Munich, 2007. University Library of Munich, Munich, 2008. **MPRA Paper**.

PROWSE, S. Corporate governance in an international perspective: a survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany. Basel, 1994, 82 p. Bank for International Settlements, Basle, 1994. **BIS Economic Papers**.

\_\_\_\_\_. Corporate control in commercial banks. **Journal of Financial Research**, v. 20, n. 4, p. 509-27, 1997.

PYLE, D. H. On the theory of financial intermediation. **Journal of Finance**, v. 26, n. 3, p. 737-47, June 1971.

RABE-HESKETH, S.; SKRONDAL, A. **Multilevel and longitudinal modeling using Stata**. College Station: Stata Press, 2005.

RUDDICK, G. Credit crisis caused by poor bank management. **The Telegraph**, 06 oct 2008. Disponível em: <  
<http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/3147110/Credit-crisis-caused-by-poor-bank-management-says-ACCA.html>> . Acesso em: 10 oct. 2008.

RYAN, B.; SCAPENS, R. W.; THEOBOLD, M. **Research method and methodology in finance and accounting**. London: Thomson, 2002.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-85, 2008.

SANTOMERO, A. M. Modeling the banking firm: a survey. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 16, n. 4, p. 576-602, Nov. 1984.

SANTOS, S. N.; CHAVES, C. A.; CARDOSO, A. A. Aplicação do método EVA na tomada de decisão em projetos. In: III Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia, 2006, Rio de Janeiro. **Anais... III Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia**, 2006.



SCHNAKE, M. E.; WILLIAMS, R. J. Multiple directorships and corporate misconduct: the moderating influences of board size and outside directors. **Journal of Business Strategies**, v. 25, n. 1, p. 1-14, 2008.

SEALEY, C. W. Deposit rate-setting, risk aversion and the theory of depository financial intermediaries. **Journal of Finance**, v. 35, n. 5, Dec. 1980.

SECURATO, J. R.; SECURATO, J. C. Uma medida para avaliação da estrutura de capital da empresa e a governança corporativa – estudo introdutório. In: VI SEMEAD Seminários em Administração FEA-USP, 2003, São Paulo. **Anais... VI SEMEAD Seminários em Administração FEA-USP**, 2003.

SHEN, C. H.; CHIH, H. L. Investor protection, prospect theory, and earnings management: an international comparison of the banking industry. **Journal of Banking and Finance**, v. 29, n. 10, p. 2675-2697, Oct. 2005.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-83, June 1997.

SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, n. 9, 1998.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

SOARES, C. R. P. **O impacto da governança corporativa sobre o comportamento do preço de ações no Brasil: o caso do papel e celulose, 2000 a 2003**. 2003. 115 f. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz da Universidade de São Paulo, Piracicaba.

STAIKOURAS, P.; STAIKOURAS, C.; AGORAKI, M. E. The effect of board size and composition on European bank performance. **European Journal of Law and Economics**, v. 23, n. 1, p. 1-27, Feb. 2007.

STANDARD & POOR'S. Country Governance Study. Brasil, 2004, 9 p. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDp=61&IDArea=1003>>. Acesso em: 11 nov. 2007.

STOCK, J. H.; WATSON, M. W. **Econometria**. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

THE ECONOMIST. Disponível em: <<http://www.economist.com>>. Acesso em: 07 nov. 2008

\_\_\_\_\_. Spread beats. Disponível em: <[http://www.economist.com/world/americas/displaystory.cfm?story\\_id=13331179](http://www.economist.com/world/americas/displaystory.cfm?story_id=13331179)>. Acesso em: 19 mar. 2009.

TOBIN, J. A general equilibrium approach to the monetary theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 1, n. 1, p. 15-29, 1969.

VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Abante**, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. **Journal of Financial Economics**, v. 40, n.3, p. 185-213, 1996.

WISEMAN, R. M.; GOMEZ-MEJIA, L. R. A behavioral agency model of managerial risk taking. **Academy of Management Review**, v. 23, n. 1, p. 133-53, 1998.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. Cambridge: MIT Press, 2002.

## APÊNDICE A

### Tratamento de *outliers*

As estimativas dos desvios-padrão dos coeficientes do modelo de regressão são muito sensíveis à presença de *outliers*. Assim um único valor pode alterar a magnitude e a significância dos coeficientes.

