



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO - CEPEAD

JOSÉ ROBERTO DE SOUZA FRANCISCO

**ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA:
CRIAÇÃO DE VALOR E DESEMPENHO NAS
COOPERATIVAS DE CRÉDITO**

**Belo Horizonte
2014**

JOSÉ ROBERTO DE SOUZA FRANCISCO

**ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA:
CRIAÇÃO DE VALOR E DESEMPENHO NAS
COOPERATIVAS DE CRÉDITO**

Tese de Doutorado apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Administração.

Área de concentração - Finanças

Orientador - Prof. Dr. Luiz Alberto Bertucci

Coorientador- Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral

**Belo Horizonte
2014**

F819i
2014

Francisco, José Roberto de Souza.
Índice de governança corporativa [manuscrito] : criação de valor e desempenho nas cooperativas de crédito / José Roberto de Souza Francisco. - 2014
301 f., enc. : il.

Orientador: Luiz Alberto Bertucci.
Coorientador: Hudson Fernandes Amaral

Tese (doutorado). Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração.
Inclui bibliografia (f.221-245), anexos e apêndice.

1.Governança corporativa - Teses 2.Cooperativas de crédito - Teses. 3.Criação de valor - Teses. 4.Administração - Teses. I.Bertucci, Luiz Alberto. II.Amaral, Hudson Fernandes. III.Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração. IV.Título

CDD: 658.4



Universidade Federal de Minas Gerais
Faculdade de Ciências Econômicas
Departamento de Ciências Administrativas
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração

ATA DA DEFESA DE TESE DE DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO do Senhor **JOSÉ ROBERTO DE SOUZA FRANCISCO**, REGISTRO Nº 111/2014. No dia 28 de fevereiro de 2014, às 10:00 horas, reuniu-se na Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG, a Comissão Examinadora de Tese, indicada pelo Colegiado do Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração do CEPEAD, em 21 de fevereiro de 2014, para julgar o trabalho final intitulado "**Índice de Governança Corporativa: Criação de Valor e Desempenho nas Cooperativas de Crédito**", requisito para a obtenção do **Grau de Doutor em Administração**, linha de pesquisa: **Finanças**. Abrindo a sessão, o Senhor Presidente da Comissão, Prof. Dr. Luiz Alberto Bertucci, após dar conhecimento aos presentes o teor das Normas Regulamentares do Trabalho Final, passou a palavra ao candidato para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores com a respectiva defesa do candidato. Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença do candidato e do público, para julgamento e expedição do seguinte resultado final:

APROVAÇÃO;

() APROVAÇÃO CONDICIONADA A SATISFAÇÃO DAS EXIGÊNCIAS CONSTANTES NO VERSO DESTA FOLHA, NO PRAZO FIXADO PELA BANCA EXAMINADORA (NÃO SUPERIOR A 90 NOVENTA DIAS);

() REPROVAÇÃO.

O resultado final foi comunicado publicamente ao candidato pelo Senhor Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, o Senhor Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 28 de fevereiro de 2014.

NOMES

Prof. Dr. Luiz Alberto Bertucci
ORIENTADOR (CEPEAD/UFMG)

Prof. Dr. Antônio Artur de Souza
(CEPEAD/UFMG)

Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral
(CEPEAD/UFMG)

Prof^a. Dr^a. Laise Ferraz Correia
(CEFET/MG)

Prof. Dr. Luis Manuel Mota de Castro
(Universidade Tecnica de Lisboa/ Portugal)

ASSINATURAS

.....

.....

.....

.....

.....

A Consuelo, Tamires , Isadora e aos meus pais,
Com carinho.

Feliz aquele que transfere o que sabe e aprende o que ensina.

O que vale na vida não é o ponto de partida e, sim, a caminhada. Caminhando e semeando, no fim, terás o que colher.

O saber a gente aprende com os mestres e os livros. A sabedoria se aprende com a vida e com os humildes.

Ser humilde não é ser menos que alguém, é saber que não somos mais do que ninguém.

Cora Coralina.....

AGRADECIMENTOS

A Deus e à intercessão de Nossa Senhora Aparecida e a São Judas Tadeu, por minha vida, saúde, família, amigos, sabedoria, inteligência, possibilidade de formação, de trabalho e grandes oportunidades que tem me proporcionado.

Aos meus pais, José Francisco e Ana Lúcia de Souza Francisco, pelo exemplo de família, caráter, honestidade, dedicação, esforço, amor, disciplina, educação e carinho, além da estrutura e do apoio incondicional em todos os momentos da minha vida; às minhas irmãs Carla Andréia e Cristiane, juntamente com seus esposos Ricardo e Guilherme; ao meu irmão Marco Aurélio e meu sobrinho Ricardo, pela união e companheirismo.

À minha esposa Consuelo, pelo apoio, simplicidade, educação, calma, presteza, aprendizado, e por saber entender minhas ausências para dedicação a esta pesquisa.

Ao Casal José Adriano dos Santos (meu amigo *in-memoriam*) e a Aparecida Ribeiro Santos, pelo apoio, consideração e por me deixar fazer parte da família.

Ao meu orientador, Professor Dr. Luiz Alberto Bertucci, pelo apoio, dedicação, companheirismo, esforço e por acreditar no meu trabalho.

Ao meu coorientador, Professor Dr. Hudson Fernandes Amaral, pela amizade, confiança, caráter, honra, competência, serenidade e dedicação no meu trabalho. E por me acompanhar desde o início desta pesquisa.

À Professora Dr^a Laise Ferraz Correia, pela participação no ensaio teórico, banca de defesa de projeto, banca examinadora da tese e, sobretudo, pelas valiosas e precisas contribuições ao longo do trabalho.

Aos Professores Dr. Antônio Artur de Souza e Dr. Luis Manuel Mota de Castro (ISEG/Portugal), pela participação na banca examinadora da tese.

À Organização das Cooperativas do Estado de Minas Gerais (OCEMG), em especial, Dr. Ronaldo Ernesto Scucato e Sr. William Bicalho da Cruz, pela honrosa representatividade da categoria das cooperativas ao nível nacional.

Aos professores do CEPEAD, pela oportunidade de pesquisa e fonte de conhecimento que foram apresentados durante as disciplinas cursadas no doutorado.

Aos colegas do doutorado, especialmente, Romeu Eugênio de Lima, pelas trocas de ideias, parceria, companheirismo e amizade.

Aos amigos Professor Alfredo Alves de Oliveira Melo, Professor Rubens Queiroz e a amiga Rosaura de Castro Alves, pelo incentivo, apoio e compreensão ao longo da caminhada do mestrado e agora nesta tese.

Aos professores e amigos Dr. Reinaldo Aparecida Fonseca, Dr. Roberto do Nascimento Ferreira e MSc. Luiz Gustavo Camarano Narareth, da Universidade Federal de São João Del-Rei (UFSJ), pelo apoio, honra, amizade sincera, compenheirismo e dedicação.

Ao Departamento de Ciências Administrativas e Contábeis (DECAC) da Universidade Federal de São João Del-Rei (UFSJ), na pessoa de seus representantes, professores e professoras, pelo compenheirismo e apoio incomensurável para que eu pudesse realizar esta pesquisa.

À Professora Renata Tulora Takamatsu, pelo apoio na estatística econométrica desta pesquisa.

À Universidade Federal de São João Del-Rei (UFSJ), pelo apoio ao meu ingresso no doutorado.

À Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), pela acolhida, fonte de pesquisa e conhecimento para que eu pudesse concluir meu doutorado.

Ao Banco Central do Brasil (BACEN), pelo apoio no fornecimento dos balancetes patrimoniais.

À FAPEMIG, juntamente com a UFSJ, por meio do convênio Programa Mineiro de Capacitação de Docente (PMCD), pelo apoio financeiro.

RESUMO

Nesta pesquisa, procurou-se analisar a relação entre as boas práticas de governança corporativa e a relação com a criação de valor/desempenho, das cooperativas de crédito ao longo do período de 2010 e 2012. O objetivo da pesquisa foi criar e validar um índice de governança corporativa para as cooperativas de crédito para então analisar a relação entre boas práticas de governança e a criação de valor/desempenho, tendo como questão problema: as boas práticas de governança corporativa proporcionam criação de valor para as cooperativas de crédito? A abordagem teórica baseou-se em governança corporativa, criação de valor e cooperativas de crédito. Inicialmente, foi coletado o questionário (pesquisa *survey*), baseando-se nos aspectos de governança corporativa. Nesse ínterim, foram coletados os dados dos balancetes patrimoniais das cooperativas de crédito dos anos de 2010 e 2012, de modo a dar suporte às variáveis de criação de valor e desempenho. Após, então, foram compilados os dados para que se pudessem iniciar os procedimentos estatísticos/econômicos. Devido ao grande número de variáveis, os dados quantitativos foram agrupados por meio da técnica estatística econométrica de análise fatorial, ao passo que os dados qualitativos, governança corporativa, o foram por meio da técnica estatística econométrica de análise de componentes principais. As variáveis de controle utilizadas foram escolhidas com base na literatura pesquisada ao longo do estudo e ressalta-se, no que se refere à avaliação da criação de valor, foram utilizados as variáveis de desempenho, e no que se refere à avaliação de desempenho, foram utilizados as variáveis de criação de valor. Assim, iniciou-se a pesquisa por meio da criação de índices a partir da análise fatorial para a identificação de variáveis latentes dependentes relacionadas à criação de valor e desempenho; em seguida, a criação de índices a partir da análise de componentes principais para a criação de variáveis latentes independentes relacionadas à governança corporativa. Finalmente, verificou-se, a partir de modelos de regressão com dados em painel, a influência das variáveis e índices relacionados à governança corporativa com os índices de criação de valor e desempenho. Com base na pesquisa, ficou evidenciado que o Índice de Governança Corporativa (IGC) é impactado principalmente pela *Gestão Executiva*, representando 40,31% da importância do IGC, seguido da dimensão *Representação e Participação* com 34,07% da importância do IGC. Dentro da *Gestão Executiva*, pode-se destacar a capacitação técnica dos dirigentes representando mais da metade da importância da dimensão *Gestão Executiva*, enquanto que para a dimensão *Representação e Participação*, mais da metade de sua importância vem da educação cooperativista dos funcionários e associados. Ao analisar as variáveis, a pesquisa apontou para os seguintes Constructos: Constructo – Criação de Valor tendo gerado a variável latente – *Agregação Valor*, objeto da análise fatorial formada por meio das variáveis *Inv.Tot.* - Total de Investimento; *EVA* – Valor Econômico Agregado; *Inv.A.Fixo* – Investimento em Ativo Fixo; *CDG* – Investimento em Capital de Giro; Constructo – Criação de Valor tendo gerado a variável latente – *Desenvolver Valor*, objeto da análise fatorial formada por meio das variáveis *AVA* – Indicadores de Agregação de Valor; *EBITDA/AT* – LAJIRDA/Ativo Total; *Marg.L.Op* – Margem de Lucro Operacional; e *Rent.KP.* – Rentabilidade do Capital Próprio; e, por fim, o Constructo – Desempenho tendo gerado a variável latente – *Operacional CDG*, objeto da análise fatorial formada por meio da variável “At.Operac/CDG” – Recursos utilizados em atividade operacional. A contribuição do trabalho para a academia foi a criação de Índice de Governança Corporativa (IGC) aplicável às cooperativas de crédito. Quanto à contribuição para o sistema de cooperativas de crédito, assinala-se a constatação de efetividade dos mecanismos de gestão econômico-financeira e patrimonial adotados pelo BACEN, Centrais de Cooperativas de Crédito e a OCEMG.

Palavras-chave - índice de governança corporativa, cooperativa de crédito, criação de valor.

ABSTRACT

In this research, it was intended to analyze the relation between good practices of corporative governance and the relation with value/performance creation, of Financial Cooperatives along the period of 2010 and 2012. The aim of the research was to create and to validate a rate of corporative governance for Financial Cooperatives, for then analyzing the relation between good practices of governance and the value/performance creation, having as question problem: Do good practices of corporative governance provide value creation for Financial Cooperatives? The theoretical boarding was based on corporative governance, value creation and financial cooperatives. Initially the questionnaire was collected (survey research) being based on the aspects of corporative governance. Meanwhile, data of patrimonial balance sheets of the years of 2010 and 2012 of financial cooperatives were collected, in order to support the variables value and performance creation. After, then, the data were compiled so that the statistical/econometric procedures could be initiated. Due to the great number of variable, the quantitative data were grouped by means of the econometric statistical technique of factorial analysis, while the qualitative data, corporative governance, it were made by means of the econometric statistical technique of principal component analysis. The used variable of control were chosen on the basis of the literature searched along the study, and it is stood out, concerning the evaluation of value creation, that were used performance variables, and as for the performance evaluation, were used value creation variables. Thus, the research was initiated by means of the creation of ratings from factorial analysis for the identification of dependent latent variables related to value and performance creation; after that, the creation of rates from the principle components analysis for the creation of independent latent variables related to corporative governance; Finally, it was verified, from panel data regression models, the influence of variables and rates related to corporative governance with the rates of value and performance creation. On the basis of the research, it was stayed the evidence that the Corporative Governance Rate (CGR) is mainly impacted by the *Executive Management*, representing 40,31% of the CGR importance, followed by the dimension *Representation and Participation*, with 34,07% of the CGR importance. Inside the *Executive Management*, it can be highlighted the technique qualification of managers representing more than a halt of importance of the dimension *Executive Management*, while for the dimension *Representation and Participation*, more than a half of its importance come from cooperativist education of employees and associates. Analyzing the variables, the research has pointed to the following Constructs: Construct – Value Creation having generated the latent variable – *Value Aggregation*, object of factorial analyses formed by the variable *Inv.Tot.* – Total Investment; *EVA* – Economic Value Aggregation; *Inv.A.Fixo* – Fixed Asset Investment; *CDG* – Working Capital Investment; Construct – Value Creation having generated the latent variable – *To develop Value*, object of factorial analyses formed by means of the variables *AVA* – Aggregation Value Annalise; *EBITDA/AT* - LAJIRDA/Total Asset; *Marg.L.Op* – Operating profit margin; and *Rent.KP.* – Return on Equity; and, finally, the Construct – Performance having generated the latent variable – *CDG Operational*, object of the factorial analyses formed by means of the variable *At.Operac/CDG* – Resources used in Operational activity. The contribution of the work for the academy was the creation of Corporative Governance Rate (CGR) applicable to financial cooperatives. Regarding the contribution for the financial cooperatives systems, it was highlighted the finding of effectiveness of financing-economic and patrimonial management mechanisms adopted by BACEN, Financial Cooperatives head offices and OCEMG.

Palavras-chave: Corporative Governance Rate, Financial Cooperative, Value Creation.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

1. Lista de figuras

Figura 1– Modelo geral de pesquisa	28
Figura 2 – Modelo esquemático de pesquisa.....	29
Figura 3 – A governança corporativa em diferentes agrupamentos conceituais: a amarração a quatro	44
Figura 4 – Organograma da governança corporativa.....	51
Figura 5 – Processo de implementação do valor ao acionista	102
Figura 6– Fluxo de criação de valor	104
Figura 7 – Valor econômico agregado.....	113
Figura 8 – Ligação entre banco central, banco cooperativo e cooperativas de crédito	120
Figura 9 – Organograma da amostra pesquisada	142
Figura 10 – Teste de validação dos modelos com dados em painel.....	196
Figura 11 – Resumo dos modelos de regressão com dados em painel <i>igc_pad</i> – estatisticamente significativos – estimação dos modelos	218

2. Lista de gráficos

Gráfico 1 – Movimentação financeira dos sistemas de cooperativas de crédito.....	122
Gráfico 2– Quantidade de cooperativas de crédito por sistema.....	123
Gráfico 3 – Evolução das principais carteiras de movimentação financeira do sistema sicoob	125
Gráfico 4 – Cooperativas por segmento.....	136
Gráfico 5 - Validação interpretativa e robustez dos índices de governança corporativa	190

3. Lista de quadros

Quadro 1 – Nível de adaptação da governança corporativa no brasil aos padrões norte-americano.....	49
Quadro 2- Critério dos níveis de governança corporativa criado pela <i>bm&fbovespa</i>	58
Quadro 3 – Demonstrativo do <i>net operating profit after taxes (nopat)</i>	114
Quadro 4 – Composição do sistema financeiro nacional	116
Quadro 5– Comparação entre empresa cooperativa e empresa mercantil.....	131
Quadro 6 – Variáveis dependentes – criação de valor	159
Quadro 7– Variáveis dependentes – desempenho	166
Quadro 8– Variáveis independentes – governança corporativa.....	173
Quadro 9 – Indicadores dependentes – criação de valor	175
Quadro 10 - Indicadores dependentes – desempenho	179
Quadro 11- Indicadores independentes – governança corporativa	184

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Participação das instituições no segmento bancário em relação ao patrimônio líquido.....	118
Tabela 2 - Composição do sistema cooperativo de crédito no brasil	121
Tabela 3 - Composição das cooperativas filiadas ao sicoob.....	124
Tabela 4 - Composição das cooperativas filiadas ao sicredi	126
Tabela 5 - Composição das cooperativas filiadas a unicred	127
Tabela 6 - Composição das cooperativas filiadas ao ancisol	127
Tabela 7 - Números do cooperativismo por ramo de atividade	137
Tabela 8- Matriz de correlação de <i>pearson</i> entre as variáveis de criação de valor.....	146
Tabela 9- Matriz de correlação de <i>pearson</i> entre as variáveis de desempenho.....	147
Tabela 10- Teste de <i>kaiser-meyer-olkin (kmo)</i> entre as variáveis de criação de valor.....	147
Tabela 11- Teste de <i>kaiser-meyer-olkin (kmo)</i> entre as variáveis de desempenho.....	148
Tabela 12- Fatores análise fatorial – variáveis dependentes de criação de valor	178
Tabela 13 - Gatores análise fatorial – variáveis dependentes de desempenho.....	181
Tabela 14 - Índice de governança corporativa - pesos	189
Tabela 15 – Teste de <i>mann-whitney</i> para o índice de governança corporativa.....	191
Tabela 16 – Análise descritiva – criação de valor	193
Tabela 17- Análise descritiva – desempenho.....	194
Tabela 18 – Análise descritiva – governança corporativa.....	195
Tabela 19 – Composição dos indicadores e das variáveis dos modelos	196
Tabela 20- Regressão para as dimensões da agregação valor – <i>igc_pad</i>	199
Tabela 21- Regressão para as dimensões da desenvolver valor – <i>igc_pad</i>	200
Tabela 22- Regressão para as dimensões fluxo de caixa livre – <i>igc_pad</i>	202
Tabela 23- Regressão para as dimensões alavancagem – <i>igc_pad</i>	204
Tabela 24- Regressão para todas as dimensões de criação de valor – <i>igc_pad_kaiser</i>	205
Tabela 25- Regressão para todas as dimensões de criação de valor – <i>igc_pad_prim</i>	206
Tabela 26- Regressão para as dimensões rentabilidade – <i>igc_pad</i>	208
Tabela 27- Regressão para as dimensões estrutura de capital – <i>igc_pad</i>	209
Tabela 28 – Regressão para as dimensões investimento cdg – <i>igc_pad</i>	211
Tabela 29- Regressão para as dimensões operacional cdg – <i>igc_pad</i>	212
Tabela 30 – Regressão para todas as dimensões de desempenho – <i>igc_pad_kaiser</i>	214
Tabela 31- Regressão para todas as dimensões de desempenho – <i>igc_pad_prim</i>	215
Tabela 32 – Resumo dos modelos de regressão com dados em painel <i>igc_pad</i> – estatisticamente significativos	216

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

SIGLAS	NOMENCLATURAS
ACI	Aliança Cooperativista Internacional
ACP	Análise de Componentes Principais
AIG	<i>American International Group</i>
AF	Análise Fatorial
AGO	Assembleia Geral Ordinária
AMBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros de Capitais
ANCOSOL	Associação Nacional do Cooperativismo de Crédito da Economia Familiar e Solidária
ANPAD	Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração
BACEN	Banco Central do Brasil
BANCOOB	Banco Cooperativo do Brasil S/A.
BANSICREDI	Banco Cooperativo SICREDI S/A.
BCBS	<i>Basel Coomittee on Banking Supervision</i>
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro S/A.
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BRICS	Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul
CAPM	Modelo de Apreçamento de Ativos
CDG	Capital de Giro
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CI	Capital Investido
CNAI	Cadastro Nacional de Auditores Independentes
CNDRS	Conselho Nacional de Desenvolvimento Rural Sustentável
CPC	Comitê de Pronunciamento Contábil
COSIF	Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DARF	Documento de Arrecadação de Receitas Federais
DF	Demonstrações Financeiras
DGRV	<i>"Deutscher Genossenschafts und Raiffeisenverband e. V."</i> Confederação Nacional das Cooperativas da Alemanha
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i> ", (Lucros antes de juros, impostos e taxas)
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i> ", (Lucros antes de juros, impostos, taxas, depreciação e amortização)
ENANPAD	Encontros Anuais da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração
ETS	<i>Ebit-to-sales ratio</i>
EVA	Valor Econômico Agregado
FATES	Fundo de Assistência Técnica, Educacional e Social
FC	Fluxo de Caixa
HAC	<i>Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent</i>
IAS	Normas Internacionais de Contabilidade
IASB	Normas Internacionais Padronizadas de Contabilidade
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IGC	Índice de Governança Corporativa
IGC_PAD	Índice de Governança Corporativa Padronizado
IGC_PAD_KAISER	Índice de Governança Corporativa Padronizado Modelo Kaiser
IGC_PAD_PRIM	Índice de Governança Corporativa Padronizado Primeira Componente
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
KMO	<i>Kaiser-Meyer-Olkin</i>
LM	<i>Lagrange Multiplier</i>
MDA	Ministério do Desenvolvimento Agrário
MIT	<i>Mutual Incentives Theory</i>

MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
MVA	Valor de Mercado Agregado
NEAD	Núcleo de Estudos Agrários e Desenvolvimento Rural do Ministério do Desenvolvimento Agrário
<i>NOPAT</i>	<i>Net Operating Profits After Taxes</i>
<i>NYSE</i>	Bolsa de Valores <i>New York Stock Exchange</i>
OCB	Organização das Cooperativas Brasileiras
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OCEMG	Organização das Cooperativas do Estado de Minas Gerais
OECD	<i>Organization for Economic Co-operation and Development</i>
OPA	Oferta Pública de Ações
PA	Posto de Atendimento Cooperativo – local onde se realizam as atividades operacionais
PIB	Produto Interno Bruto
ROI	Retorno sobre o Investimento
ROA	Retorno sobre Ativo
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
<i>ROCE</i>	Retorno sobre o Capital Investido
SCCOP	Serviço de Compensação de Cheques e Outros Papéis
SEBRAE	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
SEDE	Local onde reside a administração Central da Cooperativa de Crédito
SESCOOP	Serviço Nacional de Aprendizagem do Cooperativismo
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SICOOB	Sistema de Cooperativas de Crédito Filiadas ao BANCOOB
SICREDI	Sistema de Cooperativas de Crédito Filiadas ao BANSICREDI
SOX	Lei Sarbanes-Oxley
<i>SPSS</i>	<i>Statistical Package for the Social Sciences</i>
<i>STATA</i>	<i>Data Analysis and Statistical Software for Professionals</i>
<i>TAG ALONG</i>	Mecanismo de Proteção de Acionistas Minoritários
UNICRED	Sistema de Cooperativas de Crédito dos Profissionais de Nível Superior da Área da Saúde, das Empresas e Instituições do Setor
<i>US GAAP</i>	Princípios Contábeis Geralmente Aceitos nos Estados Unidos da América
WACC	<i>Weight Average Cost of Capital</i>
WOCCU	<i>World Council of Credit Unions</i> - Conselho Mundial de Cooperativas de Crédito

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	18
1.1 Justificativa	18
1.2 Relevância	20
1.3 Problematização.....	24
1.4 Objetivos	26
1.4.1 Geral e Específicos	26
1.5 Modelo de Pesquisa.....	27
1.5.1 Modelo Geral de Pesquisa	27
1.5.2 Modelo Esquemático da Pesquisa	29
1.6 Estrutura dos Capítulos.....	30
2 REFERENCIAL TEÓRICO	31
2.1 Governança Corporativa	31
2.1.1 Introdução.....	31
2.1.2 Mecanismos de Governança Corporativa	46
2.1.3 Governança Corporativa no Brasil	57
2.1.4 Governança Corporativa em Cooperativas de Crédito.....	63
2.1.5 Caracterização da Governança Corporativa em Cooperativas de Crédito.....	80
2.1.6 Melhores Práticas da Governança Corporativa que geram Valor em Cooperativas de Crédito.....	82
2.1.7 Indicadores de Governança Corporativa em Cooperativas de Crédito	88
2.1.8 Índices Não-Financeiros em Governança Corporativa	89
2.2 Criação de Valor.....	91
2.2.1 Introdução.....	91
2.2.2 Aspectos Comportamentais para Gestão de Valor.....	99
2.2.3 Indicadores de Desempenho em Cooperativas de Crédito	103
2.2.4 Indicadores de Criação de Valor em Cooperativas de Crédito	107
3 COOPERATIVAS DE CRÉDITO	115
3.1 Instituições Financeiras	117
3.2 Sistema de Crédito Cooperativo	121
3.3 Cooperativismo	128
3.4 Cooperativa.....	130
3.5 Cooperativas de Crédito	131
4 METODOLOGIA	139
4.1 Delineamento da Pesquisa	140
4.2 População e Amostra da Pesquisa	141
4.3 Técnicas de Coleta dos Dados.....	143

4.4 Tratamento Estatístico.....	143
4.4.1 Pesquisa Survey – Questionário Autoadministrado e Estruturado	144
4.4.2 Análise Fatorial	144
4.4.3 Análise de Componente Principal	148
4.4.4 Diferenças e Semelhanças entre Análise Fatorial e Análise de Componente Principal	149
4.4.5 Modelos de Regressão com Dados em Painel	150
4.4.5.1 Modelo de efeito agrupado (<i>pooled</i>).....	151
4.4.5.2 Modelos de efeito fixo	152
4.4.5.3 Modelos de efeito aleatório.....	152
4.4.5.4 Testes de suposição e diagnóstico	153
4.4.5.5 Endogeneidade.....	154
4.5 Procedimento Metodológico para Execução da Pesquisa.....	156
4.6 Variáveis da Pesquisa	158
4.6.1 Variáveis Dependentes	159
4.6.1.1 Variáveis dependentes – Criação de valor.....	159
4.6.1.2 Variáveis dependentes – Desempenho.....	166
4.6.2 Variáveis Independentes – Governança Corporativa.....	172
4.7 Técnica de Análise das Variáveis.....	174
4.7.1 Variáveis Latentes Dependentes.....	175
4.7.1.1 Variáveis latentes dependentes – Criação de valor.....	175
4.7.1.2 Variáveis latentes dependentes – Desempenho	179
4.7.1.3 Variáveis latentes independentes – Governança corporativa	183
4.7.2 Variáveis de Controle	191
4.7.2.1 Variáveis de controle – Criação de valor	192
4.7.2.2 Variáveis de controle – Desempenho.....	192
4.8 Análise Descritiva das Variáveis Utilizadas nos Modelos	193
4.8.1 Variáveis que formaram as Variáveis Latentes - Criação de Valor	193
4.8.2 Variáveis que formaram as Variáveis Latentes - Desempenho	194
4.8.3 Variáveis que formaram as Variáveis Latentes – Governança corporativa	194
4.9 Análise das Variáveis do Modelo para Regressão com Dados em Painel	195
5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS	198
5.1 Criação de Valor.....	198
5.1.1 Índice de Governança Corporativa IGC_PAD	198
5.1.1.1 Índice de governança corporativa dimensão - Agregação valor.....	198
5.1.1.2 Índice de governança corporativa dimensão - Desenvolver valor	200
5.1.1.3 Índice de governança corporativa dimensão – Fluxo de caixa livre	202
5.1.1.4 Índice de governança corporativa dimensão – Alavancagem	203
5.1.2 Índice de Governança Corporativa IGC_PAD_KAISER.....	205
5.1.3 Índice de Governança Corporativa IGC_PAD_PRIM.....	206
5.2 Desempenho	207
5.2.1 Índice de Governança Corporativa IGC_PAD	207
5.2.1.1 Índice de governança corporativa dimensão - Rentabilidade.....	207
5.2.1.2 Índice de governança corporativa dimensão – Estrutura de capital	209
5.2.1.3 Índice de governança corporativa dimensão – Investimento CDG	210
5.2.1.4 Índice de governança corporativa dimensão – Operacional CDG	212
5.2.2 Índice de Governança Corporativa IGC_PAD_KAISER.....	213
5.2.3 Índice de Governança Corporativa IGC_PAD_PRIM.....	214
5.3 – Resumo dos Modelos de Regressão com Dados em Painel Estatisticamente Significativos.....	215
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	219

REFERÊNCIAS.....224

ANEXOS E APÊNCIDES.....248

1 INTRODUÇÃO

1.1 Justificativa

A sobrevivência das organizações depende cada vez mais das práticas gerenciais de apuração, análise, controle e gestão das atividades comerciais, em um ambiente marcado pela competitividade. “Essas mudanças explicam-se especialmente pela ação da ciência, que, aos poucos, foi definindo os limites do domínio do homem sobre a natureza” MICHEL (2005, p.6). A abertura comercial brasileira, no início da década de 90, levou-nos a competir globalmente, gerando a necessidade da excelência de serviços por parte das organizações, o que conduziu a novas formas de atuação das empresas.

O espírito capitalista mostra-se com maior pujança e com posturas oportunistas no cenário sócioeconômico. Existem, portanto, aquelas empresas que seguem uma lógica pragmática de mercado, associando-se pelo menor custo de suas operações ou pelo obstáculo que têm em conseguir atender suas necessidades financeiras (AMESS e HOWCROFT, 2001).

Atuando em novos segmentos, as organizações vislumbraram uma maneira de atuação diferenciada no mercado como forma de sobrevivência. Nesse sentido, em consonância com o Sistema Financeiro Nacional - SFN, as cooperativas de crédito (instituições financeiras bancárias sem finalidade lucrativa), têm procurado melhorar sua performance, em virtude da concorrência exacerbada e da necessidade de eficiência na gestão operacional e financeira, cada vez maior por exigências dos associados. A competição de mercado tem obrigado as cooperativas de crédito a se comprometerem com a chamada excelência empresarial.

O cooperativismo de crédito é um modelo capaz de unir desenvolvimento econômico e bem-estar social e, neste momento de dificuldade na nossa economia, ganha espaço na sociedade brasileira. Em 2001, apenas 1,4 milhão de brasileiros faziam parte desse sistema; em 2006, o número saltou para 2,8 milhões e, até o ano passado, já somava 3,5 milhões. (MEIRELLES,2008)

Conforme Cuevas e Fischer (2006), observa-se que as cooperativas de crédito estão inseridas dentro do contexto do Sistema Financeiro Nacional como as menos estudadas. Verifica-se, entretanto, que o cooperativismo de crédito vem passando por mudanças em seus regulamentos, procedimentos operacionais e de controles internos, divulgadas por meio de instrumentos normativos do Banco Central do Brasil (BACEN), em especial, são enunciadas

as medidas prudenciais preventivas e adequação de necessidade mínima de capital, ambas, para maior solidez do mercado financeiro.

Devido ao crescente aumento das cooperativas de crédito no mercado financeiro, o tema governança corporativa, a partir do final dos anos oitenta, vem ganhando cada vez mais destaque, tanto na academia, por meio de publicações e estudos, quanto no mercado, por meio de novas regulamentações e exigências de controle operacional. Isso posto, o crescimento das cooperativas de crédito demanda mais estudo acerca de sua governança corporativa, conforme exigência do BACEN em seu dispositivo legal estabelecido na Resolução nº 3.859, de 27/05/2010 (BRASIL, 2010). As *melhores práticas* tornaram-se a base da vantagem competitiva e da produtividade organizacional. Portanto, um processo eficaz, transparente, com participação e clareza nos procedimentos adotados pelos gestores vem se mostrando como uma forma segura de administração dos negócios, criando, assim, confiança e sustentabilidade, tendo como consequência a agregação de valor para os associados nas organizações.

Rappaport (2001) expõe que criação de valor corresponde a uma abordagem do valor para o acionista uma vez que possibilita ao gestor avaliar os investimentos aplicados no crescimento interno ou no externo, por meio de medidas consistentes e sólidas. Dessa forma, torna-se um elemento importante como estratégia da empresa ou de uma unidade de negócio.

No entanto, as atividades empresariais se viram caracterizadas pela procura de um sistema mais equilibrado no tocante às suas decisões, de forma a mantê-las mais sustentáveis e legitimando seus objetivos com maior clareza e transparência. Assim, a governança corporativa proporciona uma nova maneira de exposição dos negócios e de busca da maximização da riqueza para as empresas.

Motta e Ckagnazaroff (2008, p. 14) argumentam que:

[...] o tema governança se apresenta como apropriado às organizações sem fins lucrativos, apesar de originalmente ter sido pensada em torno de organizações que visam o lucro, devido a vários aspectos organizacionais compartilhados por estes dois tipos de organização: estrutura, recursos, processos, capacidades.

Com base em pesquisas atuais, não se encontrou qualquer tese relacionada ao tema governança corporativa, criação de valor e desempenho em cooperativas de crédito, bem como a criação de Índice de Governança Corporativa para esse tipo de empresa, o que leva a concluir neste trabalho uma pesquisa inédita na área do cooperativismo de crédito.

1.2 Relevância

Estudos e práticas de governança corporativa vêm crescendo cada vez mais e ganhando destaque na academia e nas organizações. Casos elucidados de fraudes em demonstrações financeiras de empresas têm contribuído para o incremento da preocupação no relacionamento entre gestores e investidores proporcionando mais transparência, solidez e prestação de contas. O fato é que, a partir de 1990, surgiu nos EUA uma nova legislação atinente justamente ao relacionamento entre gestores e investidores, qual seja, a Lei *Sarbanes-Oxley*, em vigor desde julho/2002 (ANDRADE e ROSSETTI, 2006).

Ressalta-se, entretanto, que por meio da Resolução nº 3.859, de 27/05/2010 (BRASIL, 2010), o BACEN sinalizou apontamentos no sentido de exigir das cooperativas de crédito uma forma de governança corporativa. Entretanto, até o presente momento, não foi divulgada nenhuma metodologia prática para sua aplicação, e essa lacuna torna a execução da pesquisa fundamental, pois o BACEN é o órgão responsável pela fiscalização, solidez, liquidez e regulação de todo o Sistema Financeiro Nacional.

Segundo Andrade e Rossetti (2006), sustentado pelos fundamentos da Lei *Sarbanes-Oxley*, as principais normas que orientam as ações dos gestores da empresa devem ser baseadas em quatro princípios:

- *compliance* - conformidade legal em que executivos devem adotar um código de ética, zelo pela visão de longo prazo e sustentabilidade da empresa, principalmente quando se tratar de assuntos de ordem societária e ambiental na construção de seus negócios e atividades operacionais;
- *accountability* – prestação responsável de contas por parte dos administradores das organizações. Os administradores devem prestar contas de seus atos a todos os que os elegeram e responderem integralmente pelos procedimentos que praticarem durante os seus mandatos;

- *disclosure* – transparência nos atos e fatos praticados pelos membros do conselho de administração, no que se refere a uma boa comunicação interna e externa, bem como procedimentos que geram confiabilidade na relação com terceiros. Nota-se que a comunicação não deve ficar restrita apenas aos dados econômicos e financeiros, mas também contemplar outros fatores, que englobam as ações empresariais e criam valor para a organização;
- *fairness* – senso de justiça. Objetivar um tratamento justo e igualitário a todos os investidores sejam os acionistas, ou os demais interessados na organização de tal forma que não possam ser inseridas quaisquer atitudes ou políticas discriminatórias.

A abordagem da questão sobre governança corporativa é tema atual e bastante relevante, haja vista que os próprios órgãos reguladores do Sistema Financeiro Nacional têm exigido e analisado procedimentos de controle e monitoramento das cooperativas de crédito, por meio da Resolução nº 3.859, de 27/05/2010 (BRASIL, 2010). Seguindo as tendências de mercado, cada vez mais vêm ocorrendo transformações de sociedades no segmento de cooperativas de crédito, principalmente na modalidade de incorporação – quando uma empresa absorve outra; e fusão – quando, após a junção, se cria uma nova organização. Ressalta-se que a transformação societária abrange somente a estrutura operacional e patrimonial, assumindo os riscos inerentes aos bens, direitos e obrigações da sociedade.

Conforme Sebrae (2006, p. 14), nos últimos anos, a Alemanha vem reduzindo o número de cooperativas por meio de um processo de fusões e incorporações. De fato, tal tendência está sendo verificada também no Brasil.

Para Matten (2000), no caso dos EUA, a estratégia utilizada pelos bancos no início de 1990 foram as reestruturações societárias, cortes de dividendos, reorganizações e ganhos nos créditos de liquidação duvidosa. Desde então, os bancos tem sido mais rentáveis. Outra grande mudança ocorreu também nas reestruturações societárias e fusões para tornar as instituições bancárias em bancos robustos evitando que sejam devorados pelos concorrentes.

Para Sinkey Jr. (2002), a formação como líder de mercado está associado a uma perspectiva de gestão financeira voltada à concentração de serviços financeiros dinâmicos e de rápida

mutação, explorando a estratégia e a criação de valor como caminho para as instituições de sucesso. No caso dos EUA, no início de 1990, as reestruturações societárias levaram a uma maior solidez bancária, inclusive evitando que parte dos lucros fossem incorporados por concorrentes.

No Brasil, bem como na maior parte dos países, as micros, pequenas e médias empresas respondem pela grande maioria das unidades produtivas criadas anualmente. Salienta-se que o próprio Banco Central do Brasil, na edição da Resolução nº 3.859, de 27/05/2010 (BRASIL, 2010), descreve, com destaque, um capítulo referente às cooperativas de crédito do segmento de pequenos empresários, microempresários e microempreendedores. O fortalecimento dessas empresas é, em geral, desejável, pois permitem a geração de novos empregos, contribuem com a mobilidade social e com o aumento da competitividade e eficiência econômica. Ademais, elas têm um cunho efetivo de agentes de mudança, exercendo papel crucial na inovação tecnológica. Assim, é por meio delas que inúmeras pessoas chegam ao mercado de trabalho.

Portanto, devido à exigência dos investidores com relação à segurança dos recursos e solidez econômico-financeira das organizações é que surge, então, a preocupação com a boa gestão de recursos, a importância de aprofundar estudos na gestão participativa e a influência da representatividade dos investidores na organização.

Desse modo, Correia e Amaral (2008, p.1) explicam que “[...] a proteção oferecida aos investidores, sobretudo os minoritários, é um dos elementos-chave da governança corporativa, pois ela suscita uma maior confiança de que os recursos aplicados na empresa proporcionarão um retorno justo.”

As cooperativas de crédito são equiparadas às instituições financeiras e têm características singulares, como: empresa de caráter privado, caracterizado por sociedade de pessoas e responsabilidade de todo associado. Por conseguinte, sobrevivem de recursos captados de seus associados/quotistas por meio da prestação de serviços, o que torna claro que a rentabilidade e a gestão dos negócios são os principais aspectos para sua sobrevivência. Logo, é nesse ponto que a governança corporativa pode contribuir para a eficiência das cooperativas de crédito.

Cabe ressaltar que o Comitê de Supervisão Bancária de Basiléia II¹ estipula critérios para controles internos, normatizadas para o Brasil mediante Resolução nº 2.554/98 do BACEN (BRASIL, 1998) (procedimentos e limites operacionais), na Resolução nº 2.682/99 do BACEN (BRASIL, 1999) (classificação de operações de crédito e constituição de provisão para perdas) e na Lei nº 9.613/98 (BRASIL, 1998) (crime de lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo).

De acordo com os dados divulgados pelo BACEN (2011) considerando todas as instituições financeiras do Brasil, as cooperativas de crédito ocupam o segundo lugar, data base dezembro/2010, em Postos de Atendimento (PA's), com 4.529 unidades. Assim, os mesmos foram superados somente pelo Banco do Brasil (5.087) e superando instituições financeiras como o Banco Itaú (3.739), Banco Bradesco (3.605), Banco Santander (2.392) e Caixa Econômica Federal (2.208). No estado de Minas Gerais, verifica-se atuação em 53,6% dos municípios com cooperativas de crédito, sendo SEDE e PA'S (OCB, 2011).

De acordo com a OCB (2011, p. 87) “[...] Minas Gerais mantêm destaque em número de associados no Ramo de Crédito comparado aos demais ramos de cooperativas, apresentando as relações de 37,09% (2008), 42,38% (2009) e 64,51% (2010), demonstrando uma expansão no período com relevante crescimento.”

Observa-se também que a participação do cooperativismo no Produto Interno Bruto (PIB)² mineiro foi de 7,8%, em 2010, com movimentação econômica de R\$ 22,0 bilhões (em 2009, 6,4% com movimentação econômica de R\$ 18,5 bilhões). O PIB *per capita* por habitante do cooperativismo mineiro, em 2010, foi de R\$ 21.077,58 e do estado de Minas Gerias de R\$ 13.900,75 (em 2009, por habitante do cooperativismo mineiro, R\$ 19.960,07 e do estado de Minas Gerais R\$ 12.575,99), demonstrando que o setor teve média de renda superior, em 2010, de 51,63% (em 2009, de 58,72%) com relação ao estado como um todo. Portanto,

¹ O Comitê de Supervisão Bancária de Basiléia (BCBS, sigla de *Basel Committee on Banking Supervision* em inglês) é uma organização que congrega autoridades de supervisão bancária, visando fortalecer a solidez dos sistemas financeiros. Foi estabelecido em 1975 pelos presidentes dos bancos centrais dos países do Grupo dos Dez (G-10). Normalmente se reúne no Banco de Compensações Internacionais, em Basiléia, Suíça, onde se localiza sua secretaria permanente.

² PIB - Indicador que mensura a produção da atividade econômica representado pela soma de todos os bens e serviços finais produzidos em um país ou em uma região.

apresentando um crescimento de 19,0% e correspondendo a 7,8% do PIB no estado de Minas Gerais (OCB, 2011).