Após o ajuste dos primeiros modelos de efeitos fixos para as variáveis Q de Tobin e ROE, a presença de *outliers* foi avaliada por meio dos resíduos padronizados. Foram criadas variáveis indicadoras para cada observação discrepante, com o objetivo de verificar a inadequação dessas observações com relação ao modelo proposto (LANGFORD e LEWIS, 1998).

Em seguida, foi avaliada a significância dessas variáveis no modelo pelo teste da razão de verossimilhança, no qual a hipótese nula é a de que a observação é coerente com o modelo adotado. O p-valor resultante foi corrigido para testes múltiplos (*bonferroni*) utilizando a função `_mtest` do Stata. Essa correção é necessária porque o teste deve ser feito com cada observação do modelo e, não apenas com as observações que se aparentam discrepantes, já que haveria um viés de seleção. Anteriormente à remoção dos *outliers*, foi feito um novo teste de consistência dos dados em busca de erros de digitação.

### Modelo do Q de Tobin

O modelo Q de Tobin foi ajustado pelas covariáveis ANO e CONTEST. Após o ajuste foi detectado um resíduo a mais de cinco desvios-padrão do valor predito. O valor removido encontra-se descrito na tabela 19.

Tabela 19  
*Outliers* removidos referentes ao Q de Tobin

<b>Banco</b>	<b>Ano</b>	<b>Q de Tobin</b>
6 (BANCO DO ESTADO DE SANTA CATARINA S.A.)	2007	2.27

Fonte – Stata, versão 9.0.

### Modelo do ROE

Após o ajuste do modelo de efeitos fixos para a variável ROE controlando pelas variáveis ano, CONTEST e IEG, foi detectado um resíduo padronizado com valor de dez desvios-padrão. Após a remoção do mesmo, foi ajustado um novo modelo, que indicou que o valor de 2002 referente ao banco 6 também era um *outlier* ( $> 9$  desvios-padrão). Após novo ajuste do modelo, outros três valores foram identificados (a mais de quatro desvios do valor predito pelo modelo). Por fim, outros dois *outliers* (a mais de cinco desvios do valor predito) foram detectados após o ajuste. Os valores removidos encontram-se listados na tabela 20.

Tabela 20  
*Outliers* removidos referentes ao ROE

<b>Banco</b>	<b>Ano</b>	<b>ROE</b>
1 (BANESTES S.A. - BCO EST ESPIRITO SANTO)	1998	-0.35
1 (BANESTES S.A. - BCO EST ESPIRITO SANTO)	2002	-0.61
6 (BCO ESTADO DE SANTA CATARINA S.A.)	1998	-1.48
6 (BCO ESTADO DE SANTA CATARINA S.A.)	1999	-55.36
6 (BCO ESTADO DE SANTA CATARINA S.A.)	2002	-8.80
8 (BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.)	1998	-1.60
11 (BCO NORDESTE DO BRASIL S.A.)	2001	-2.47

Fonte – Stata, versão 9.0.

## APÊNDICE B

### Resultado da regressão com o modelo de efeitos fixos para a variável Q de Tobin a partir do procedimento *stepwise forward*

Inicialmente, buscou-se um melhor ajuste para a variável ano, já que, como observado graficamente, a tendência do valor de mercado no tempo não se apresentou perfeitamente linear. O gráfico 18 exibe a tendência de Q de Tobin no tempo para os períodos de 1998-2002 e 2003-2007.