O grande desafio passa a ser a eficiência na gestão e, como consequência, constata-se a importância da governança com vista a tal objetivo. Claro, torna-se imprescindível avaliar o impacto da gestão organizacional, no tocante ao controle interno e monitoramento, que comprometem substancialmente a sustentabilidade das cooperativas de crédito.

A principal contribuição do estudo é a criação de um índice de governança corporativa para as cooperativas de crédito. Dessa forma, elas terão um indicador para avaliar a criação de valor, ou seja, para verificar se a eficiência de suas operações conduz o melhor desempenho. Assim, a pesquisa propõe o índice de governança corporativa para as cooperativas de crédito e, em seguida, a análise da criação de valor ao índice de governança corporativa das cooperativas de crédito.

Verifica-se que exigências regulamentares acerca de governança iniciaram no ano de 2009 e que, até o momento, a academia não se dedicou, em termos de teses doutorais, à produção de índices de governança corporativa para as cooperativas de crédito.

1.3 Problematização

A organização é o melhor meio de se alcançar alocação adequada de recursos e orientar as ações dos agentes econômicos. Todavia, são gestores que criam condições pelas quais as organizações são dirigidas de forma a demonstrar boas práticas de gestão empresarial, com transparência de seus atos administrativos. Conforme Perrow (1991), as organizações lidam diariamente com eventos, tais como gerenciamento de recursos próprios/terceiros, equilíbrio de fluxo de caixa e remuneração das fontes de financiamentos, procurando estabelecer uma relação de compensação dessa assimetria dentro das empresas.

Segundo Slomski (2007, p. 129),

[...] governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, Diretoria, Auditoria Independente e o Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade.

A essência da atuação das cooperativas de crédito está na intermediação de fluxos financeiros entre os recursos captados e recursos liberados a seus associados. A geração de resultados positivos depende da criação de estratégias para mitigar os riscos inerentes aos negócios em um mercado mais acirrado e competitivo. Atualmente, o mercado financeiro está expurgando as instituições menos sólidas, fazendo surgirem corporações mais robustas quanto a aspectos relacionados a limites operacionais, estrutura patrimonial e medidas prudenciais preventivas, adequando-se ao Acordo da Basileia III.

Pelos motivos acima, a sobrevivência da cooperativa de crédito está condicionada a uma boa gestão de seus recursos, conjugados com a boa credibilidade e confiança nos gestores. Por se tratar de uma sociedade de pessoas, é facultado ao associado fazer parte da gestão executiva, ter acesso às informações e decidir no momento da deliberação dos fatos. Assim, atitudes como transparência e prestação de contas são bem aceitas pela gestão de governança corporativa.

Desse modo, consideram-se, nas cooperativas de crédito, boas práticas de governança corporativa a participação e a representatividade dos associados nas deliberações sociais, gestão estratégica dos administradores, procedimentos de apoio à fiscalização e controle das operações, utilização dos preceitos de segregação de responsabilidade e de funções, prestação de contas, transparência, equidade, ética e postura de criação da educação cooperativista.

Nesse sentido, Silveira (2002) evidenciou em sua pesquisa que o valor das ações das empresas aumenta quando utilizadas as melhores práticas de governança corporativa e criação de valor.

Já Klapper e Love (2002) mostraram, ademais, indícios da relação entre a governança corporativa, desempenho e valor, e avaliaram que as práticas de governança corporativa foram mais relevantes do que a proteção legal.

Leal e Carvalhal-Da-Silva (2005) observaram associação entre a governança corporativa e valor, apontando que as informações transparentes são mais influentes dentre os critérios de governança corporativa.

De fato, um processo de gestão eficiente e eficaz para cooperativas de crédito, de forma a possibilitar segurança e confiança ao associado, tem-se mostrado como uma melhor maneira de administração das cooperativas de crédito. A utilização de procedimentos gerenciais adotados pelas cooperativas de crédito bem-sucedidas, tanto em termos de lucros, quanto em termos de quantidade de cooperados, poderão ser tomados como base para a criação de um modelo para a avaliação da boa gestão de outras cooperativas, de forma que as torne mais seguras, rentáveis e transparentes.

Desse modo, as boas práticas de governança corporativa em cooperativas de crédito visam conciliar a gestão do negócio com confiabilidade, transparência e clareza. Desse modo, esta pesquisa se propõe à criação do índice de governança corporativa aplicado às cooperativas de crédito, bem como responder, por meio das evidências empíricas, como as boas práticas de governança corporativa levam à criação de valor e desempenho.

Devido às exigências de eficiência em termos de gestão e estando o atual cenário empresarial econômico-financeiro caracterizado por permanentes mudanças e incertezas, uma questão de pesquisa importante se coloca: **As boas práticas de governança corporativa proporcionam criação de valor para as cooperativas de crédito?**

1.4 Objetivos

1.4.1 Geral e Específicos

GERAL

Buscar evidências sobre a relação entre governança corporativa e criação de valor/desempenho por parte das cooperativas de crédito, verificando se as boas práticas de governança corporativa mensurada por meio de um índice de governança corporativa adaptado à realidade das cooperativas de crédito agregam valor ao associado.

ESPECÍFICOS

➤ Levantar variáveis que evidenciam boas práticas de governança corporativa em cooperativas de crédito.

- Construir e validar o Índice de Governança Corporativa (IGC) para as cooperativas de crédito.
- Identificar os principais fatores determinantes do índice de governança corporativa - IGC para as cooperativas de crédito quando relacionados com a criação de valor e desempenho.

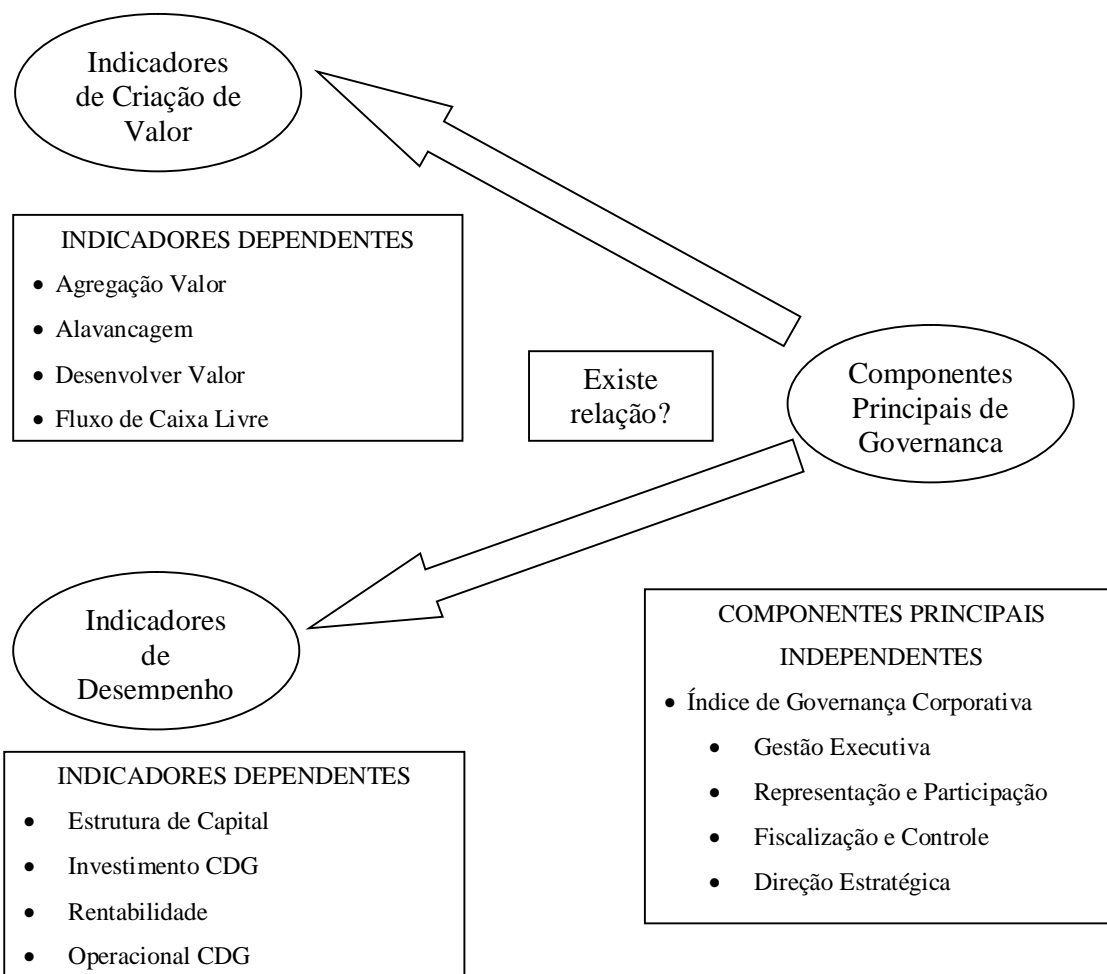
1.5 Modelo de Pesquisa

1.5.1 Modelo Geral de Pesquisa

O modelo da pesquisa mostra-se como os processos de governança corporativa podem influir na criação de valor e no desempenho para as cooperativas de crédito. Assim, a pesquisa propõe a criação de um índice de governança corporativa por meio do relacionamento da criação de valor e de desempenho.

Portanto, os indicadores dependentes de criação de valor foram constituídos pelas variáveis latentes de agregação de valor (referente a valor econômico agregado), alavancagem (referente ao crescimento operacional), desenvolver valor (margem de lucro e rentabilidade) e fluxo de caixa livre (referente aos recursos financeiros investidos nas atividades). Já os indicadores dependentes de desempenho foram constituídos pelas variáveis latentes de estrutura de capital (referente à relação entre o capital de terceiros e o capital próprio), investimento CDG (referente aos recursos financeiros aplicados nas atividades de investimento e de financiamento), rentabilidade (referente à margem líquida e o retorno sobre o patrimônio líquido e ativo), e operacional CDG (referente a recursos utilizados nas atividades operacionais). No caso dos indicadores independentes de governança corporativa, foram constituídos pelas variáveis latentes de gestão executiva (refere-se à prestação de contas, planejamento estratégico e capacitação técnica dos dirigentes), representação e participação (refere-se à atuação dos associados nas deliberações sociais), fiscalização e controle (refere-se à forma de atuação do conselho fiscal e aos meios de comunicações com os associados), e direção estratégica (refere-se à participação em treinamento e representação corporativista), conforme apresentado na figura 1.

Figura 1– Modelo geral de pesquisa



Fonte - Elaborado pelo autor da tese.

A figura 1, Modelo geral da pesquisa, apresenta a forma pela qual foram realizados os testes econométricos para validação desta pesquisa, consoante do atingimento dos objetivos e resposta à questão-problema.

Assim, foram efetuados os testes estatísticos econométricos tendo como base o estipulado pela tabela 19 - Composição dos indicadores e das variáveis dos modelos.

1.5.2 Modelo Esquemático da Pesquisa

Figura 2 – Modelo Esquemático de Pesquisa

ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: CRIAÇÃO DE VALOR E DESEMPENHO NAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO

Questão problema

As boas práticas de governança corporativa em cooperativas de crédito proporcionam criação de valor para as cooperativas de crédito?



Objetivo geral

Identificar associação entre governança corporativa e criação de valor/desempenho das cooperativas de crédito, investigando se as cooperativas de crédito que adotam as boas práticas de governança corporativa conseguem agregar valor ao associado, mensuradas por meio de um índice de governança corporativa original adaptado à realidade das cooperativas de crédito.



Objetivos específicos

- Levantar variáveis que evidenciam boas práticas de governança corporativa em cooperativas de crédito.
- Construir e validar o Índice de Governança Corporativa (IGC) para as cooperativas de crédito.
- Identificar os principais fatores determinantes do Índice de Governança Corporativa (IGC) para as cooperativas de crédito quando relacionados com a criação de valor e desempenho.



Testes empíricos

- Criação de variáveis latentes dependentes (Análise Fatorial) a partir das variáveis de criação de valor e desempenho.
- Criação de variáveis latentes independentes (Análise de Componentes Principais) a partir das variáveis de governança corporativa.
- Construir Índice de Governança Corporativa das cooperativas de crédito (IGC) por meio de Análise de Componentes principais e validados através dos modelos de regressão com dados em painel.
- Validar o Índice de Governança Corporativa das cooperativas de crédito (IGC) mediante análise de seu relacionamento com os índices de criação de valor e desempenho.

Fonte - Elaborado pelo autor da tese.

A figura 2, Modelo esquemático de pesquisa, mostra os procedimentos de elaboração e execução desta pesquisa, de modo a emitir opinião conclusiva sobre os levantamentos

realizados e, por conseguinte, criar o índice de governança corporativa - IGC aplicável às cooperativas de crédito.

1.6 Estrutura dos Capítulos

Esta pesquisa está dividida em cinco capítulos, sendo: capítulo 1: introdução; capítulo 2: referencial teórico segregado nos aspectos da governança corporativa, criação de valor e cooperativas de crédito; capítulo 3: metodologia, composta pela análise fatorial, componentes principais e dados em painel; capítulo 4: apresentação e análise de resultados. Por fim, o capítulo 5: dedicado às considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa

2.1.1 Introdução

A governança nas organizações iniciou-se há cerca de 150 anos, principalmente, com o fortalecimento da industrialização. Seguindo essa tendência, a estratificação das atividades operacionais e o constante crescimento dos empreendimentos realizados nas ferrovias e nas empresas nacionais de telégrafos impuseram procedimentos de especialização para as funções de gestão dos administradores. Em paralelo a tais desenvolvimentos, tornava-se importante uma estrutura de governança corporativa aplicada a empresas (McCRAW, 1998).

Acompanhando a crescente evolução dos mercados e dos avanços das grandes empresas, as relações comerciais alcançaram uma nova ordem que se apresenta mais complexa, oscilante e volátil.

Segundo Álvares *et al.* (2008), a questão da governança não é recente e já preocupava Adam Smith no século XVIII, quando este argumentava em seu livro *A riqueza das nações*, que não se pode esperar que os gestores de empresas preservem o dinheiro de outras pessoas da mesma maneira que fariam com o seu.

Para Tarantino (2008), a origem latina da palavra governança refere-se à direção, à autoridade legal, às normas regulamentares e do uso de recursos institucionais para gerir organizações. O autor relata que, na área econômica, se estudam questões relacionadas com controle e propriedade. O autor apresenta a governança corporativa como um processo pelo qual uma organização defende os interesses dos *stakeholders*. Assim, governança refere-se à relação entre aqueles que governam e aqueles que são governados.

Com o tempo, essa preocupação foi se tornando cada vez mais forte. Direcionada ao propósito de alavancar seu crescimento, as empresas abriram seu capital, financiando-se via emissão de títulos no mercado acionário, dando a seus acionistas o direito a voto nas decisões. Por sua vez, a crescente profissionalização da gestão levou a uma segregação entre a propriedade e o

controle da corporação, e isso constitui-se em aspecto crítico da governança corporativa (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

Berle e Means (1932), citados por Álvares *et al.* (2008, p. 5) estabeleceu três conceitos distintos entre: propriedade ou interesse, controle ou poder e gestão ou ação. Nesse contexto, um grupo de indivíduos tem a propriedade da empresa e exerce o seu controle por meio do conselho de administração, que dá as diretrizes que pautam a gestão da empresa. No entanto, o controle efetivo pode ser praticado apenas por um pequeno grupo de proprietários desde que tenham poder para eleger os membros do conselho de administração.

Desse modo, muitas vezes o espírito capitalista concorre com posturas oportunistas de propriedade ou interesse, controle ou poder e gestão ou ação dentro do quadro social empresarial. Existem, ainda, aqueles que adotam uma lógica utilitarista e um conjunto de regras, associando-se pelo menor custo de suas operações ou pela dificuldade que têm em conseguir alcançar suas necessidades financeiras em outro local (AMESS e HOWCROFT, 2001).

Richez-Battesti (2006) investigou o contraponto entre a aplicação da governança corporativa e a identidade de uma entidade financeira *banco cooperativo* na França. Em seu estudo, apontou um empecilho entre o trabalho individual (sustentabilidade do negócio) e o trabalho coletivo (cooperativismo). Concluiu que os bancos cooperativos na França enfrentam tensões entre as atividades cooperativistas e a necessidade de acompanhamento no mercado financeiro, daí o duelo entre a identidade organizacional e a governança corporativa. Portanto, do ponto de vista estratégico, os bancos cooperativos adotam uma postura pelo gerenciamento de recursos mantendo como base estrutural um compromisso gerencial e democrático, no qual os executivos ocupam uma posição central de forma a mobilizar as partes interessadas, de modo a reduzir a assimetria informacional, a incerteza e o risco em relação à atividade bancária

Burger (2012) realizou pesquisa sobre bancos cooperativos na Hungria. Analisou 99 bancos cooperativos, representando uma amostra de 73% do total. O estudo mostrou que um banco cooperativo com pouca quantidade de associados e um valor elevado de capital social

integralizado pode correr o risco de uma evasão de quotistas caso não haja uma política de pagamento e distribuição de dividendos elevados. Surgem então as questões de estrutura e propriedade, a administração procurando manter bons relacionamentos com as partes interessadas e os proprietários exigindo retorno mais elevados. Assim, o trabalho sinalizou um alerta quanto à questão da governança corporativa. Por um lado, observaram-se a concentração de capital nas mãos de poucos associados, a ausência de novas inversões de recursos financeiros e a pouca perspectiva de sustentabilidade financeira ao longo prazo. Por outro lado, grande montante de capital social integralizado necessário para manter saúde financeira do banco cooperativo.

A governança corporativa, ao longo de todos esses anos, vem criando alternativas às propostas de salvaguardar os interesses das entidades relacionadas às organizações, de maneira que seus processos possam assegurar, de forma adequada, a perenidade, principalmente, das grandes corporações. Salienta-se, entretanto, que pesquisas empíricas como a de Grossman e Hart (1980) apresentaram desvantagens do ponto de vista da governança corporativa das empresas.

Para Catapan (2012), um grande fator que contribuiu para o avanço dos estudos da governança corporativa foram os processos de privatizações, fusões e aquisições de grandes organizações. Tal processo provocou mudanças nas legislações de diversos países, de forma a tornar mais clara e transparente suas regras e procurar proteger os investidores, criando um ambiente propício e alinhado aos interesses dos *stakeholders*.

Sob o aspecto geral, a governança corporativa está interligada com a mitigação das consequências advindas dos conflitos de agência indicados por Berle e Means (1932); com a redução dos custos de gerenciamento dos recursos organizacionais, conforme Coase (1937); com a redução de ocorrência de comportamentos oportunistas, como apresentam Alchian e Demsetz (1972) e, por fim, com o aumento do controle dos ativos de acordo com Williamson (1975).

Já, na visão de Lameira (2007), o aperfeiçoamento das práticas de governança corporativa está relacionado com o desenvolvimento de melhores estruturas organizacionais e à busca de uma melhor performance no seu funcionamento. Tais mecanismos devem proporcionar

aumento da eficiência das empresas, redução dos riscos operacionais e melhoria na avaliação da empresa por parte do mercado.

Para Brandão (2004), apesar de o conceito ser mais antigo, a expressão *governança corporativa* passou a ser utilizada a partir dos anos sessenta, para referir-se às diretrizes de funcionamento das empresas. Uma etapa importante de mudança ocorreu nos anos oitenta, quando começou, nos EUA, uma reação dos grandes investidores institucionais, que se organizaram para exigir melhores práticas de governança corporativa na gestão das grandes corporações. Nos anos noventa, os processos por melhores práticas de governança corporativa se difundiram por todo o mundo por meio de criação e aplicação de códigos das melhores práticas de governança corporativa (**ANEXO B**), conforme apontado por Carvalhal-Da-Silva e Leal (2007).

Constata-se que as boas práticas de governança corporativa proporcionam um fortalecimento, reforçam competência e projetam a organização para outros e novos níveis de complexidade operacional, gerando alternativas e estratégias de desempenho e criação de valor, tendo como referência a harmonização entre os interesses das pessoas ao se relacionarem na organização. Prova disso foi a melhora da performance dos mercados no período de 2001-2006, quando as práticas de governança corporativa começaram a ser implantadas pelas empresas, sendo a variação no período de 283% no IBOVESPA e de 427% no IGC (ANDRADE e ROSSETTI, 2006).

Nesse contexto, vários autores pesquisaram formas de como avaliar a influência da governança corporativa sobre o desempenho e o valor das empresas: (KAPPLER e LOVE, 2002; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; OKIMURA, 2003; BROWN; CAYLOR, 2004; LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; DEL BRIO; MAIA-RAMIREZ, 2006).

Com o passar do tempo e com início dos processos de globalização dos mercados financeiros e de capitais, várias empresas brasileiras promoveram melhoria das suas práticas de governança corporativa de forma a captarem recursos nos mercados de crédito e capitais internacionais. Assim, tiveram como foco a internacionalização de suas operações comerciais, o aumento dos recursos em investimentos e, conseqüentemente, o crescimento nas vendas, além da alavancagem da capacidade operacional, podendo, então, competir no âmbito das economias brasileira e global (LAMEIRA, 2007).

Outro fato importante também foi a implementação da Lei *Sarbanes-Oxley*, introduzida nos Estados Unidos, em julho de 2002, também conhecida pela abreviatura SOX. Assim, a governança corporativa deixou de ser uma prática adotada apenas por empresas responsáveis e preocupadas com os princípios éticos de gestão e com o fundamento da moral em suas transações e passou a ser uma obrigação normativa para todas as empresas, cujas ações são negociadas nas bolsas de valores norte-americanas. Essa normatização legal repercutiu, consecutivamente, em muitas empresas brasileiras, tanto no mercado acionário, quanto no mercado de balcão, principalmente quanto ao nível I, nível II e ao novo mercado criados pela BM&FBOVESPA, todos relacionados à transparência das atividades operacionais voltadas para a governança corporativa das empresas.

Para Novkovic (2013), a pesquisa realizada entre os participantes do Simpósio Internacional sobre Governança das Cooperativas, na Universidade de St. Mary, em Halifax (Nova Scotia, Canadá), em setembro de 2013, levantou muitas questões importantes e forneceu algumas soluções interessantes para os problemas específicos para as cooperativas como forma democrática de propriedade e empresas controladas. Um ponto claro surgiu aos quais as cooperativas são muito diversas entre suas atividades e também entre seus associados. Parece, porém, haver um consenso entre os pesquisadores de cooperativas e os profissionais que a governança em cooperativas atua sobre comunicação e identidade, relacionamentos, transparência e tomada de decisões descentralizada. Atentou-se também para a definição de regras, regulamentos e prestação de contas para os membros (conselhos de administração e fiscal). Assim sendo, a governança permeia toda a organização cooperativa, mas não se restringe apenas aos conselhos de diretores (conselho de administração e diretoria executiva). No entanto, nas discussões sobre essas regras e procedimentos, os gestores cooperativos parecem restringir os seus discursos para as competências habituais e corriqueiras, negligenciando outros elementos-chave essenciais para o modelo cooperativo. Portanto, os conselhos precisam ter visão e envolver-se em estratégia, pois eles precisam contratar gestores eficientes e responsabilizá-los. Diretores eleitos também têm deveres fiduciários e precisam de formação adequada para lidar com as suas responsabilidades.

Um ponto a ser observado, com importância, são os relatos de Tylecote e Visintin (2008), em que muito se debate sobre governança corporativa, principalmente de forma a incentivar o crescimento econômico. Entretanto, um fato a relatar é como isso ocorre em períodos de

mudanças tecnológicas. Nesse contexto, os autores levantam uma discussão que relaciona governança corporativa e finanças com o campo da inovação e tecnologia, analisando de que forma a governança corporativa pode afetar a capacidade das empresas em enfrentar os desafios tecnológicos. Para tal, os autores realizaram estudos empíricos nos EUA, Europa, Sudeste da Ásia e China, concluindo, que para alguns setores da economia, a mudança tecnológica exige uma inovação em governança corporativa e finanças. Portanto, caso não haja um avanço nas práticas de governança corporativa, isso poderá provocar uma retração no desenvolvimento tecnológico.

De acordo com Périlleux (2008), a pesquisa mostrou os mecanismos de dualidade entre a governança e o crescimento das cooperativas. Assim, a pesquisa apontou quatro grandes desafios: 1) o crescimento – os associados podem ser mais heterogêneos e ocorrer o risco de mudança da missão da cooperativa em função de novos objetivos diferentes, surgindo um dilema entre a abertura para novos grupos de cooperados ou expansão para novas áreas geográficas; 2) tamanho do conselho de administração – com o aumento da participação de novos associados (seja em novas atividades econômicas ou área geográfica) deve-se manter um representante de cada área. Tal procedimento se faz por mais um membro no conselho de administração. Assim, pode ocorrer a formação de *clusters* em que surgirá formação de grupos de poder, disvirtuando o objetivo da cooperativa em detrimento a determinados membros no controle; 3) complexidade das operações – com o aumento do tamanho da cooperativa surge a necessidade de inovar em novas modalidades operacionais para suprir seus custos operacionais. Nesse momento, pode ocorrer risco do negócio e a ausência da governança; 4) capacitação técnica – em função de novo nível de produto surgem os problemas de falta de experiência profissional e de mercado por parte dos dirigentes e funcionários. Nesse contexto, combinar crescimento e boa governança cooperativa sem comprometer os princípios do cooperativismo passa a ser um grande desafio enfrentado pelas cooperativas, ou seja, manter a raiz do cooperativismo e apresentar crescimento econômico-financeiro e patrimonial sem perder de vista a governança cooperativista.

a) Conceitos

A definição da governança corporativa busca o alinhamento entre gestão e estrutura de propriedade, admitindo que a governança corporativa estimula a eficiência por meio de políticas de gerenciamento que levem à competitividade organizacional. Quanto a isso, realçam-se os trabalhos a seguir.

Jensen e Meckling (1976) apontam que a segregação entre propriedade e controle por meio de uma estrutura ótima de capital é favorável para a organização. Já Morck, Shleifer e Vishny (1988) indicam que a concentração de propriedade acresce valor das organizações, uma vez que grandes investidores controlam os administradores. Entretanto, apontam também para o custos dessa concentração.

Já Lethbridge (1997) define governança corporativa como sendo: “[...] conjunto de instituições, regulamentos e convenções culturais, que rege a relação entre as administrações das empresas e os acionistas ou outros grupos às quais as administrações, de acordo com o tipo de modelo, devem prestar contas.”

A OCDE expõe o conceito da seguinte forma.

A governança corporativa é o sistema segundo o qual as corporações de negócio são dirigidas e controladas. A sua estrutura especifica a distribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação, tais como o conselho de administração, os Diretores Executivos, os acionistas e outros interessados, além de definir as regras e procedimentos para a tomada de decisão em relação a questões corporativas. (OCDE, 2011)

Nesse contexto, a governança corporativa compõe-se de um conjunto de procedimentos e características em que as partes relacionadas possam conhecer os mecanismos de gerenciamento e acompanhar os atos de administração organizacional de modo a alcançar a eficiência corporativa.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC³) define a governança corporativa como

³ O IBGC é uma organização dedicada à promoção da governança corporativa no Brasil e o principal fomentador das práticas e discussões sobre o tema no País, tendo alcançado reconhecimento nacional e internacional. Fundado em 27/11/1995, tem seu propósito de “[...] ser a principal referência nacional em governança

[...] o conjunto de práticas que visam otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas: investidores, empregados, credores etc. As boas práticas de governança têm como propósito ampliar o valor da sociedade, criar mecanismos para facilitar acesso ao capital e contribuir para o bom funcionamento (IBGC, 2009).

Shleifer e Vishny (1997) definem como um mecanismo de averiguação e controle de modo a certificar que os recursos financeiros injetados nas organizações possam ser protegidos na obtenção de retornos com segurança.

Já o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa explica os procedimentos de gestão como

[...] um sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo o relacionamento entre Conselho, equipe executiva e demais órgãos de controle. As boas práticas de governança convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar a reputação da organização e otimizar seu valor social, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade (IBGC, 2009, p. 19).

Portanto, trata-se de uma combinação de procedimentos dispostos de forma a obter um resultado determinado dentro da organização almejando a transparência. Juntamente com a eficácia, a governança corporativa desempenha um papel gerencial relevante contribuindo para o aprimoramento ético da organização de modo a apoiar a ação estratégica dos gestores e o inter-relacionamento com os investidores.

Segundo Slomski (2007, p. 129)

[...] a governança corporativa definida pelo IBGC, em empresas do terceiro setor, difere apenas quanto à figura do acionista/cotista para o doador de recursos. E, desta maneira, as boas práticas de governança corporativa, nestas entidades, têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade em termos de reconhecimento dos trabalhos prestados, bem como pelo seu resultado econômico produzido, facilitar seu acesso ao capital para a manutenção via doações, subvenções etc. e, assim, contribuir para sua perenidade, para o atendimento de necessidades das gerações futuras.

O conceito de governança corporativa que melhor se aplica às cooperativas de crédito é o proposto pelo autor acima citado, pois, no caso das cooperativas de crédito, constituem boa governança condutas para assegurar a atualização tecnológica, a competitividade e o respeito a regras de governança corporativa, sobretudo à regra de responsabilidade (*accountability*) com relação aos associados. Portanto, torna-se essencial garantir a divulgação adequada de toda informação relevante, inclusive dos honorários da diretoria, assim como da composição

corporativa; desenvolver e difundir os melhores conceitos e práticas no Brasil, contribuindo para o melhor desempenho das organizações e, conseqüentemente, para uma sociedade mais justa, responsável e transparente”.

do conselho de administração e da relação da empresa com as demais partes interessadas (*stakeholders*). Contudo, a divulgação e a transparência da gestão correspondem à melhor forma de estruturação da alta administração da empresa em divulgar seu processo de execução dos atos administrativos. Nesse contexto, a governança corporativa permeia esse processo de maneira que a alta administração atue adequadamente para gerar aumento de valor para as cooperativas de crédito.

b) Objetivos

A governança corporativa tem como objetivo orientar nas questões que possam influenciar as relações entre os *stakeholders* (partes interessadas) de maneira a proporcionar maior transparência nos atos e fatos adotados pelos gestores nas organizações, tendo como meta o aumento das relações entre a administração e a gestão, sob o enfoque da responsabilidade social corporativa.

Para delinear conceitos e metodologias de forma a nortear a responsabilidade e os processos de tomada de decisões das organizações, Andrade e Rossetti (2006, p. 107) apontam que o foco tem sido na análise dos objetivos das companhias, tendo em vista suas interfaces com as demandas e os direitos de outros *constituintes organizacionais*, definidos entre as partes relacionadas.

Com base no prisma de Silva (2006a, p. 23) “[...] responsabilidade corporativa, transparência, equidade e prestação de contas com responsabilidade contribuem para o desenvolvimento e a difusão de boas práticas de governança”.

A aplicação da prática da governança corporativa visa obter transparência da administração, melhorar o desenvolvimento dos negócios, melhorar a competitividade das operações, atuar com a autogestão de forma ordenada e adequada, objetivar melhores resultados econômico-financeiros e obter melhoria de qualidade dos produtos e serviços.

Nesse sentido, Paula (2008, p.106) define autogestão como sendo “[...] uma organização da produção em bases democráticas e cooperativistas pelos próprios trabalhadores”. No caso das cooperativas de crédito, a Lei Complementar nº 130, de 17/04/2009 (BRASIL, 2009) dispõe

que a cogestão se refere a administração temporária pela respectiva cooperativa central ou confederação de centrais com o intuito de regularizar procedimentos operacionais.

Tendo em vista que o objetivo maior dos gestores é agregar valor para os acionistas, a governança corporativa torna-se uma ferramenta de gestão de análise de desempenho das organizações, o que tem incentivado estudos no Brasil e no mundo (SILVA JR., JUNQUEIRA e BERTUCCI, 2009).

Dessa forma, as regras definidas pelo IBGC, (**ANEXO A**) contribuem para o conjunto de diretrizes fundamentais para o sucesso e a longevidade organizacional (SILVA, 2006a).

Assim, os maiores objetivos da governança corporativa correspondem à agregação de valor para os acionistas e investidores, melhoria no desempenho das atividades operacionais, bem como maior abertura para captação de recursos com redução de custos e maior perpetuidade.

c) Valores

A governança corporativa cria oportunidades, mas também apresenta desafios, sobretudo num mundo em que se depara com o fenômeno da globalização. A globalização dos padrões de consumo e produção obriga os governos a reconsiderarem suas políticas: a comercial e de investimento. Aproxima, cada vez mais, realidades econômicas, culturas empresariais distintas e sociedades com valores e prioridades diferentes. Esse fenômeno, embora mais próximo de um consenso sobre procedimentos mais eficazes de organização social e econômica devido à concorrência e competitividade de mercado, tem gerado preocupações diversas, porém, complementares.

Portanto, é necessário que haja a disponibilização de informações básicas para proporcionar uma integração entre os associados, mesmo sabendo que no momento da deliberação, todos têm o mesmo poder, conforme disposto na Lei nº 5.764/71 (BRASIL, 1971). Ao procurar a eficiência e buscar o máximo retorno sobre o capital em benefício dos associados, os gestores devem levar em conta as dimensões social, ambiental e ética de suas atividades.

Nesse sentido, o *valor* torna-se uma medição mais completa levando em consideração a gestão operacional, retorno esperado, diminuição considerável dos riscos, aumento do poder de ganho e continuidade do negócio. Steinberg (2003) aponta que há procedimentos

responsáveis por todas as partes envolvidas na organização, tais como, gestores, empregados, clientes, fornecedores e a comunidade, pois é mais uma questão de ética do que de prosperidade. Afirma ainda que uma empresa responsável social e economicamente viável agrega valor para as partes envolvidas.

Leal (2004) realizou um levantamento seletivo da literatura recente sobre o impacto das práticas de governança corporativa no valor corporativo e inclui alguns artigos brasileiros. Em seus estudos, constatou que a qualidade das práticas de governança corporativa da firma também pode ser medida com índices de práticas de governança.

Atualmente, empresas de todo O mundo vêm buscando melhorar seus padrões de governança. Silveira (2006) apresenta exemplos para essa tendência: a participação ativa e segregada do conselho de administração, a disponibilização de informações transparentes e precisas para o mercado e a equiparação de direitos para todos os *shareholders*. Para algumas firmas, a melhoria é motivada essencialmente por considerações internas, tais como a busca por conciliar interesses potencialmente divergentes entre grupos de acionistas. Já, para outras, a motivação está ligada ao mercado financeiro, almejando, com isso, atrair novos investidores ou obter acesso a novas fontes de capital externo.

O IBGC (2011) apresenta essas boas práticas em quatro pilares da governança, que são a transparência, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa, explanado a seguir.

1) Transparência (*disclosure*) - é fundamental em uma empresa. Uma boa comunicação possibilita melhor relação, tanto dos procedimentos administrativos internos, quanto para as obrigações com terceiros. O relacionamento da empresa com as partes interessadas (clientes, investidores, funcionários, financiadores, fornecedores, governos e comunidade) tem influência direta na sua imagem e reputação. Nesse sentido, a empresa não deve ter uma *obrigação de informar*, mas, sim, um *desejo de informar*. Isso se aplica, não só às informações econômico-financeiras, mas também para o acesso aos atos operacionais adotados pela gestão, até mesmo intangíveis, que norteiem a ação empresarial e a criação de valor. Ressalta-se, entretanto, que, tanto para as cooperativas de crédito, quanto para os usuários dos serviços, maior transparência das atividades operacionais e administrativas gera

confiança e segurança em relação aos administradores. Cabe observar também que os associados são os proprietários do negócio.

A criação de valor se dá quando os resultados econômicos superam os custos das fontes de financiamentos, as expectativas dos acionistas/cotistas e promovem a maximização da riqueza. Para Assaf Neto (2008, p. 39)

[...] as empresas, de maneira geral, estão se adaptando às novas exigências do mercado de monitoramento de seus valores e padrões de comportamento. Após os escândalos financeiros recentes, envolvendo grandes corporações mundiais (Parmalat, Enron, Worldcom etc.) passaram a ser uma preocupação dos governos o relacionamento entre acionistas, Conselhos (Administração e Fiscal), Diretoria e Auditoria das empresas.

Neste contexto, foram estabelecidas as ideias fundamentais daquilo que se denominou de “governança corporativa”. Pode-se aplicar os conceitos de governança corporativa tanto na preocupação da transparência como uma empresa é dirigida e controlada, quanto na sua responsabilidade em questões que envolvem toda a sociedade.

Conforme Andrade e Rossetti (2006, p. 140), *disclosure* corresponde à transparência das informações, especificamente as de alta relevância, que impactam os negócios e que envolvem resultados contábeis, oportunidades e riscos.

2) Equidade (*fairness*) - caracteriza-se pelo tratamento igualitário e justo de todos os grupos, quer sejam acionistas majoritários, acionistas minoritários ou as demais partes interessadas, como colaboradores, clientes, fornecedores etc. Procedimentos operacionais que diferenciam uns associados dos outros não são aceitáveis, pois são formalizados pela Lei nº 5.764/71 (BRASIL, 1971). No entanto, quando há conflitos de interesses, são observados procedimentos operacionais incompatíveis em itens como: taxa de operações de créditos, taxas de captação de recursos, remuneração de juros sobre o capital social e cobrança de tarifas. Segundo Álvares *et al.* (2008), os direitos dos acionistas devem ser formalizados, de modo a esclarecer e especificar direitos políticos e patrimoniais, bem como direitos entre os sócios e entre estes e a sociedade, ditando a dinâmica dessas relações, seus direitos e limites.

Fairness – senso de justiça, equidade no tratamento dos acionistas. Respeito aos direitos dos minoritários, por participação equânime com a dos majoritários, tanto no aumento da riqueza corporativa, e nos resultados das operações, quanto ainda na presença ativa em assembleias gerais (ANDRADE e ROSSETTI, 2006, p. 140).

3) Prestação de Contas (*accountability*) - uma vez que os administradores têm o dever jurídico de salvaguardar os recursos de terceiros, os gestores e administradores responsáveis pela governança corporativa devem prestar contas de sua atuação e responder integralmente por

todos os atos praticados durante o exercício de seus mandatos. Essa prestação de contas não se restringe apenas ao conselho de administração e aos proprietários, mas também aos administradores, especialmente, o presidente e a diretoria executiva.

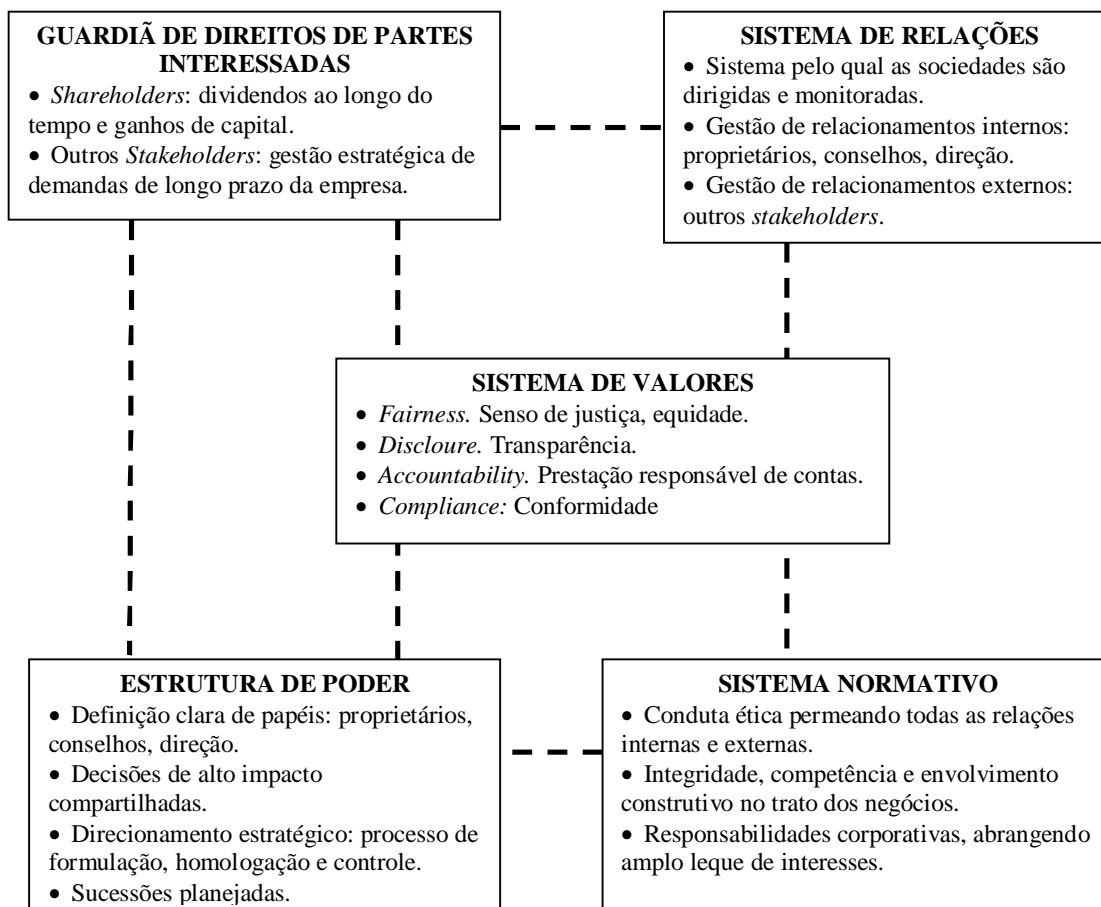
Conforme Andrade e Rossetti (2006), *accountability* é uma prestação responsável de contas, fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria.

4) Responsabilidade corporativa (*compliance*) - dos conselheiros e executivos deve se pautar pela perenidade das organizações, preocupando-se, portanto, com a sustentabilidade e visão de longo prazo. Dessa forma, torna-se necessária a preocupação com questões de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações da empresa. A responsabilidade corporativa corresponde a uma visão ampliada da estratégia empresarial, incluindo os impactos da empresa na comunidade em que atua.

Andrade e Rossetti (2006) definem *compliance* como a conformidade no cumprimento de normas reguladoras expressas nos estatutos sociais, nos regimentos internos e nas instituições legais do País.