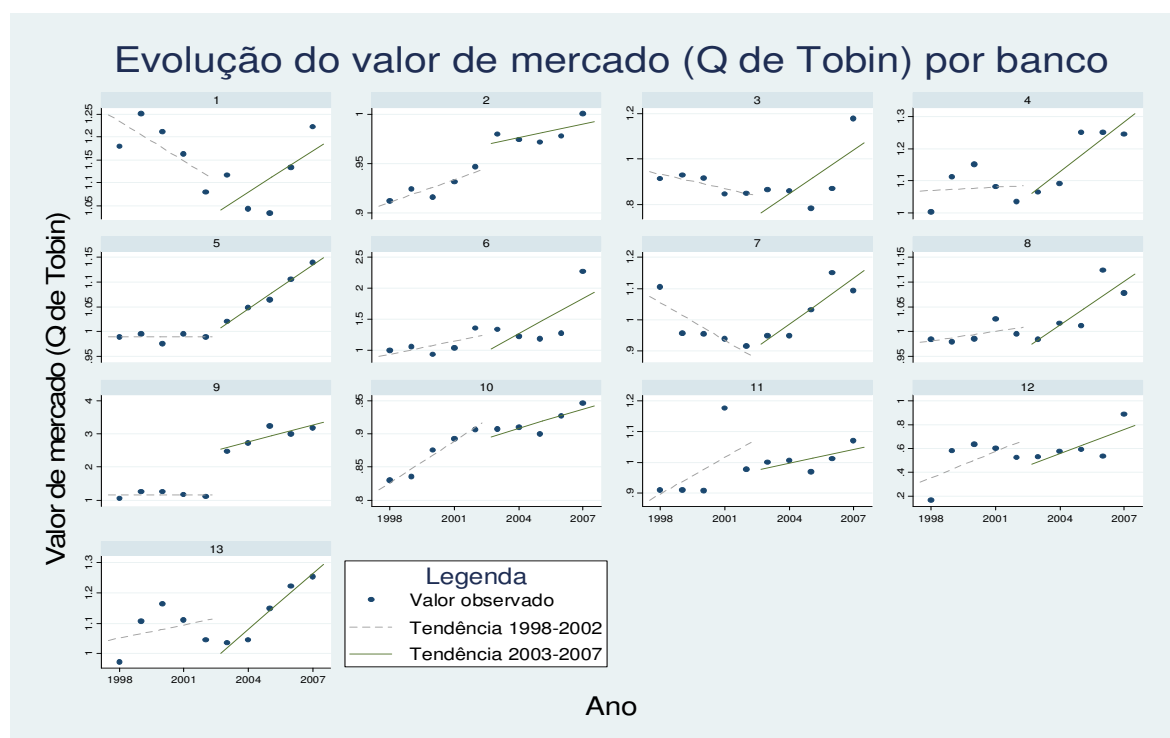


Gráfico 18 – Evolução do Q de Tobin, por banco  
Fonte – Stata, versão 9.0.

Note-se que, a partir de 2003, todos os bancos apresentaram uma tendência de crescimento. O modelo da tabela 19 permitiu que o efeito do tempo sobre Q de Tobin fosse distinto nos dois períodos. A tabela 21 traz os resultados do modelo de regressão definido a partir da técnica

*stepwise forward*, que demonstrou que nenhuma das variáveis selecionadas de governança corporativa se apresentou significativa estatisticamente. O modelo utilizado é o de efeitos fixos e resíduos AR1, mas com efeitos distintos do tempo para 1998-2002/2003-2007.

Tabela 21

Modelo final de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1) para a variável Q de Tobin após a aplicação da técnica *stepwise forward*

<b>Modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)</b>					
Variáveis	Coef.	DP	t	P-valor	IC (95%)
ANO_98_02	-0.015	0.010	-1.56	0.121	( -0.035 ; 0.004 )
ANO_03_07	0.033	0.007	5.01	0.000	( 0.020 ; 0.047 )
CONTEST	-0.019	0.079	-0.24	0.813	( -0.175 ; 0.138 )
_cons	1.032	0.038	26.88	0.000	( 0.956 ; 1.108 )
rho_ar	0.210				
sigma_u	0.550				
sigma_e	0.077				
rho_fov	0.981				

Fonte – Stata, versão 9.0.

```
F test that all fixed effects=0:
F(13, 98) = 142,31
Prob > F = 0.0000
```

Figura 14 – Teste F (todos os efeitos fixos iguais a zero – 1998/2002 e 2003/2007)

Fonte – Stata, versão 9.0.

```
"test ano_98_02-ano_03_07=0":
F(1, 98) = 11,03
Prob > F = 0.0013
```

Figura 15 – Teste F (se os efeitos fixos em diferentes períodos são iguais)

Fonte – Stata, versão 9.0.

Note-se que as variáveis “ANO\_98\_02” e “ANO\_03\_07” têm o mesmo valor da variável “ANO” caso o período seja o mesmo referido pelo nome das mesmas e recebem valor zero em caso contrário. Para o período de 1998-2002 foi estimado um decréscimo médio anual de 0,015 no Q de Tobin a cada ano. O p-valor indica que não se pode rejeitar a hipótese de que não

houve variação no período. Já no período de 2003-2007 estimou-se um crescimento médio anual do Q de Tobin da ordem de 0,033 a cada ano.