Nesse contexto, a empresa deve mostrar sua *função social*, que inclui a geração de riqueza, qualificação, oportunidade de emprego, diversidade da força de trabalho, estímulo ao crescimento científico por meio de tecnologia, melhoria da qualidade de vida por meio de ações educativas, culturais e de defesa do meio ambiente, agrupando seus quatro pilares fundamentais da governança corporativa, conforme apresentado na figura 3.

Figura 3 – A governança corporativa em diferentes agrupamentos conceituais: a amarração a quatro valores fundamentais



Fonte - ANDRADE e ROSSETTI (2006).

A figura 3 mostra a compactação dos quatro pilares da governança corporativa no intuito de corroborar a integridade ética, por meio do senso de justiça em torno do atendimento das expectativas dos acionistas/proprietários focados no acurado da prestação de contas e de acordo com a conformidade e transparência.

d) Papel

O ambiente da governança corporativa constitui-se em um conjunto de regras, procedimentos, atitudes e comportamentos que se relacionam à ação dos administradores no sentido de atender aos interesses dos financiadores e das partes interessadas na empresa (*stakeholders*), particularmente os acionistas (*shareholders*). Nesse contexto, as práticas de governança apresentam um conjunto de comportamentos que visam evitar que os investidores sejam expropriados pelos gestores. Assim, enquadra-se em um objetivo maior que é o de criar

condições para que a empresa atenda ao preceito normativo ético, acompanhando a evolução da economia e da sociedade e corroborando a boa prática administrativa de gerenciamento de uma organização.

Oliveira (2006, p.16) aponta que

[...] governança tem o papel de atuar com práticas administrativas para otimizar o desempenho das empresas – com seus negócios, produtos e serviços – ao proteger, de maneira equitativa, todas as partes interessadas – acionistas, clientes, fornecedores, credores, funcionários, governo -, facilitando o acesso às informações básicas da empresa e melhorando o modelo de gestão.

Há uma tendência mundial para a aceitação e convergência de modelos em que haja uma inter-relação da gestão com as partes relacionadas como gestão estratégica dos interesses de todas as partes relacionadas. Jensen e Meckling (1976) apresentam trabalho no qual integram elementos da teoria da agência, direitos de propriedade e de finanças com o intuito de desenvolver uma estrutura de propriedade mais eficiente.

A governança corporativa apresenta-se como um tema bastante relevante principalmente no tocante à dimensão do controle e da propriedade. Shleifer e Vishny (1997) apontam que o controle e a propriedade são fatores decisivos para a implementação da governança corporativa. O controle, no tocante ao nível de segregação de poder do acionista majoritário por meio de pulverização das ações, e a propriedade, em relação aos problemas de agência entre os acionistas e os administradores. Gabriel (2011) enfatiza que o principal pode controlar essas divergências ao gerenciar as atividades do agente e instituir incentivos contratuais mais adequados.

Analisando o conjunto da dimensão do controle e da propriedade, a governança corporativa tem papel relevante na proteção do patrimônio, agregação de valor para a empresa com maior solidez econômico-financeira para a atração de novos investidores, oferecendo maior transparência das informações com equidade em relação aos acionistas e prestação de contas adequada em respeito às leis e regulamentos.

2.1.2 Mecanismos de Governança Corporativa

Os mecanismos de controle de gestão consolidam-se nas formas que permitem o atingimento das metas, acompanhamento dos procedimentos e análise do desempenho operacional e financeiro, por meio do alinhamento dos mecanismos de controle de gestão e da avaliação da performance. Ambos proporcionam condições necessárias para se obter um comportamento desejável por parte dos detentores do poder nas organizações.

Os mecanismos de governança corporativa estão voltados, principalmente, para os fatores de estrutura de propriedade e prestação de contas. Assim, grandes organizações procuram dissipar a concentração das ações, não o controle, bem como promover divulgação tempestiva de suas demonstrações financeiras.

Não obstante, por meio de análise de valorização patrimonial, é possível vislumbrar quais são os mecanismos para a aplicação da governança corporativa que, no tocante às transações econômicas, são direcionadas às determinações dos gestores da organização. Shleifer e Vishny (1997) apontam que os mecanismos são os meios utilizados para garantir que os interesses dos investidores ou partes relacionadas serão preservados.

De acordo com Ammann, Oesch e Schmid (2011), os estudos acadêmicos, órgãos reguladores e a imprensa em geral empenham-se na aplicabilidade da governança por meio da análise de um fator individual ao invés de um conjunto de fatores. Isso passa a ser interessante para indicar quais são os fatores que estão significativamente relacionados com o valor da empresa. Conforme os autores, foram investigadas as importâncias econômicas dos efeitos de avaliação da governança corporativa. Num primeiro momento, foi analisado o efeito econômico da governança corporativa sobre o valor da empresa e, posteriormente, aqueles resultados obtidos mais propensos a serem divulgados com base nas informações da empresa, tendo como referência a justaposição com a governança.

A presença de grandes acionistas controladores tem efeitos positivos e negativos esperados para as companhias. Analisando pelo aspecto da propriedade e o controle, tal presença fornece segurança e solidez para a organização, pois a empresa terá muito poder concentrado em poucos investidores, porém impacta a diversificação dos demais acionistas. No tocante ao desempenho, a concentração de propriedade promove maior criação de riqueza indicada pela

geração e distribuição de resultado, pois os acionistas terão maior interesse pela maximização do resultado (SILVEIRA, 2006).

Nesse cenário, Silveira *et al.* (2004) relatam que

[...] os mecanismos de governança corporativa são instrumentos para minimização dos custos decorrentes do problema de agência, isto é, são ferramentas para minimizar o valor de mercado da companhia destruído pelos conflitos de interesse entre tomadores de decisão e investidores.

Ainda, conforme os autores e também Jensen e Meckling (1976) e Shleifer e Vishny (1997), outros dois aspectos são relevantes para a análise desses mecanismos: a estrutura de capital e a composição do conselho de administração. O primeiro é voltado para o desempenho empresarial, captação de recursos financeiros e valor de mercado das ações, ao passo que o segundo se volta para a geração de modelos de lucros e maximização do valor, o que explica o comportamento gerencial das grandes corporações.

Em relação às cooperativas de crédito, a estrutura de capital está centrada na remuneração de seu investimento, pois a única forma de retorno financeiro se dá por meio de juros sobre o capital social, que tem como contrapartida despesa financeira. Portanto, uma alavancagem ampliada dessa estrutura provocará menor resultado líquido anual comprometendo a performance da alta administração. Já, no que se refere à composição do conselho de administração, observa-se que a maximização de valor gera retorno a todos os associados, porém a geração de resultado negativo pode ocasionar perda de patrimônio pessoal por parte dos conselheiros. Assim, os associados desejam a maximização do resultado sem, no entanto, correrem risco de redução do patrimônio pessoal, tal qual os administradores.

Por isso, um mecanismo de averiguação do desempenho empresarial e da constatação da alavancagem do lucro se dá por meio da análise das demonstrações contábeis. Esses são os documentos financeiros utilizados por diversos usuários tais como: fornecedores, clientes, instituições financeiras, concorrentes, sócios, governo, empregados, dirigentes, comunidade, investidores, setores da empresa e pesquisadores. De acordo com o Comitê de Pronunciamento Contábil (CPC), com base no Pronunciamento Conceitual Básico - R1 (2011), essas demonstrações (Relatório Contábil-Financeiro) são elaboradas, apresentadas e divulgadas de forma a facilitar o entendimento da situação econômica, financeira e patrimonial da empresa, analisar seu conteúdo e obter mecanismos para obtenção de informação analítica e precisa para o processo de tomada de decisões. Ressaltam-se, também,

as medidas normativas determinadas pelas Leis nº 10.303/2001, nº 11.638/2007 e nº 11.941/2009 (BRASIL, 2001, 2007 e 2009), que têm a função de melhorar e internacionalizar a qualidade das informações contábeis divulgadas pelas empresas no Brasil.

Nesse contexto e de acordo com Catapan (2012), uma das técnicas utilizadas para acompanhar o desempenho econômico, financeiro e patrimonial das empresas é via índices extraídos das demonstrações financeiras.

Silva (2006a) expõe que a divulgação das demonstrações contábeis tem como objetivos:

- aumentar a qualidade das informações contábeis e possibilitar maior transparência;
- adequar as normas brasileiras às normas internacionais de contabilidade;
- facilitar a interpretação e o processo de tomada de decisões por parte dos interessados.

Fama e Jensen (1985) enfatizam que, por meio do mecanismo de governança corporativa, o conselho de administração pode ser capaz de monitorar a empresa e impedir que conflitos de interesse venham a exercer um gerenciamento sobre os resultados. Portanto, com base nas demonstrações contábeis, é possível fornecer informações detalhadas sobre as operações e rentabilidade das empresas para o público.

Cabe ressaltar que o desempenho deve ser medido por meio de análise dos demonstrativos financeiros da empresa, sejam eles mensais, semestrais ou anuais ou, até mesmo, via relatório gerencial. Portanto, são utilizados para identificar a evolução e o desempenho da empresa durante um determinado período. Assim, por meio dessa análise, é possível verificar a melhora da performance e do acesso ao capital da empresa, avaliando os mecanismos de governança orientados para a estrutura de propriedade e desempenho em aderência com os estudos de Ammann, Oesch e Schmid (2011).

O quadro 1 apresenta o nível de adaptação dos padrões internacionais à realidade brasileira sobre o aspecto de mecanismo da governança corporativa.

Quadro 1 – Nível de adaptação da governança corporativa no Brasil aos padrões norte-americanos

Itens	EUA	BRASIL
	O que requer a NYSE	O que fazem as brasileiras
Independência do conselho de administração	Uma companhia listada na NYSE deve ter a maioria de seus membros do conselho de administração independentes	Não há disposição ou política legal neste sentido. Algumas companhias assinalam que a maioria de seus membros é ligada ou indicada pelo controlador
Testes de independência	Obrigatório para os membros do conselho de administração	Empresas defendem que as normas exigidas pela legislação societária brasileira e pela CVM em relação a executivos e conselheiros fornecem garantias adequadas com relação à independência dos conselheiros, mas reconhecem que seus conselheiros não seriam aprovados pelos testes de independência da NYSE
Sessões executivas	Conselheiros que não sejam diretores de uma companhia listada deverão reunir-se em sessões periódicas sem a diretoria	Empresas informam que pela legislação societária brasileira até 1/3 dos membros do conselho de administração pode ocupar posições executivas e reconhecem que não fazem reuniões periódicas sem membros da diretoria
Comitês	Uma companhia listada deve possuir um comitê de governança corporativa e um de compensação, sempre com membros independentes	A legislação brasileira não obriga a formação de quaisquer tipos de comitê, mas algumas empresas apontam estruturas similares existentes no seu conselho de administração
Comitê de remuneração	Obrigatório	De acordo com a Lei das S.As. (art. 152), é necessária a aprovação dos acionistas em assembleia para a implementação de qualquer plano de remuneração
Comitê de Auditoria	É obrigatório e deve ser independente	Tornou-se obrigatório também para as brasileiras com ações negociadas nos EUA desde 31 de julho de 2002, mas uma exceção permite que o Conselho Fiscal seja adaptado para função, caminho escolhido pela maioria das empresas brasileiras
Diretrizes	Uma companhia listada deve adotar e divulgar diretrizes de governança corporativa que abranjam certos requisitos mínimos especificados	A maioria das empresas não possui diretrizes formais de governança corporativa que cubram todos os requisitos constantes das regras da NYSE, mas citam a existência de políticas internas, como a divulgação de atos e fatos relevantes, e normas de governança impostas pela legislação brasileira
Código de Ética	Uma companhia listada deve adotar e divulgar um código de conduta e ética para conselheiros, diretores e empregados, divulgando prontamente toda dispensa do código concedida para conselheiros ou diretores	O código existe em muitas empresas brasileiras, mas algumas não incluem regras para conselheiros e diretores

Fonte - Silva (2006a, p.80).

Por meio do quadro 1, observa-se que ainda existe uma defasagem em comparação com as empresas no mercado brasileiro. Ainda assim, no caso das cooperativas de crédito no Brasil, há também necessidade de aprovação em assembleia geral da política de governança corporativa, com aspectos sobre a representatividade e participação, direção estratégica, gestão executiva, fiscalização e controle, segregação de funções na administração, transparência, equidade, ética, educação cooperativista, responsabilidade corporativa,

prestação de contas, estrutura administrativa integrada entre o conselho de administração e diretoria executiva e política de remuneração dos administradores por meio da Resolução nº 3.859, de 27/05/2010 (BRASIL, 2010).

a) Estrutura dos órgãos da administração e proprietários

A estrutura dos órgãos da administração corresponde ao processo de consolidação da governança corporativa a qual tem abrangência de maior importância e impacto dentro do conselho de administração.

Oliveira (2006, p. 39) expõe que

[...] a estruturação organizacional é o processo de identificação, análise, ordenação e agrupamento das atividades e recursos das empresas, incluindo o estabelecimento dos níveis de alçada e de decisão, visando alcançar os objetivos estabelecidos pelos planejamentos da empresa.

É fato que a estruturação geral da empresa é de responsabilidade do conselho de administração, o qual procura demonstrar maior credibilidade junto aos diversos públicos relacionados como acionistas, clientes, investidores, funcionários e governo. A aplicação da estrutura organizacional complementa-se por meio de um modelo de gestão ao qual se mostra por meio do desenvolvimento e execução dos processos administrativos que envolvem todas as atividades operacionais da organização.

O modelo de gestão que, a partir da otimização das interações entre acionistas ou quotistas, Conselhos – de Administração e Fiscal - , Auditorias – Externa e Interna – e Diretoria Executiva, proporciona a adequada sustentação para o aumento da atratividade da empresa no mercado – financeiro e comercial – e, conseqüentemente, incremento no valor da empresa, redução do nível de risco e maior efetividade da empresa ao longo do tempo (OLIVEIRA, 2006, p. 41).

Dessa forma, a estrutura constitui uma interação com os seguintes órgãos da administração e proprietários, nos seguintes aspectos:

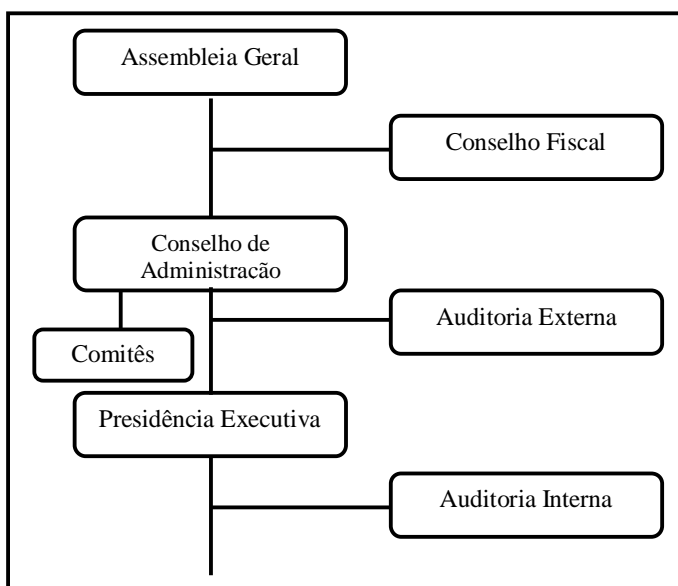
- acionistas/quotistas – Têm a necessidade de análise dos procedimentos, maior transparência de informação, análise comparativa com períodos anteriores e projeções dos resultados futuros;

- conselho de administração – Procedimentos voltados às atividades operacionais da empresa como um todo, normalmente formada por profissionais que dedicam apenas parte do expediente normal de trabalho, uma vez que mantêm outra atividade; detêm pouco nível de conhecimento sobre os negócios da empresa, uma vez que a função executiva é da diretoria executiva; têm função de proteger o patrimônio e maximizar o resultado econômico;
- conselho fiscal – Verificações voltadas à controladoria, aspectos de contabilidade, tesouraria, relatórios gerenciais, solidez, processos administrativos, longevidade e obrigações acessórias;
- auditoria externa ou independente – Aspectos voltados ao cumprimento das obrigações fiscais, legais, societárias e normativas. Normalmente complementam conhecimento dos conselhos de administração e fiscal;
- diretoria executiva – É atuante no processo de tomada de decisões. Detêm as informações da empresa.

Naturalmente, espera-se que a interação dessas atividades faça com que a estrutura organizacional atenda aos propósitos estabelecidos no planejamento da empresa.

A figura 4 apresenta uma estrutura geral da governança corporativa nas empresas na qual se evidencia a cúpula organizacional.

Figura 4 – Organograma da Governança Corporativa



Fonte - Oliveira, (2006).

De acordo com a figura 4, pode-se observar que a estrutura geral da organização estabelece as principais diretrizes de boa transparência e gestão estratégica alinhadas ao procedimento de gestão participativa, sendo visível o desmembramento de poder com base nas áreas detentoras de tomada de decisões.

Conforme Álvares et al. (2008), o propósito da estrutura da governança corporativa contribui para o crescimento da organização por meio da educação e capacitação de executivos e empresários. Portanto, acrescenta valor para a empresa cuja reciprocidade está associada aos atendimentos dos *shareholders* e *stakeholders*. Os autores ainda afirmam que a razão das boas práticas de governança corporativa e, conseqüentemente, sua eficácia contribuem para a geração de valor para os acionistas e para a sociedade, mesmo porque o conceito de valor da empresa está associado à capacidade de geração de caixa de forma sustentável no longo prazo. Assim, enquanto os acionistas estão preocupados com o retorno dos investimentos, a sociedade está preocupada com o retorno que a organização trará para o desenvolvimento local.

b) Teoria da agência

Berle e Means (1932) lançaram um alerta para a concentração do poder provocado pelo crescimento das grandes corporações e o surgimento de uma poderosa classe de gestores profissionais, distantes da pressão, tanto dos acionistas, quanto dos demais investidores. No caso dos Estados Unidos da América, os autores advertiram para a ascensão de controle de gestão por parte dos administradores e do poder corporativo da propriedade, ambos sem controle, como um aspecto da criação do elemento de conflito de interesse, iniciando a teoria da agência.

Nesse sentido, os problemas de agência surgem quando os indivíduos denominados *principais* contratam outros indivíduos denominados *agentes* para a realização de serviços em seu nome. Surge então o conflito em que os *agentes* passam a atuar no melhor interesse do *principal* ao invés do interesse coletivo da sociedade (JENSEN e MECKLING, 1976). É notório que os estatutos sociais e os regimentos internos delimitam a atuação de cada parte na organização, ou seja, proprietários e gestores, de forma que haja segregação de interesses evitando, assim, na medida do possível, esse tipo de conflito.

Conforme Kreps (1990), pode ocorrer que, após a contratação na empresa, o *agente* passe a agir de forma diferente, como se fosse o único beneficiário de seus esforços, principalmente, quando ocorre a remuneração por volume de ativos. Nesse caso, surge o problema do risco moral devido ao fato de não conseguir assegurar o comportamento ético desses mesmos agentes. Desrochers e Fischer (2002) apontam que o risco moral é uma das principais causas de insolvência de instituições financeiras, uma vez que tal fato gera falta de credibilidade por parte dos depositantes, poupadores e credores. Como exemplo, pode-se citar o fato ocorrido no ano de 2007 com o *estouro da bolha* financeira como consequência do excesso de recursos financeiros liberados a pessoas sem capacidade de pagamentos. Aliás, tem-se o exemplo da empresa seguradora americana *American Internacional Group - AIG*, maior seguradora do mundo, que atingiu forte exposição a produtos financeiros de alto risco classificados como *sub-prime*⁴. Como consequência desse fato, ocorreu a intervenção financeira do governo americano com o intuito de mitigar o risco sistêmico.

Fontes Filho e Balasiano (2008) elaboraram um estudo baseado na gestão de pessoas para discutir os aspectos negativos dos interesses dos executivos com os dos acionistas por meio do contexto da teoria da agência. Para tal, foram utilizados os modelos de instrumentos de monitoramento, controle, incentivo financeiro, participação no lucro, opções de ações e outros benefícios, de forma a alinhar os interesses dos executivos com os dos acionistas. Os autores concluíram que os modelos de incentivos propostos pela teoria da agência não compreendem algumas dimensões importantes do problema de agência e que, para aumentar a eficiência, foi proposto, nesta pesquisa, um modelo de motivação extrínseca e intrínseca, como forma de mitigação do conflito de interesse.

A teoria da agência teve um marco relevante após a publicação de Coase (1937) em que relata que os custos de transação são relevantes em assuntos ligados a direitos de propriedade, estruturação de propriedade e controle, responsabilidade de cada agente interno e o próprio conflito de agência. O autor relata também que, se o custo do mercado for maior que o custo de produção, deve-se optar pela produção direta.

⁴ Concessão de Operações de Créditos hipotecários para clientes sem comprovação de renda e com histórico de crédito ruim. A manutenção desses ativos somente foi possível enquanto os preços dos imóveis permaneceram em alta. Com a diminuição dos preços, surgiram a inadimplência e dificuldade dos Bancos em honrar seus compromissos. Fato ocorrido nos Estados Unidos, em 2007.

Carvalho-da-Silva e Leal (2007, p. 22) demonstram que

[...] a Governança Corporativa pode ser descrita como os mecanismos ou os princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa. Governança corporativa é um conjunto de regras que visam minimizar os problemas de agência. O problema de agência aparece quando o bem-estar de uma parte depende das decisões tomadas por outra. Embora o agente deva tomar decisões em benefício do principal, muitas vezes ocorrem situações em que os interesses dos dois são conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista por parte do agente.

Williamson (2002, p. 172), em um importante estudo da ciência econômica, mostra o comportamento humano como uma relação entre fins e meios escassos que têm usos alternativos. Aponta para construções de duas teorias paralelas: a teoria do comportamento do consumidor, em que os consumidores maximizam a utilidade, e a teoria da firma, como uma função de produção para maximizar o lucro da empresa. Conforme Silveira (2010), a teoria da firma é a base sobre a qual se assentou o estudo sobre a governança corporativa. Nesse estudo, ele enfatiza como as mudanças nos preços dos produtos e os recursos disponíveis pelas organizações poderiam influenciar no custo de transação dos contratos.

Analisando sobre o prisma societário, identifica-se o aspecto do benefício social da empresa ao invés do benefício dos proprietários. Portanto, Garcia e Souza (2005) relatam que os interesses dos sócios estão direcionados à longevidade da empresa e à maximização dos lucros, o que resulta em incompatibilidade com os parâmetros da sociedade, expondo interesses conflitantes. Propõem, então, a resolução de conflitos com base em criações de regras societárias.

A discussão sobre a necessidade de aprimoramento da governança corporativa nas empresas surgiu como resposta a diversos registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores em empresas com estrutura de propriedade pulverizada e dos acionistas minoritários por acionistas controladores em empresas com estrutura de propriedade concentrada (SILVEIRA, 2006 p. 45).

Esses acontecimentos, mudança na estrutura de poder e no controle de propriedade, decorrem do conflito de agência dos gestores que tomam decisões com o intuito de maximizar benefícios pessoais ao invés de maximizar a riqueza de todos os acionistas. Assim, o conselho de administração exerceria o controle sobre a gestão atuando de acordo com a participação de grupos de interesse (DAILY, DALTON, CANNELLA, 2003).

Jensen e Meckling (1976) informam que os interesses e as motivações entre o principal e o agente podem ser convergentes ou divergentes. Havendo convergência de interesses e motivações, ambos estarão alinhados e envolvidos em objetivos comuns. Em caso contrário, surgirão os conflitos, que precisam ser regulados e/ou controlados de alguma forma pelo principal.

Portanto, a solução para o conflito encontra-se na reestruturação da sociedade, o que possibilitará a dispersão e o equilíbrio entre a propriedade e a gestão, por meio do conselho de administração (LIMA, ARAUJO e FERNANDES, 2008). Dessa forma, os autores identificaram a relação de agência como um contrato pelo qual o principal engaja o agente para executar algum tipo de serviço em seu nome.

Williamson (1987) aponta que, na medida em que preço e governança estão ligados, uma das partes de um contrato não deve esperar para ter seu negócio concretizado. Se o principal e o agente têm o mesmo padrão de resultado econômico, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor dos interesses em relação ao do principal e, tão somente, para o principal e o agente, consecutivamente. O principal pode limitar divergências para seu interesse estabelecendo incentivos para o agente incorrendo ainda em custos de monitoramento para reduzir alguma atividade divergente do agente (JENSEN e MECKLING, 1976).

Fama e Jensen (1983) apontam para o conflito entre o principal e o agente, quando este último não recebe parte da riqueza gerada por seu processo de tomada de decisões. Concluíram, também, que, quando há um acordo entre a gestão da decisão e o controle, esse procedimento facilita a resolução do problema de agência ocasionando a sobrevivência da organização, principalmente nas grandes organizações e, inclusive, em empresas sem fins lucrativos.

Outro momento favorável para a utilização da governança corporativa foi apontado por Brandão (2004) quando, no início do século XXI, após os escândalos corporativos da *Enron Corporation* e da *WorldCom*, que levaram ao surgimento da lei *Sarbanes-Oxley*, impondo um conjunto de exigências de grande abrangência e influência na gestão das empresas de todo o mundo, inclusive no Brasil, no intuito de dissipar o conflito de interesse.

Correia (2008, p. 47) explica que

[...] a base da teoria da agência é a pressuposição de existência de conflitos de interesse em qualquer relação de cooperação entre um principal (titular), comprador de algum bem ou serviços, e o agente, vendedor, visto que ambas as partes desejam maximizar os seus próprios benefícios.

Assim, entende-se que a teoria da agência é a que mais se aplica às cooperativas de crédito, levando em consideração se houver influência de poder nas tomadas de decisões do presidente do conselho de administração, que é o órgão máximo de deliberação na cooperativa. Já, no caso da teoria dos *stakeholders*, o procedimento de influência de poder torna-se mais difícil de ocorrer, pois os membros do conselho de administração são eleitos por meio de voto dos cooperados, ou seja, cada associado corresponde a um voto nas eleições. Assim, ocorre por meio dessa disposição uma dissipação do controle por advento do voto na eleição para esse conselho.

Silveira (2002) explica que essa forma de abordagem proporciona uma troca dos direitos de propriedade, tanto dentro, quanto entre as organizações. Assim, o mesmo autor diz que a maximização da riqueza dos acionistas visa resguardar as decisões organizacionais sempre em função da maximização do valor da empresa, e o equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* visa resguardar que as decisões devem ser tomadas no intuito de equalizar e satisfazer os interesses de todas as partes envolvidas na empresa. Portanto, enfatiza que a principal responsabilidade do administrador é agregar valor aos acionistas por meio da maximização da riqueza.

O conselho de administração exerce um papel importante na separação entre propriedade e gestão, uma vez que ambos estão relacionados com o papel de controle da organização. Verifica-se que, nesse papel, ocorre uma possibilidade de assimetria da informação em função do conflito de agência correlacionado com a responsabilidade e o gerenciamento dos ativos. Contudo, o conselho de administração deve ser capaz de equilibrar seus procedimentos e promover um desenvolvimento mais eficaz, de forma que a organização como um todo possa atender seus objetivos propostos. Outra situação de conflito ocorre caso haja sobreposição das funções entre o presidente do conselho de administração e o presidente da diretoria executiva. Dessa forma, a delegação de responsabilidade por meio da governança corporativa fica

prejudicada, uma vez que não ocorreria a separação de função no processo de tomada de decisões (BRANCH e BAKER, 2000).

2.1.3 Governança Corporativa no Brasil

No Brasil, esse tema é relativamente novo. Para Álvares *et al.* (2008), grandes movimentações no mercado ocorreram na década de 90, especialmente com a abertura comercial, a estabilização da moeda e a privatização, impactando assim o jogo competitivo e as estruturas institucionais, obrigando as empresas a se adaptarem e melhorarem seus padrões de governança. Brandão (2004) afirma que a primeira evidência do aparecimento de um movimento pela governança corporativa no Brasil ocorreu com a reforma determinada pela Lei nº 10.303, de 31/10/2001 (BRASIL, 2001), que alterou as normas sobre as Sociedades por Ações e o Mercado de Valores Mobiliários, com o objetivo de ampliar a proteção dos direitos de acionistas minoritários e dos acionistas preferenciais. Esse dispositivo alterou, dentre outros aspectos, o limite de emissão de ações preferenciais de dois terços para cinquenta por cento do total das ações emitidas pelas empresas.

Nessa direção, ocorreu uma intensificação de alterações de classes de acionistas, tendo menos ações preferenciais e mais ações ordinárias. Observa-se que o relacionamento entre administradores e acionistas vem sendo alterado por meio da mudança societária ocasionada pelas transferências de empresas do setor público para o setor privado e, também, pelo ingresso de novos sócios nas organizações do setor privado. Assim sendo, identifica-se um aumento da participação acionária no caso de investidores institucionais e investidores estrangeiros (CARVALHAL-DA-SILVA e LEAL, 2007).

As duas principais entidades propulsoras desse movimento no País são o IBGC e a BM&FBOVESPA. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) surgiu, em 1995, com o objetivo de ser parâmetro nacional em governança, desenvolvendo e difundindo os melhores conceitos e práticas no País. A Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro S/A. (BM&FBOVESPA), em 2002, implantou os níveis diferenciados de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado, para permitir às empresas a adesão voluntária às melhores práticas.

O quadro 2 detalha as regras exigidas nos segmentos Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado.

Quadro 2- Critério dos níveis de Governança Corporativa criado pela BM&FBOVESPA

Nível	Exigências
Nível 1	1. manutenção de uma parcela mínima de 25% de ações no mercado (<i>free float</i>) 2. realização de oferta pública de ações (OPA's), via mecanismos que favoreçam a dispersão do capital 3. melhoria das informações prestadas trimestralmente 4. cumprimento das regras de transparência (<i>disclosure</i>) em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de controladores ou administradores 5. divulgação de <i>acordos de acionistas</i> e programas de opções (<i>stock options</i>) 6. disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos
Nível 2	Acrescentam-se aos requisitos anteriores 1. mandato unificado de um ano para todo o conselho de administração 2. disponibilização de balanço anual segundo as normas do US GAAP ou IAS 3. <i>tag along</i> de 100% para acionistas ordinários e mínimo de 70% para acionistas preferencialistas 4. direito de votos às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo 5. obrigatoriedade de realização de uma OPA para todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação nesse Nível 6. adesão à câmara de arbitragem para a resolução de conflitos societários
Novo Mercado	Além das obrigações dos <i>Níveis 1 e 2</i> , as companhias devem 1. emitir apenas ações ordinárias 2. conceder <i>tag along</i> de 100% sem distinguir acionistas 3. estabelecer período de vedação à negociação das ações por parte dos controladores originais (<i>lock up</i>) de seis meses + 60% nos seis meses subsequentes

Fonte - BM&FBOVESPA, 2011

As companhias nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado. Compõe empresas desse nível: Alpargatas, Banrisul, Bicbanco, Bradesco, Bradespar, Braskem, Cedro, Ceee-D, Ceee-Gt, Cemig, Cesp, Copel, Eletrobras, Eucatex, Ferbasa, Fras-Le, Gerdau, Gerdau Met, Inepar, Itausa, Itauunibanco, Mangels Indl, Oi, P.Acucar-Cbd, Panamericano, Parana, Randon Part, Suzano Papel, Tran Paulist, Usiminas e Vale.

As companhias nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais abrangente para as práticas de governança corporativa relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. Pode-se citar que a companhia aberta listada no Nível 2 tem como obrigações adicionais à legislação: direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como incorporação, fusão ou cisão da companhia e adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para solução dos conflitos de interesses societários. Compõem as empresas do nível 2: Abc Brasil, Abril Educa, Alupar, Celesc, Contax, Daycoval, Eletropaulo, Forja Taurus, Gol, Indusval, Klabin S/A, Marcopolo,

Multiplan, Pine, Renova, Santander Br, Santos Brp, Saraiva Livros, Sofisa, Sul America, Taesa e Viavarejo.

O novo mercado é um segmento destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, espontaneamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao exigido pela legislação. Uma das inovações do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência da composição do capital social da empresa somente por ações ordinárias. Além disso, o *tag along*⁵ corresponde à totalidade para todos os acionistas. As empresas listadas no Novo Mercado são: Aliansce, All Amer Lat, Anhanguera, Anima, Arezzo Co, Arteris, Autometal, B2w Digital, Bbseguridade, Ematech, Bhg, Biosev, Bmfbovespa, Br Brokers, Br Insurance, Br Malls Par, Br Pharma, Br Propert, Brasil, Brasilagro, Brf S/A, Brookfield, Ccr S/A, Ccx, Carvao, Cetip, Cia Hering, Cielo, Copasa, Cosan, Cpfl Energia, Cpfl, Renovav, Cr2, Cremer, Csu Cardsyst, Cvc Brasil, Cyre Com-Ccp, Cyrela Realt, Dasa, Direcional, Duratex, Ecorodovias, Embraer, Energias Br, Eneva, Equatorial, Estacio Part, Eternit, Even, Eztec, Fer Heringer, Fibria, Fleury, Gafisa, Generalshopp, Grendene, Helbor, Hrt Petroleo, Hypermarcas, Ideiasnet, Iguatemi, Imc, Holdings, Inds Romi, Iochp-Maxion, Jbs, Jhsf Part, Jsl, Kroton, Le Lis, Blanc, Light S/A, Linx, Llx Log, Localiza, Locamerica, Log-In, Lojas Marisa, Lojas Renner, Lopes Brasil, Lupatech, M.Diasbranco, Magaz Luiza, Magnesita S/A, Marfrig, Metal Leve, Metalfrio, Mills, Minerva, Mmx Miner, Mrv, Multiplus, Natura, Odontoprev, Ogx Petroleo, Osx Brasil, Paranapanema, Pdg Realt, Porto Seguro, Portobello, Positivo Inf, Profarma, Providencia, Qgep, Part, Qualicorp, Raiadrogasil, Renar, Rodobensimob, Rossi Resid, Sabesp, Sao Carlos, Sao Martinho, Ser Educa, Sierrabrasil, Slc, Agricola, Smiles, Springs, Tarpon Inv, Technos, Tecnisa, Tegma, Tempo Part, Tereos, Tim Part S/A, Time For Fun, Totvs, Tractebel, Trisul, Triunfo Part, Tupy, Ultrapar, Unicasa, V-Agro, Valid, Vigor, Food, Viver e Weg.

Um outro sinal de evolução da governança corporativa no Brasil é o surgimento de propostas, código e manuais de governança corporativa, com o objetivo de sustentar a adoção de melhores práticas de governança. O IBGC lançou o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (**ANEXO A**), e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lançou

⁵ *Tag Along*: Conforme art. 254-A da Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976), é um mecanismo de proteção a acionistas minoritários de uma companhia que garante a eles o direito de deixarem uma sociedade, caso o controle da companhia seja adquirido por um investidor que até então não fazia parte da mesma. O *tag along* garante aos acionistas minoritários o direito de vender suas ações por, pelo menos, 80% do valor pelo qual foi pago pelas ações dos controladores.

uma cartilha com recomendações sobre governança corporativa (**ANEXO C**). No conjunto das organizações estatais, tais como o Banco do Brasil, é importante destacar também o Guia OECD (2009) de governança corporativa de empresas estatais (**ANEXO D**).

A seguir, será apresentada uma análise das principais recomendações dessas instituições.

O guia de Governança Corporativa da *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD, 2011) é orientado para empresas estatais, objetivando a melhoria da performance, levando em consideração sua situação enquanto entidades controladas pelo poder público.

As práticas relevantes de governança corporativa propostas no Guia OECD (2009) editadas em 1999 são as que se seguem.

- O governo não deve estar envolvido na administração diária das estatais e deve permitir a elas total autonomia operacional para atingir os objetivos definidos.
- O Estado e a empresa estatal devem reconhecer os direitos de todos os acionistas e assegurar a eles tratamento justo e igual acesso às informações corporativas.
- Empresas estatais devem obedecer elevados padrões de transparência. Devem desenvolver uma prestação de contas consistente e agregada sobre a estatal e publicar anualmente um conjunto de relatórios. E devem estar sujeitas aos mesmos padrões de alta qualidade para contabilidade e auditoria que as companhias privadas e que sejam reconhecidos internacionalmente.
- As direções das estatais devem ter a autoridade necessária, competência e objetividade para exercer suas funções de direção estratégica e monitoramento administrativo. Elas devem agir com integridade e prestar contas pelos seus atos. A direção deve exercer suas funções de monitorar a administração e dirigir estrategicamente, sujeitos aos objetivos traçados pelo governo.

Em relação aos códigos de melhores práticas de governança corporativa, foram analisados relatórios de pesquisas, códigos de governança nacionais e internacionais e a experiência de diversos países para sua elaboração (**ANEXO B**). Procurou-se, ainda, adaptar alguns conceitos internacionais às características da realidade brasileira.

A cartilha da CVM tem como objetivo estimular o mercado de capitais a divulgar e aplicar as boas práticas de governança. Essa cartilha não esgota o tema. Contudo, espera-se que as empresas possam ir além do que é recomendado no texto.

As práticas relevantes de governança corporativa propostas na cartilha CVM (2009) são as seguintes.

- O conselho de administração deve ter de cinco a nove membros tecnicamente qualificados, com pelo menos dois membros com experiência em finanças e responsabilidade de acompanhar mais detalhadamente as práticas contábeis adotadas. O Conselho deve ter o maior número possível de membros independentes da administração da companhia. A recomendação sobre o número de membros leva em conta que o Conselho deve ser grande o suficiente para assegurar ampla representatividade, e não tão grande que prejudique a eficiência.
- O Conselho deve adotar um regimento com procedimentos sobre suas atribuições e periodicidade mínima das reuniões, além de dispor de comitês especializados para analisar certas questões em profundidade. O conselho de administração deve fazer anualmente uma avaliação formal do desempenho do executivo principal.
- Os cargos de presidente do conselho de administração e presidente da diretoria (executivo principal) devem ser exercidos por pessoas diferentes. O Conselho fiscaliza os diretores. Assim, para evitar conflitos de interesses, o presidente do Conselho não deve ser presidente da companhia.
- O estatuto da companhia deve estabelecer que as divergências entre acionistas e companhia ou entre acionistas controladores e acionistas minoritários serão solucionadas por arbitragem.
- Trimestralmente, em conjunto com as demonstrações financeiras, a companhia deve divulgar relatório preparado pela administração com a discussão e análise dos fatores que influenciaram preponderantemente o resultado, indicando os principais fatores de risco a que está sujeita a companhia, internos e externos.
- A companhia deve adotar, além dos princípios de contabilidade em vigor no Brasil, normas internacionais de contabilidade promulgadas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) ou utilizadas nos EUA (*United States Generally Accepted Accounting Principles*- US GAAP), atestados por auditor independente.

O IBGC lançou seu Código de Governança Corporativa, em 1999, e, desde então, foram feitas duas revisões com o intuito de se aperfeiçoar e de se adequar aos avanços advindos da evolução do ambiente institucional e empresarial brasileiro. O objetivo do Código é produzir os fundamentos da efetiva aplicação das boas práticas de governança corporativa no Brasil.

A seguir, práticas relevantes de governança corporativa propostas no Código de Melhores Práticas IBGC (2011)

- As companhias devem esforçar-se para manter em circulação o maior número possível de ações e estimular a sua dispersão, em benefício da liquidez desses títulos.
- O conselho de administração deve estimular a instituição do comitê de auditoria para analisar as demonstrações financeiras, promover a supervisão e a responsabilização da área financeira, garantir que a diretoria desenvolva controles internos confiáveis, que a auditoria interna desempenhe a contento o seu papel e que os auditores independentes avaliem, por meio de sua própria revisão, as práticas da diretoria e da auditoria interna.
- A auditoria interna deve reportar-se ao comitê de auditoria ou, na falta deste, ao conselho de administração. Sua competência é verificar o funcionamento dos controles internos e se os regulamentos, instruções e políticas estão sendo observados.
- Toda sociedade deve ter auditoria independente, pois se trata de um agente de governança corporativa de grande importância para todas as partes interessadas, uma vez que sua atribuição básica é verificar se as demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da sociedade. O relacionamento com os auditores independentes

é prerrogativa indelegável do conselho, a quem cabe escolhê-los, aprovar os respectivos honorários e planos de trabalho, bem como avaliar seu desempenho.

- A cada ano deve ser feita uma avaliação formal do desempenho do conselho e de cada um dos conselheiros. A sistemática de avaliação deve ser adaptada à situação de cada sociedade, contudo deve ser respaldada por processos formais com escopo de atuação e qualificação bem definido.
- O conselho de administração deve designar uma só pessoa com a responsabilidade de ser o porta-voz da sociedade, eliminando-se o risco de haver contradições entre as declarações do presidente do conselho e as do executivo principal (CEO). O diretor de relações com os investidores tem poderes delegados de porta-voz da sociedade.
- A preparação do relatório anual é de responsabilidade da diretoria, mas o conselho de administração deve aprová-lo e recomendar sua aceitação ou rejeição pela assembleia geral. O relatório anual deve mencionar as práticas de governança corporativa que estão sendo adotadas pela sociedade ou que serão implementadas a curto prazo.
- Dentro do conceito das melhores práticas de governança corporativa, além do respeito às leis do País, toda sociedade deve ter um código de conduta que comprometa administradores e funcionários, elaborado pela diretoria de acordo com os princípios e políticas definidos pelo conselho de administração e por este aprovado. O código deve também definir responsabilidades sociais e ambientais. Deve abranger o relacionamento entre conselheiros, sócios, funcionários, fornecedores e demais partes relacionadas (*stakeholders*).
- O conselho fiscal, parte integrante do sistema de governança das organizações brasileiras, é um órgão que tem como objetivos fiscalizar os atos da administração, opinar sobre determinadas questões e dar informações aos sócios.
- Tão logo tenha sido identificado conflito de interesses em relação a um tema específico, a pessoa envolvida deve afastar-se, inclusive fisicamente, das discussões e deliberações. Há conflito de interesses quando alguém não é independente em relação à matéria em discussão e pode influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses distintos daqueles da sociedade. Essa pessoa deve manifestar, tempestivamente, seu conflito de interesses ou interesse particular, sob pena de qualquer outra pessoa fazê-lo.