## APÊNDICE C

### Resultados individualizados das configurações testadas para o Q de Tobin

Tabela 22  
Configuração 1 para o Q de Tobin

<b>Modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)</b>					
Variáveis	Coef.	DP	T	P-valor	IC (95%)
PC	-0.016	0.049	-0.32	0.747	( -0.112 ; 0.081 )
ATC	0.013	0.035	0.37	0.709	( -0.056 ; 0.082 )
PCE	0.010	0.029	0.36	0.720	( -0.047 ; 0.068 )
PN	0.005	0.045	0.11	0.914	( -0.084 ; 0.094 )
AA	-0.028	0.070	-0.40	0.687	( -0.166 ; 0.110 )
ONCSET	-0.004	0.038	-0.11	0.909	( -0.079 ; 0.070 )
CONTEST	-0.039	0.092	-0.43	0.670	( -0.221 ; 0.143 )
_cons	1.105	0.046	23.96	0.000	( 1.013 ; 1.196 )
rho_ar	0.277				
sigma_u	0.555				
sigma_e	0.088				
rho_fov	0.975				
<b>F test that all u_i=0: F(13,94) = 79.30 Prob &gt; F = 0.0000</b>					

Fonte – Stata, versão 9.0

Tabela 23  
Configuração 2 para o Q de Tobin (continua)

<b>Modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)</b>					
Variáveis	Coef.	DP	T	P-valor	IC (95%)
PC	-0.012	0.048	-0.24	0.810	( -0.107 ; 0.084 )
TC	0.005	0.009	0.50	0.619	( -0.014 ; 0.023 )
PCE	0.009	0.029	0.32	0.746	( -0.048 ; 0.067 )
AA	-0.028	0.069	-0.40	0.687	( -0.164 ; 0.109 )
ONCSET	-0.004	0.037	-0.12	0.905	( -0.078 ; 0.069 )
CONTEST	-0.045	0.090	-0.49	0.623	( -0.224 ; 0.135 )
_cons	1.081	0.061	17.76	0.000	( 0.960 ; 1.201 )
rho_ar	0.267				
sigma_u	0.546				



sigma_e	0.088
rho_fov	0.975
<b>F test that all u_i=0: F(13,95) = 43.76 Prob &gt; F = 0.0000</b>	

Fonte – Stata, versão 9.0

Tabela 24  
Configuração 3 para o Q de Tobin

<b>Modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)</b>					
<b>Variáveis</b>	<b>Coef.</b>	<b>DP</b>	<b>T</b>	<b>P-valor</b>	<b>IC (95%)</b>
PC	-0.010	0.049	-0.21	0.831	( -0.107 ; 0.086 )
TC	0.005	0.009	0.51	0.613	( -0.014 ; 0.024 )
IC	-0.008	0.050	-0.15	0.880	( -0.106 ; 0.091 )
PN	0.004	0.045	0.09	0.926	( -0.085 ; 0.093 )
AA	-0.122	0.213	-0.57	0.570	( -0.546 ; 0.302 )
PONA	0.001	0.003	0.47	0.638	( -0.004 ; 0.007 )
PONC	0.001	0.001	0.77	0.441	( -0.001 ; 0.003 )
CONTEST	-0.035	0.090	-0.39	0.698	( -0.213 ; 0.143 )
_cons	1.004	0.104	9.66	0.000	( 0.798 ; 1.211 )
rho_ar	0.265				
sigma_u	0.541				
sigma_e	0.088				
rho_fov	0.974				
<b>F test that all u_i=0: F(13,93) = 46.37 Prob &gt; F = 0.0000</b>					

Fonte – Stata, versão 9.0

Tabela 25  
Configuração 4 para o Q de Tobin (continua)