O Brasil se apresenta como um grande país emergente, no centro dos debates internacionais e também no BRICS⁶. Conceitos como a governança corporativa, meio ambiente, sustentabilidade, responsabilidade social das empresas e cidadania empresarial, começaram a se enraizar entre nós, mas ainda falta um esforço concentrado para melhor difundir e adaptá-los, na medida do necessário, às condições próprias do Brasil (BANCO DO BRASIL, 2009). Para as empresas brasileiras, os princípios de governança corporativa e de responsabilidade social das empresas apresentam um grande desafio. Assim, não é mais suficiente somente publicar um balanço com resultado favorável no fim do exercício social, maximizar os lucros dos acionistas majoritários e distribuir os dividendos, pois o mercado vem exigindo cada vez mais necessidade de novas informações e maior transparência.

Resultado interessante foi obtido por meio da pesquisa de Almeida *et al.* (2010), na qual foi estudada a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o desempenho

⁶ BRICS – É um acrônimo formando uma sigla que se refere aos países Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul, que se destacaram no cenário mundial pelo rápido crescimento das suas economias em desenvolvimento.

das empresas brasileiras de capital aberto não listadas na bolsa de valores. Os autores criaram uma *proxy* para identificar a qualidade das práticas de qualidade de governança corporativa por meio de um índice de governança corporativa dessas empresas, e o desempenho foi avaliado por meio do retorno sobre o ativo. Os autores concluíram que as práticas de governança apresentaram bom nível de governança corporativa e que influenciaram positivamente o retorno sobre os ativos das empresas, sugerindo que as melhores práticas tendem a apresentar melhor desempenho.

No caso das cooperativas de crédito, constituem boa governança condutas para assegurar a atualização tecnológica, a competitividade e o respeito a regras de governança corporativa, sobretudo à regra de responsabilidade (*accountability*) com relação aos associados. Portanto, torna-se essencial garantir a divulgação adequada de toda informação relevante, inclusive dos honorários da diretoria, assim como da composição do conselho de administração e da relação da empresa com as demais partes interessadas (*stakeholders*). Contudo, a divulgação e a transparência da gestão correspondem à melhor forma de estruturação da alta administração da empresa em divulgar seu processo de execução dos atos administrativos. Nesse contexto, a governança corporativa permeia esse processo de maneira que a alta administração atue adequadamente para gerar aumento de valor para a empresa.

2.1.4 Governança Corporativa em Cooperativas de Crédito

A necessidade de fortalecimento e solidez do mercado financeiro tem favorecido o surgimento de novos mecanismos de controle e de averiguação dos procedimentos administrativos das empresas. Assim, para que haja incremento de aplicação de recursos nas organizações, os investidores têm interesse em ter conhecimento acerca dos processos de gestão empresarial. No caso, políticas de transparência dos mecanismos de direção do negócio das empresas tornam-se relevantes para o processo de movimentação nesse mercado.

Conforme Leal (2004), estudos mais recentes acrescentaram outros aspectos relacionados com a governança corporativa tais como: relevância da estrutura de propriedade e controle da companhia; o nível de *disclosure* das informações; existência de benefícios privados advindos do controle; qualidade da auditoria; existência de conselho fiscal e comitês; composição do conselho de administração; política de remuneração da empresa; existência de investidor

institucional ativista; possibilidade de *tag along* para os minoritários e existência de provisões anti-takeovers⁷. Ainda, conforme o autor, todo esse arcabouço teórico revela os estágios na formação conceitual que situa o posicionamento em relação ao grau de aprofundamento da empresa às práticas de governança corporativa.

Assim, serão dispostas as abordagens da governança corporativa e, em seguida, como essas abordagens se aplicam às cooperativas de crédito. Nesse sentido, com base na pesquisa de Correia (2008), as abordagens estão associadas à mitigação do conflito de interesses, controle acionário e qualidade das informações de forma a favorecer o processo de tomada de decisões e maximização dos resultados. Dentre esses surgem: *conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, incentivos aos administradores* (contrato de compensação), *proteção aos acionistas minoritários e transparência das informações publicadas*.

1) Conselho de administração

Corresponde ao grupo de pessoas que tem como função a gestão administrativa, operacional, fiscal e contábil da empresa. Assim, Oliveira (2006) expõe que a proteção do patrimônio da empresa é de responsabilidade relevante desse conselho, não somente pelo fato de ter sido eleito, mas, também, pela assunção da responsabilidade civil assumida quando de sua eleição, homologação de atos pelo BACEN e, posteriormente, posse efetuada pelo conselho anterior. Bornholdt (2005) mostra que o mesmo corresponde a um órgão deliberativo eleito pela assembleia geral ordinária com mandato disposto no estatuto social da sociedade, tendo como objetivo dar suporte à gestão no encaminhamento dos processos de tomada de decisões e auxiliar no desempenho organizacional. Nesse sentido, foi editado o Relatório Cadbury instituído por meio da iniciativa privada, tendo sido considerado um marco importante a respeito da governança corporativa, ao qual pontua que

[...] o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas, tendo como forma de controle: o conselho de administração que é responsável pela gestão da organização; os acionistas que na governança responde pela eleição de diretores e o auditor independente que atua para certificar uma governança adequada à estrutura organizacional e às normas legais. Assim, as responsabilidades do conselho de administração incluem a criação da empresa, objetivos estratégicos, proporcionar liderança, supervisionar a gestão dos negócios e emissão de relatórios para os acionistas em sua administração. É por meio da diretoria que as ações são determinadas e regulamentadas para os acionistas em assembleia geral (CADBURY REPORT, 2002) tradução do autor da tese.

⁷ Prática contra a tomada de controle por parte dos acionistas minoritários.

Conforme Silveira (2002), o conselho de administração tem papel fundamental na governança corporativa, sendo considerado o principal agente capaz de mitigar os custos de agência entre acionistas *versus* administradores, acionistas controladores *versus* acionistas minoritários. De acordo com a Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976), esse órgão é composto por, no mínimo três membros que poderão ser destituídos a qualquer tempo. Tem período de duração máxima de três anos, permitida a reeleição de seus membros. Silva (2006b) expõe que o mesmo tem a missão de acompanhar a gestão, monitorar os riscos, indicar auditores independentes, supervisionar o relacionamento da empresa com os demais *stakeholders*. Assim, devem constar nos regimentos da empresa normas e regulamentos internos dispendo da responsabilidade, norma de funcionamento, discriminação das atividades e forma de administração dos conflitos de interesses. Tal regimento interno deve estabelecer o número de conselheiros, o máximo e o mínimo, processo de substituição do presidente do conselho, modo de substituição dos conselheiros e normas sobre convocação, instalação e funcionamento.

No contexto das cooperativas de crédito, competem ao conselho os exercícios de atividades conforme disposto no estatuto social das cooperativas de crédito determinado pelo Sicoob Brasil desde que atendidas as decisões da assembleia geral.

- I. fixar diretrizes, examinar e aprovar os orçamentos, os planos periódicos de trabalho, acompanhando a execução;
- II. aprovar e supervisionar a execução dos projetos elaborados pelos executivos;
- III. aprovar e divulgar, por meio de resolução, as políticas da Cooperativa;
- IV. aderir e acompanhar o cumprimento das políticas, das diretrizes de atuação sistêmica e demais normativos publicados pelo Sicoob Confederação;
- V. aprovar o Regimento Interno do conselho de administração e da Diretoria Executiva;
- VI. propor para a Assembleia Geral o Regulamento Eleitoral e o Regulamento de Eleição de Delegados;
- VII. avaliar mensalmente o estado econômico-financeiro da Cooperativa e o desenvolvimento das operações e atividades em geral, por meio de balancetes e de demonstrativos específicos;
- VIII. deliberar sobre a admissão, a eliminação ou a exclusão de associados, podendo, aplicar, por escrito, advertência prévia;
- IX. deliberar sobre a forma e o prazo de resgate das quotas-partes de associados, inclusive se parcial;
- X. deliberar sobre a convocação da Assembleia Geral;
- XI. propor à Assembleia Geral Extraordinária alteração no estatuto social;
- XII. deliberar sobre alocação e aplicação dos recursos do Fundo de Assistência Técnica, Educacional e Social (Fates), respeitado o regulamento próprio;
- XIII. analisar e submeter à Assembleia Geral proposta dos executivos sobre a criação de fundos;
- XIV. deliberar pela contratação de auditor externo;
- XV. propor à Assembleia Geral a participação da Cooperativa no capital de instituições não cooperativas, inclusive bancos cooperativos observado o contido no art. 37;

- XVI. estabelecer normas internas em casos omissos e se for o caso submetê-las à deliberação da Assembleia Geral;
 - XVII. eleger ou reconduzir os membros da Diretoria Executiva, na primeira reunião do conselho de administração eleito, para aprovação do Banco Central do Brasil;
 - XVIII. destituir a qualquer tempo os membros da Diretoria Executiva;
 - XIX. conferir aos membros da Diretoria Executiva atribuições específicas e de caráter eventual não previstas neste Estatuto Social;
 - XX. fixar, limitados ao valor global definido pela Assembleia Geral, os honorários e as gratificações, dos membros da Diretoria Executiva;
 - XXI. examinar as denúncias de irregularidades praticadas no âmbito da Cooperativa, especialmente as que lhes forem encaminhadas pelo Conselho Fiscal e pela Auditoria, e determinar medidas visando as apurações e as providências cabíveis;
 - XXII. deliberar sobre operações de crédito e garantias concedidas aos membros da Diretoria Executiva e a pessoas físicas e jurídicas que mantenham relação de parentesco ou de negócios com aqueles membros;
 - XXIII. acompanhar e adotar providências necessárias para o cumprimento do Planejamento Estratégico;
 - XXIV. acompanhar as medidas adotadas para saneamento dos apontamentos da Auditoria Interna, da Auditoria Externa e da área de Controle Interno;
 - XXV. acompanhar e adotar medidas para a eficácia da cogestão, quando adotada, nos termos do convênio firmado entre a Cooperativa e a cooperativa central a qual estiver associada;
 - XXVI. convocar os membros da Diretoria Executiva para prestar esclarecimentos sobre assuntos de qualquer natureza;
 - XXVII. autorizar, previamente, a Diretoria Executiva a praticar quaisquer atos que ultrapassem os respectivos poderes de gestão;
 - XXVIII. propor a revisão do valor estipulado para subscrição e integralização de quotas de capital, conforme art. 19;
 - XXIX. examinar e deliberar sobre propostas da Diretoria Executiva relativas a plano de cargos e salários, estrutura organizacional da Cooperativa ou normativos internos;
 - XXX. deliberar sobre alienação de bens não uso de próprio recebidos na execução de garantias.
- Fonte - SICOOB BRASIL, 2011.

Como atividade administrativa, o conselho de administração deve ter capacidade técnica para analisar os relatórios contábeis da sociedade, bem como deter conhecimento prático para adequá-los ao nível de governança corporativa, reduzir conflito de interesses, exercer uma gestão estratégica e atentar para a integridade patrimonial dos sócios e da sociedade. Para *Álvares et al.* (2008), a conduta ética pode levar a empresa a produzir grande resultado. Contudo, o comportamento dos dirigentes apresenta-se como um dos principais indicadores de reconhecimento da gestão organizacional. Adicionalmente, Lodi (2000) recomenda que seus membros recebam remuneração suficiente para se equilibrar aos propostas de mercado de modo a corresponder com os riscos patrimoniais a que estão sujeitos. Salienta-se que cabe aos acionistas, por meio de decisões da assembleia geral, definir o valor da remuneração de seus membros.

Baseando-se na transparência, Hampel Committee (1998) propõem que o cargo do presidente do conselho de administração e do presidente da empresa fosse exercido por pessoas

diferentes, com o que concorda o Bacen (2011), por meio da Resolução nº 3.859, de 27/05/2010 (BRASIL, 2010), estabelecendo que

[...] as cooperativas de crédito devem observar política de governança corporativa aprovada pela assembleia geral, que aborde os aspectos de representatividade e participação, direção estratégica, gestão executiva e fiscalização e controle, e que contemple a aplicação dos princípios de segregação de funções na administração, transparência, equidade, ética, educação cooperativista, responsabilidade corporativa e prestação de contas.

A adoção dessa estrutura administrativa leva em conta a segregação completa das funções de representante do conselho de administração e do diretor presidente integrante da diretoria executiva, independentemente do porte econômico-financeiro, complexidade operacional e fatores de natureza prudencial.

Com vista a se ter melhores práticas de governança corporativa, o conselho de administração das cooperativas de crédito tem sofrido mudanças no direcionamento, tais como: ter atuações mais fortes de gestão estratégica como forma de melhorar o resultado organizacional, daí a importância de se vincular governança corporativa com gestão baseada em valor; treinamento e especialização em relação às atividades operacionais das cooperativas de crédito ao longo de todo o Brasil; incorporação entre seus membros de profissionais liberais em áreas técnicas específicas e, por fim, maior interação com os acionistas, o que, no caso de cooperativas de crédito, tal procedimento ocorre por meio da eleição de delegados⁸, o que promove mais transparência no tocante a atingir melhores práticas de governança.

De acordo com Andrade e Rossetti (2006), tem se verificado o surgimento de relações favoráveis entre as atividades dos conselhos e o desempenho das empresas. Os estudos verificaram também que, quando não existe eficiência nos processos operacionais do conselho, ocorrem situações em que o não atingimento de um bom desenvolvimento organizacional é provocado pela falta de habilidade técnica na gestão estratégica, levando a empresa a incorrer em riscos operacionais. Já, na visão de Steinberg (2003), a aplicação de recursos nas áreas sociais corresponde à melhora do relacionamento entre *stakeholders*.

Sob o ponto de vista de Rappaport (2001), em uma situação de mudanças rápidas no ambiente organizacional, o planejamento estratégico tem se tornado uma das principais ferramentas de

⁸ Delegados – pessoas físicas associadas às cooperativas de crédito que, por meio de processo eleitoral, são eleitos entre os cooperados para a tomada de decisões nas deliberações sociais da sociedade. Tem mandato específico conforme estatuto social. Podem ser reeleitos. Não recebem qualquer tipo de remuneração, a não ser cobertura de custo de transporte.

gestão para avaliar e enfrentar as incertezas dos negócios. Assim, ao conselho de administração cabe garantir que as empresas adotem estratégias que garantam os resultados previstos e desejados.

No que tange à quantidade de membros do conselho de administração, Andrade e Rossetti (2006) mostram que muitos conselheiros não são garantia de conseguir resultados melhores. Os autores apresentam como sugestão uma quantidade entre seis a quinze membros. Oliveira (2006) aponta que, no caso brasileiro, os conselhos estão num intervalo entre cinco a nove conselheiros, na França treze e nos Estados Unidos quatorze. No caso das cooperativas de crédito tal número varia de cinco a onze membros (SICOOB BRASIL, 2011).

Já, no caso das cooperativas de crédito, Fontes Filho, Soares e Ventura (2008), em sua pesquisa, mostraram que a configuração do conselho de administração deve primar-se pela prudência entre os componentes, e uma forma de mitigar os conflitos ocorre por meio de um desempenho eficaz, divulgação dos atos da gestão e objetivos estratégicos específicos e práticos à realidade das cooperativas de crédito.

Com relação à educação cooperativista, esse procedimento se apresenta por meio do Fundo de Assistência Técnica Educacional e Social - FATES, cujo valor é deliberado pela Assembleia Geral Ordinária (AGO) e seu controle feito por meio do conselho de administração. Nesse contexto, um percentual das Sobras Líquidas do Exercício é reinvestido aos associados em treinamentos, melhoramento da produtividade dos empregados, retenção de talentos, redução de custos operacionais, promoção de atividades para reciclagem para preservação da natureza, preservação da marca, melhoramento das condições sociais e manutenção da imagem. Ressalta-se que, conforme disposto na Lei nº 5.764/71 (BRASIL, 1971), em seu artigo 28, item II, é determinado um mínimo de 5% sobre as Sobras Líquidas do Exercício e este percentual poderá ser aumentado por intermédio de decisão da AGO.

2) Estrutura de propriedade e controle

Trata-se de mecanismo de segregação entre as pessoas que detêm o controle acionário da empresa e as pessoas que detêm o controle organizacional. Pesquisas abordadas nesse item mostram que a estrutura de propriedade se refere ao direito sobre o fluxo de caixa das empresas, ao passo que o controle se refere às ações que detêm o direito de voto, ou seja, ações ordinárias.

No Brasil, devido a uma grande emissão de ações preferenciais por muitas empresas, existe um ambiente de separação entre o direito de controle e de direito sobre o fluxo de caixa (OKIMURA, 2003).

Thomsen e Pedersen (1997) mostram que a concentração de capital nas mãos de poucos investidores proporciona uma participação mais ativa e individual pelo interesse do desempenho da empresa. Ao contrário dessa situação, a segregação entre o controle e a estrutura de propriedade pode incentivar a expropriação dos acionistas minoritários. Para outros autores, Morck, Shleifer e Vishny (1988), Shleifer e Vishny, (1997), La Porta *et al.* (1998, 1999, 2000 e 2002) e Claessens *et al.* (2000a e 2000b), constatou-se um efeito negativo para a criação de valor pela empresa e, também, para a governança corporativa, quando ocorre uma concentração de ações ordinárias nas mãos de grandes investidores e uma separação entre o direito de voto e o fluxo de caixa.

Berle e Means (1932) verificaram que a pulverização da titularidade acionária provoca uma relação positiva em relação ao desempenho empresarial. Assim, os autores expõem que, por muito tempo, a concentração de propriedade e o controle foram utilizados como forma de assegurar a eficiência econômica. Na verdade, a empresa moderna baseia-se em dispositivos regulamentares para promover o aumento do poder de capital fazendo com o que o acionista minoritário pague por esses custos de transação. Os autores reafirmam que, com a longevidade da empresa, o que acontece não é a segregação entre propriedade e controle e tão somente a diminuição do poder de prestação de contas.

Jensen e Meckling (1976) desenvolveram modelo teórico incorporando a teoria de propriedade, teoria da agência e a teoria de finanças no intuito de evidenciar uma nova teoria de estrutura de propriedade da empresa que mostrou a relação entre separação de propriedade e controle. Na pesquisa, o problema abordado foi a especificação dos direitos individuais determinando os custos e as recompensas do retorno em relação aos acionistas, pois a diluição da estrutura de propriedade é afetada pelo comportamento das empresas. Assim, Williamson, (1987) apontou que, com o crescimento da atuação da forma societária e com o crescimento do valor de mercado, tanto os investidores, quanto os proprietários estão satisfeitos com o resultado gerado pela organização, ou seja, a propriedade concentrada é benéfica para o valor da firma. Não se pode esquecer que essa estrutura de segregação leva a ter um custo de

transação adicional em detrimento da elaboração dos contratos, uma vez que, quanto mais sofisticados, menores são os custos de agência.

Cho (1998) desenvolveu pesquisa entre a estrutura de propriedade, investimento e valor patrimonial. Seu estudo procurou mostrar se a formatação da estrutura de propriedade interfere nos investimentos realizados e, conseqüentemente, no valor patrimonial. Os resultados da pesquisa revelaram que interferências internas afetam a organização, sugerindo que o valor patrimonial provoca modificação em sua estrutura de propriedade. Assim, pode-se dizer que o valor patrimonial altera a estrutura de propriedade e, não, o contrário.

Nesse contexto, Silva (2006a) apresenta três principais fatores para que se possa reduzir a concentração da estrutura de propriedade sem que haja a perda do controle:

- emissão de ações preferenciais sem direito a voto ou com outros direitos à exceção do voto;
- realização de acordo de acionistas sobre o exercício do direito do voto ou do poder do controle, conforme estabelecido na Lei das Sociedades por Ações no mercado brasileiro. Esse dispositivo legal faz com que os acionistas majoritários, por meio de acordo com os demais acionistas, aumentem o poder de controle em relação aos acionistas minoritários;
- por meio de preceito legal de controle indireto, no qual a empresa individualmente não tem o controle da sociedade, mas o obtém por intermédio de uma de suas controladas. Como tal procedimento, trata-se de flexibilizações de investimentos permanentes de controle acionário indireto.

Na visão de Andrade e Rossetti (2006), com a abertura de capital no Brasil, as empresas se viram instigadas para novos aportes de capital societário em função do alto custo do capital de terceiros (encargos financeiros). Portanto, à medida que a pulverização do capital foi se expandindo, a propriedade e o controle das empresas deixaram cada vez mais de estar nas mãos dos mesmos investidores. Observa-se, entretanto, que no trabalho de Silva (2006a) ainda permanece alta concentração acionária das empresas brasileiras. Atualmente na economia moderna, é a direção executiva que passa a ser efetivamente a *proprietária* das empresas. Daí, o surgimento do conflito de interesses no qual se envolve o acionista (detentor

do capital) e a diretoria executiva (detentor do comando organizacional), sendo o primeiro voltado para retorno do capital, maximização do lucro e o aumento da riqueza e, o segundo, voltado para o recebimento dos fluxos de caixa, participação nos resultados e administração de carteira. De acordo com Silveira (2006), o atual modelo de estrutura de propriedade das empresas brasileiras mantém-se com alta concentração de ações ordinárias, alto nível de ações preferenciais, alta concentração de ações em poucos acionistas, grande presença de empresas familiares, não reconhecimento dos direitos dos acionistas minoritários e elevado conflito entre propriedade e gestão. Assim, Carvalhal-Da-Silva e Leal (2007, p.49) mostram “[...] que a compreensão da estrutura de controle é de fundamental importância, uma vez que ela influencia diretamente a eficiência do mercado por controle corporativo”.