<b>Modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)</b>					
<b>Variáveis</b>	<b>Coef.</b>	<b>DP</b>	<b>T</b>	<b>P-valor</b>	<b>IC (95%)</b>
PC	-0.012	0.048	-0.25	0.805	( -0.107 ; 0.084 )
TC	0.005	0.009	0.49	0.627	( -0.014 ; 0.023 )
IC	-0.008	0.049	-0.16	0.873	( -0.106 ; 0.090 )
AA	-0.121	0.213	-0.56	0.574	( -0.544 ; 0.303 )
PONA	0.001	0.003	0.46	0.646	( -0.004 ; 0.007 )
PONC	0.001	0.001	0.79	0.432	( -0.001 ; 0.003 )
CONTEST	-0.033	0.089	-0.38	0.707	( -0.209 ; 0.143 )
_cons	1.008	0.099	10.21	0.000	( 0.812 ; 1.204 )
rho_ar	0.276				

sigma\_u            0.542  
 sigma\_e            0.088  
 rho\_fov            0.974

**F test that all u\_i=0: F(12,96) = 3.31            Prob > F = 0.0005**

Fonte – Stata, versão 9.0.

Tabela 26  
 Configuração 5 para o Q de Tobin

**Modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)**

Variáveis	Coef.	DP	t	P-valor	IC (95%)
PC	-0.016	0.049	-0.32	0.747	( -0.112 ; 0.081 )
ATC	0.015	0.035	0.42	0.678	( -0.055 ; 0.084 )
IC	-0.011	0.048	-0.22	0.826	( -0.106 ; 0.085 )
PN	0.005	0.045	0.11	0.909	( -0.084 ; 0.094 )
AA	-0.032	0.071	-0.45	0.657	( -0.172 ; 0.109 )
ONCSET	-0.005	0.038	-0.15	0.885	( -0.080 ; 0.069 )
CONTEST	-0.032	0.090	-0.35	0.725	( -0.210 ; 0.147 )
_cons	1.111	0.051	21.87	0.000	( 1.011 ; 1.212 )
rho_ar	0.279				
sigma_u	0.554				
sigma_e	0.088				
rho_fov	0.975				

**F test that all u\_i=0: F(13,94) = 83.89            Prob > F = 0.0000**

Fonte – Stata, versão 9.0.

## APÊNDICE D

**Resultados individualizados das configurações testadas para o ROE**

Tabela 27  
Configuração 1 para o ROE

<b>Modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)</b>					
<b>Variáveis</b>	<b>Coef.</b>	<b>DP</b>	<b>T</b>	<b>P-valor</b>	<b>IC (95%)</b>
IEG	0.069	0.066	1.05	0.296	( -0.061 ; 0.199 )
PC	-0.118	0.045	-2.62	0.010	( -0.208 ; -0.029 )
ATC	-0.011	0.027	-0.42	0.674	( -0.065 ; 0.042 )
PCE	-0.028	0.022	-1.27	0.206	( -0.072 ; 0.016 )
PN	-0.026	0.037	-0.71	0.481	( -0.099 ; 0.047 )
AA	-0.015	0.054	-0.28	0.778	( -0.123 ; 0.092 )
ONCSET	0.025	0.029	0.84	0.401	( -0.034 ; 0.083 )
CONTEST	-0.005	0.072	-0.07	0.941	( -0.148 ; 0.137 )
_cons	0.173	0.055	3.12	0.002	( 0.063 ; 0.283 )
rho_ar	0.225				
sigma_u	0.083				
sigma_e	0.070				
rho_fov	0.584				
<b>F test that all u_i=0: F(12,89) = 5.99 Prob &gt; F = 0.0000</b>					

Fonte – Stata, versão 9.0.

Tabela 28  
Configuração 2 para o ROE (continua)

<b>Modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)</b>					
<b>Variáveis</b>	<b>Coef.</b>	<b>DP</b>	<b>T</b>	<b>P-valor</b>	<b>IC (95%)</b>
IEG	0.082	0.063	1.29	0.201	( -0.044 ; 0.208 )
PC	-0.105	0.044	-2.39	0.019	( -0.192 ; -0.018 )
TC	0.012	0.007	1.80	0.075	( -0.001 ; 0.025 )
PCE	-0.032	0.022	-1.48	0.142	( -0.075 ; 0.011 )
AA	-0.028	0.052	-0.54	0.591	( -0.132 ; 0.076 )
ONCSET	0.023	0.028	0.80	0.426	( -0.034 ; 0.079 )
CONTEST	-0.004	0.071	-0.06	0.953	( -0.144 ; 0.136 )

_cons	0.052	0.063	0.83	0.408	( -0.073 ; 0.177 )
rho_ar	0.197				
sigma_u	0.069				
sigma_e	0.068				
rho_fov	0.506				

**F test that all u\_i=0: F(12,90) = 4.45 Prob > F = 0.0000**

Fonte – Stata, versão 9.0.

Tabela 29  
Configuração 3 para o ROE

<b>Modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)</b>					
<b>Variáveis</b>	<b>Coef.</b>	<b>DP</b>	<b>T</b>	<b>P-valor</b>	<b>IC (95%)</b>
IEG	0.068	0.065	1.05	0.298	( -0.061 ; 0.198 )
PC	-0.102	0.046	-2.20	0.030	( -0.195 ; -0.010 )
TC	0.012	0.007	1.73	0.088	( -0.002 ; 0.027 )
IC	0.005	0.039	0.12	0.903	( -0.072 ; 0.082 )
PN	-0.028	0.038	-0.74	0.462	( -0.103 ; 0.047 )
AA	-0.037	0.167	-0.22	0.824	( -0.370 ; 0.295 )
PONA	0.000	0.002	0.02	0.986	( -0.004 ; 0.005 )
PONC	0.000	0.001	-0.11	0.915	( -0.002 ; 0.002 )
CONTEST	-0.021	0.070	-0.30	0.767	( -0.159 ; 0.118 )
_cons	0.092	0.090	1.02	0.312	( -0.088 ; 0.271 )
rho_ar	0.252				
sigma_u	0.067				
sigma_e	0.070				
rho_fov	0.478				

**F test that all u\_i=0: F(12,88) = 3.58 Prob > F = 0.0002**

Fonte – Stata, versão 9.0.

Tabela 30  
Configuração 4 para o ROE (continua)

<b>Modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)</b>					
<b>Variáveis</b>	<b>Coef.</b>	<b>DP</b>	<b>T</b>	<b>P-valor</b>	<b>IC (95%)</b>
IEG	0.072	0.064	1.12	0.267	( -0.056 ; 0.200 )
PC	-0.101	0.046	-2.22	0.029	( -0.192 ; -0.010 )
TC	0.012	0.007	1.71	0.091	( -0.002 ; 0.026 )
IC	0.008	0.039	0.21	0.833	( -0.069 ; 0.085 )
AA	-0.028	0.165	-0.17	0.864	( -0.356 ; 0.300 )

PONA	0.000	0.002	-0.02	0.981	( -0.004 ; 0.004 )
PONC	0.000	0.001	-0.03	0.977	( -0.002 ; 0.002 )
CONTEST	-0.020	0.070	-0.29	0.776	( -0.159 ; 0.119 )
_cons	0.059	0.085	0.70	0.488	( -0.110 ; 0.228 )
rho_ar	0.235				
sigma_u	0.068				
sigma_e	0.070				
rho_fov	0.489				

F test that all u\_i=0: F(12,89) = 3.71 Prob > F = 0.0002

Fonte – Stata, versão 9.0.

Tabela 31  
Configuração 5 para o ROE

<b>Modelo de efeitos fixos com resíduos autorregressivos de ordem 1 (AR1)</b>					
<b>Variáveis</b>	<b>Coef.</b>	<b>DP</b>	<b>T</b>	<b>P-valor</b>	<b>IC (95%)</b>
IEG	0.055	0.067	0.82	0.412	( -0.077 ; 0.187 )
PC	-0.114	0.046	-2.46	0.016	( -0.206 ; -0.022 )
ATC	-0.013	0.028	-0.45	0.652	( -0.068 ; 0.043 )
IC	-0.010	0.038	-0.25	0.802	( -0.085 ; 0.066 )
PN	-0.027	0.038	-0.71	0.482	( -0.101 ; 0.048 )
AA	-0.022	0.056	-0.40	0.692	( -0.134 ; 0.089 )
ONCSET	0.025	0.030	0.84	0.406	( -0.035 ; 0.085 )
CONTEST	-0.017	0.070	-0.24	0.808	( -0.156 ; 0.122 )
_cons	0.187	0.057	3.30	0.001	( 0.074 ; 0.299 )
rho_ar	0.264				
sigma_u	0.080				
sigma_e	0.070				
rho_fov	0.564				
<b>F test that all u_i=0: F(12,89) = 5.24 Prob &gt; F = 0.0000</b>					

Fonte – Stata, versão 9.0.