Leal (2004) mostra que, nos Estados Unidos, a percentagem de direitos de voto detidos por *insiders* (informações privilegiadas em empresas) é relativamente baixa quando comparada com mercados emergentes. Na Ásia e na América Latina, não se tem uma relação negativa entre o percentual de voto detido por *insiders* e valor corporativo. Esse relacionamento é mais forte e significativo quando *insiders* é utilizado como mecanismo para alavancar seus direitos de voto.

Rappaport (2001) relata que as visões dos acionistas são diferentes em relação à dos administradores, pois, quanto maior a expectativa de resultados não atingidos pelos administradores, maior será a redução da riqueza por parte dos acionistas.

No caso das cooperativas de crédito, a abordagem de Rappaport (2001) não se aplica, uma vez que se trata de uma sociedade de pessoas conforme preceituado na Lei nº 5.764/71 (BRASIL, 1971), em que a cada associado corresponderá apenas um voto nas deliberações sociais. Observa-se também que, contrariamente à Lei das Sociedades por Ações, não é previsto nesse tipo de sociedade a faculdade de voto múltiplo e nem tampouco acordo de acionistas, haja vista que o máximo de aquisição de quotas que cada associado poderá adquirir corresponde a um terço do total das quotas emitidas. Outro fato a destacar é que os associados elegem os membros do conselho e administração e, por conseguinte, dentre seus pares escolhem a diretoria executiva. Para fornecer maior transparência a esse procedimento, a Resolução nº 3.859, de 27/05/2010 (BRASIL, 2010) dispõe que, a partir de 2012, deverá ocorrer a

segregação entre o presidente do conselho de administração e qualquer membro da diretoria executiva, para as cooperativas de livre admissão, de empresários, de pequenos empresários, microempresários, microempreendedores e as com base em vínculos de natureza associativa, econômica ou social. Salienta-se, entretanto, que basta apenas 5% dos associados, por meio de carta formal, para solicitar a destituição de membros do conselho de administração.

Em relação ao direito de propriedade, Fulton (1995) explica que, no caso de cooperativas de crédito, esse ponto ainda é obscuro havendo pontos conflitantes no que tange ao direito e ao poder de obter renda e consumir ou alienar determinado ativo em uma cooperativa. Portanto, esses aspectos ainda não estão segregados do controle da organização, e que os cooperados não podem apropriar-se desse lucro residual, cabendo, assim, uma decisão da assembleia. Ainda, com base no autor, ele acredita que o futuro das cooperativas de crédito vai depender de uma nova estrutura organizacional, que estabeleça diferentes relações entre propriedade e controle, incentivo pela otimização de resultados, gerenciamento dos processos de tomada de decisões, relações contratuais mais estáveis, menores custos de transação e maior governança corporativa.

Já, na visão de Gimenes e Gimenes (2006), as cooperativas de crédito são inflexíveis na capacidade de captar recursos próprios, além de manter uma estrutura de alto risco financeiro, em detrimento da existência de ativos específicos. Como exemplo, seus investimentos normalmente são direcionados a um determinado grupo de cooperados definidos regionalmente.

Ventura (2008) mostrou as relações de conflito de interesses em cooperativas de crédito entre os proprietários e gestores. Apresentou minimização de custo de agência por meio de monitoramento coletivo, implementação de decisões estratégicas e práticas de governança corporativa. Ressaltou também questões relativas à segurança, eficiência e redução de condições de riscos, tais como: crédito, mercado, operacional, legal e liquidez.

Bialoskorki Neto, Bassoso e Rezende (2012) pesquisaram como o direito de propriedade e o processo de tomada de decisões podem impactar o problema de gerenciamento e custo de transação. Os autores apresentaram dois aspectos: primeiro que o controle gerencial deve apoiar o fluxo de monitoramento de forma a diminuir a assimetria informacional. Segundo,

para um sistema de controle, adequado, deve-se identificar as necessidades dos membros, aumentar o envolvimento deles na rotina da cooperativa e maximizar a eficiência econômica da cooperativa de crédito.

3) Incentivos aos administradores (contrato de compensação)

Corresponde a uma forma de remuneração adicional aos administradores (gestores) da empresa como forma de melhor atuar em prol da organização. Adotou-se a nomenclatura de *contrato de compensação* em razão de se ter uma forma adicional de registro da carteira de trabalho em relação ao padrão regido no mercado brasileiro que corresponde a um contrato em que, caso os administradores cumpram o acordado para elevação da maximização do lucro, terão como compensação uma remuneração variável em proporção relativa ao seu compromisso no desempenho do crescimento organizacional. Siffert Filho (1996) afirma que esses contratos podem ser incompletos devido à alta complexidade e à impossibilidade de prever todas as contingências ocorridas na organização. Assim, a assimetria informacional na relação agente-principal faz com que não se tenha a implantação de um contrato completo.

Silva (2006a) explica que é salutar que a empresa tenha um comitê de remuneração com função de avaliação e análise de um programa de salário variável aos gestores, tendo condições de independência e comprometimento de longo prazo. Observa-se que a composição desse comitê deve ser formada por membros idôneos e que tenham conhecimento dos negócios da empresa. Ressalta-se ainda que, para maior transparência na aprovação, deve ser levada para a assembleia geral ordinária, por meio de edital de convocação. Entretanto, a forma de remuneração deve estar associada ao desempenho econômico da sociedade, daí a relação entre a governança corporativa e a criação de valor na sociedade. Tal remuneração pode ser analisada por meio de fluxo de caixa, lucro contábil, retorno sobre o patrimônio, capital investido ou crescimento. Sua forma de pagamento poderá ser por meio de salário, bônus, ações, opções de compra ou plano de pensão.

Álvares *et al.* (2008) e Silva (2006a) apontam que, quando se trata de uma tarefa para alinhar os objetivos estratégicos da empresa conjugada a uma remuneração variável para o *Chief Executive Officer - CEO*, esse processo tem como função promover o desenvolvimento profissional e pessoal desse gestor. O aspecto a ser analisado é fazer com que essa remuneração promova uma recompensa para a empresa fazendo que se crie geração de valor

para o negócio e, conseqüentemente, uma adequação entre os interesses da empresa e dos investidores.

Lodi (2000) indica alguns itens a serem observados no processo de avaliação dos administradores como sendo os principais para o atingimento das metas determinadas pelos proprietários, a saber: integridade, visão, liderança, capacidade para atingir objetivos de performance empresarial, relacionamento com os acionistas e *stakeholders* e, por fim, o relacionamento entre o CEO e o conselho de administração. Isso posto, esses itens de avaliação estão voltados para a interação empresa/gestão e propriedade/controle. Assim, o bom relacionamento dessa dicotomia leva a organização ao atingimento de sua meta e, por conseguinte, à criação de valor e remuneração adicional aos administradores.

Rappaport (2001) esclarece que é importante definir adequadamente as medidas de desempenho e os mecanismos de remuneração aos administradores, pois pode acontecer o alcance da meta estabelecida pela empresa, porém, sem preocupação com a qualidade das carteiras operacionais. Ocorrem ainda casos em que existem conflitos entre as medidas de desenvolvimento e as medidas de planejamento. Nesse aspecto, tivemos, em 2007 nos Estados Unidos, o caso dos créditos securitizados colocados no mercado sob as características *sub-prime*, nos quais os administradores alcançaram a meta estabelecida pela empresa, todavia, sem análise dos riscos de mercado e de crédito. Vale dizer, com medidas de desenvolvimento, porém, sem medidas de planejamento para a maximização de valor para a empresa.

Oliveira (2006) afirma que o valor da remuneração dos gestores está cada vez mais associado às variáveis como carga horária de trabalho, competência e experiência. Como o mercado vem acompanhando os países mais desenvolvidos, aqui, no Brasil, tem acontecido a incorporação de profissionais técnicos especializados estranhos à sociedade para realização dessas atividades, ainda em processo de evolução e adequação, sendo que, no caso dos Estados Unidos, esse procedimento já ocorre há vários anos.

No caso de cooperativas de crédito, essa forma de incentivo e, conseqüentemente, contrato de compensação já vem sendo utilizado por meio apenas de salário variável aos gerentes. Em função da diminuição do *Spread Bruto*⁹, as cooperativas começaram o esforço de mudar a

⁹ *Spread Bruto* – diferença entre as taxas de operações de créditos e as taxas de captação de recursos de terceiros.

remuneração dos gestores de fixa para variável em função do atendimento às expectativas do conselho de administração quanto ao resultado econômico, o que trouxe necessidade de mais profissionalismo ao setor. Recentemente, com a edição da Lei Complementar nº 130/09 (BRASIL, 2009), surgiu uma nova oportunidade que é a possibilidade do “[...] conselho de administração poder criar diretoria executiva a ele subordinada, na qualidade de órgão estatutário, composto por pessoas físicas associadas ou não, indicadas por aquele conselho”. Assim, profissionais do mercado passam a atuar e administrar essas empresas independentemente de participarem como quotistas na própria sociedade. Nesse contexto é que a governança corporativa é importante para as cooperativas de crédito. Há de salientar que as cooperativas ficam expostas a todos os riscos inerentes aos conflitos de interesses, teoria da agência e interesses adversos entre a administração e a gestão externa à cooperativa.

4) Proteção aos acionistas minoritários

Acionista minoritário de acordo com a Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976) corresponde ao investidor que adquire ações com direito a voto em um montante inferior a cinquenta por cento mais uma ação com direito a voto, ou seja, investimento total ao qual não lhe é permitido o controle da sociedade. Assim, esse investidor participa das deliberações sociais, porém suas sugestões somente serão atendidas caso haja a concordância do acionista majoritário.

Silveira (2006) cita que,

[...] no caso brasileiro, como consequência da alta concentração da propriedade (principalmente das ações com direito a voto), o principal problema de governança ocorre entre acionistas controladores e outros fornecedores de recursos financeiros, que são os acionistas minoritários e os credores de longo prazo.

Portanto, a aplicação da governança corporativa no caso brasileiro é um desafio, pois passa a fazer com que as empresas aprimorem práticas que visem a proteção dos acionistas minoritários e dos credores de longo prazo. Cabe também dizer que se tornam necessárias medidas para que haja maior transparência no processo de tomada de decisões pelos controladores e garantia de voz por meio de participação no conselho de administração de forma a mitigar o conflito de interesses. Nesse sentido, a Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976) instituiu dois procedimentos que correspondem a:

- Voto em separado – Dispositivo legal instituído com a finalidade de proteção do acionista minoritário ao qual concede o direito de eleger um membro do conselho de administração, ressaltando que deve ser excluído o acionista controlador. Observa-se que, para o acionista minoritário optar por tal procedimento, tem que atender aos quesitos como possuir 15% (quinze por cento) ou mais das ações ordinárias, ou 10% (dez por cento) ou mais das ações preferenciais em relação ao capital social total;
- voto múltiplo – Amparo legal com o objetivo de preservar a participação do acionista minoritário com um ou mais membros no conselho de administração, desde que o acionista minoritário possua 10% (dez por cento) ou mais de ações ordinárias. Ese dispositivo corresponde a multiplicação do número total de ações presentes na assembleia pelo número de conselheiros a serem eleitos. Do resultado pode-se colocar os votos em um candidato ou simplesmente dividir em quantidade de membros do conselho de administração. Assim, corresponde a uma redistribuição dos pesos dados aos votos acionistas diluindo o poder do controlador. Não obstante, no caso das empresas de capital aberto, a CVM, por meio da Instrução Normativa nº 165/91 (BRASIL, 1991), atribuiu um interstício de 5% (cinco por cento) até 10% (dez por cento) com capital social integralizado de até R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais).

Não se pode esquecer que, para usufruir desses benefícios, os acionistas devem manifestar-se positivamente com antecedência de 48 horas antes da data marcada para a assembleia geral ordinária. Assim, com o aumento da pulverização do capital, a tendência de mercado por parte das empresas é que voto em separado caia em desuso e o voto múltiplo aumente seu uso. Entretanto, esses dois procedimentos podem ser utilizados concomitantemente, porém a legislação garante ao controlador a eleição de metade mais um dos membros do conselho de administração. Portanto, por meio dos procedimentos de voto em separado e/ou voto múltiplo, passa a haver uma diluição do poder do acionista controlador tornando-se, assim, um mecanismo de proteção aos acionistas minoritários.

Carvalho-Da-Silva e Leal (2007) apontam, como proteção adicional aos acionistas minoritários, o voto múltiplo como estratégia de concentração de votos em um ou mais candidatos a membro do conselho de administração. Assim, esse mecanismo proporciona mais agilidade para que os minoritários alcancem uma posição como membros do conselho. Os autores enfatizam que ocorrem outras formas de proteção, tais como: projeto de dividendo

em data predeterminada, participação somente em voz nas assembleias gerais ordinárias e detenção de mesmos direitos na venda da empresa quando da transferência do controle acionário. Observa-se ainda que a lei das sociedades por ações prevê um adicional de 10% (dez por cento) acima do valor do dividendo para os acionistas detentores de ações preferenciais (sem direito a voto) em relação aos acionistas de ações ordinárias. No entanto, para as empresas em que há maior concentração de poder nas mãos dos controladores, os lucros acumulados não são transferidos para os acionistas preferencialistas, daí a necessidade de se pagar dividendos (*payout*), como uma forma de remuneração aos demais investidores.

Steinberg (2003) mostra que, como proteção aos acionistas minoritários no caso de transferência de controle acionário, os detentores de ações ordinários receberão até 80% (oitenta por cento) do valor pago pelas ações aos acionistas majoritários (*tag along*).

Assim, conforme BM&FBOVESPA (2011), o procedimento de *tag along* é previsto na legislação brasileira (Lei nº 6.404/76, Artigo 254-A) (BRASIL, 1976) e assegura que a alienação, direta ou indireta, do controle acionário de uma companhia somente poderá ocorrer sob a condição de que o acionista adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das demais ações ordinárias, de modo a assegurar a seus detentores o preço mínimo de 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle.

Silva (2006a) pesquisou como ocorre a proteção aos acionistas minoritários mediante o pagamento de *tag along*, tanto para os detentores de ações ordinárias, quanto aos acionistas de ações preferenciais. Dessa forma, buscou-se inteirar mais sobre o assunto e constatou que, nos países como Chile, México e Espanha, todos os acionistas minoritários recebem o mesmo valor que o acionista controlador. O autor constata também que, das 353 empresas negociadas na BM&FBOVESPA, somente 51 têm a prerrogativa de pagar *tag along* em valores acima do estipulado pela lei das sociedades por ações. Outro fato relevante da pesquisa apontou que os acionistas minoritários preferem substituir o pagamento de dividendos por *tag along*.

Por fim, Correia (2008, p.96) aponta que “[...] a proteção dos direitos dos investidores constitui um mecanismo externo de governança corporativa, na medida em que o ambiente legal impõe limitações à liberdade de ação dos agentes”.

No caso de cooperativas de crédito, não se aplica essa abordagem uma vez que, conforme preceitua a Lei nº 5.764/71 (BRASIL, 1971), em seu artigo 4º, dispõe que

[...] as cooperativas são sociedades de pessoas, com forma e natureza jurídica próprias, de natureza civil, não sujeitas a falência, constituídas para prestar serviços aos associados, distinguindo-se das demais sociedades pelas seguintes características:

I - adesão voluntária, com número ilimitado de associados, salvo impossibilidade técnica de prestação de serviços;

II - variabilidade do capital social representado por quotas-partes;

III - limitação do número de quotas-partes do capital para cada associado, facultado, porém, o estabelecimento de critérios de proporcionalidade, se assim for mais adequado para o cumprimento dos objetivos sociais;

IV - inaccessibilidade das quotas-partes do capital a terceiros, estranhos à sociedade;

V - singularidade de voto, podendo as cooperativas centrais, federações e confederações de cooperativas, com exceção das que exerçam atividade de crédito, optar pelo critério da proporcionalidade;

VI - quorum para o funcionamento e deliberação da Assembleia Geral baseado no número de associados e não no capital;

VII - retorno das sobras líquidas do exercício, proporcionalmente às operações realizadas pelo associado, salvo deliberação em contrário da Assembleia Geral;

VIII - indivisibilidade dos fundos de Reserva e de Assistência Técnica Educacional e Social;

IX - neutralidade política e discriminação religiosa, racial e social;

X - prestação de assistência aos associados, e, quando previsto nos estatutos, aos empregados da cooperativa;

XI - área de admissão de associados limitada às possibilidades de reunião, controle, operações e prestação de serviços.

Assim, constituídas de forma que as pessoas se obrigam a contribuir para o exercício da atividade comum a todos os seus associados indiscriminadamente, mostra-se, também, que se trata de uma organização sem finalidade lucrativa e sem objetivo de lucro. Portanto, correspondem a uma sociedade de pessoas na qual cada pessoa natural é detentor de um voto nas deliberações sociais. Ressalta-se que o máximo de quotas adquiridas pelo mesmo associado não poderá ser superior a um terço do total de quotas integralizadas. Outro fato a ser lembrado é a vedação de voto por mandatário, ou seja, os votos válidos somente são considerados pelas pessoas em condições de votar e que estejam presentes na assembleia geral no momento da votação.

5) Transparência das informações publicadas

Corresponde à disponibilização e divulgação dos dados contábeis e financeiros das organizações. Observa-se que, conforme a lei das sociedades por ações, as informações deverão ser disponibilizadas com antecedência mínima de 30 (trinta) dias antes da data marcada para a assembleia geral ordinária. Assim sendo, as demonstrações obrigatórias publicadas constituem-se de Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício,

Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados (dispensa essa demonstração caso a empresa elabore e publique a Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido), Demonstração do Fluxo de Caixa, Demonstração de Valores Agregados (no caso das companhias abertas), Notas Explicativas, Parecer dos Auditores Independentes e Parecer do Conselho Fiscal. Ademais, essas Demonstrações Financeiras completas devem estar à disposição de todos os *stakeholders*. Verifica-se ainda que a lei das sociedades por ações define que a diretoria fará elaborar e publicar essas demonstrações como uma boa prática de governança corporativa que corresponde à divulgação esclarecedora dessas informações.

Silva (2006a) relata acerca de *insider information*, esclarecendo que é vedada a utilização de informações privilegiadas no intuito de possibilitar vantagens em detrimento de alguns acionistas. Assim, a empresa deve divulgar informações para que todos os investidores possam ter o mesmo acesso a informações sobre os dados da empresa. O autor relata, também, que, para maior transparência cabe ao conselho de administração a contratação dos serviços de auditoria independente. Fica, porém, a cargo da assembleia geral a aprovação das contas do exercício, relatório anual da administração e a aprovação dos honorários da diretoria e do conselho de administração. Ressalta-se que, no caso dos serviços técnicos de auditoria independente, devem ser verificados itens como discussão das principais políticas contábeis, deficiências operacionais relevantes, falhas significativas nos controles, avaliação de riscos e possíveis fraudes operacionais, contábeis e fiscais. Portanto, como a contratação de empresas de auditoria é um procedimento obrigatório para as empresas ao final de cada exercício, cabe às auditorias a emissão de um parecer sobre os aspectos citados. A fim de garantir a independência dos serviços de auditoria e evitar potenciais conflitos de interesse, no caso das companhias abertas, a Instrução CVM nº 308 (BRASIL, 1999), de 14/05/1999, exige que haja a rotatividade a cada cinco anos dessas empresas. Esse mesmo período de rotatividade também se aplica às cooperativas de crédito por meio da Resolução nº 3.198, de 27/05/2004 (BRASIL, 2004), incluindo também a substituição do responsável técnico e demais membros da equipe envolvida na auditoria por meio da Resolução nº 3.859, de 27/05/2010 (BRASIL, 2010).

Garcia e Souza (2005) explicam que a legislação norte-americana exige mais rigor por parte das empresas de auditoria e punição com maior rigor aos administradores da empresa quando da subtração de divulgação e esclarecimentos das informações contábeis. Outro procedimento

é que as empresas de auditorias são proibidas de prestar serviços de consultoria nas mesmas empresas em que prestam serviços de auditoria.

Andrade e Rossetti (2006) explicam que os relatórios financeiros devem apontar para a identificação de evidências claras quanto à revelação de declarações falsas ou omissões. Deve também esclarecer a conformidade com as legislações, posições financeiras, fluxos de caixa e os resultados das operações.

No caso das cooperativas de crédito, essa abordagem de transparência das informações publicadas também se aplica, uma vez que a Resolução nº 3.859, de 27/05/2010 (BRASIL, 2010), estipula a adoção de procedimentos de elaboração e publicação das demonstrações financeiras semestrais. Não obstante, essas demonstrações devem vir auditadas por empresas externas de auditoria independente. Observa-se que, conforme a Lei Complementar nº 130, de 17/04/2009 (BRASIL, 2009), as informações deverão ser disponibilizadas com antecedência mínima de 10 (dez) dias antes da data marcada para a assembleia geral ordinária. Salienta-se que, ao contratar essas empresas, elas devem ter a certificação de autenticidade emitida pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros de Capitais - AMBIMA, e do Cadastro Nacional de Auditores Independentes - CNAI. No que tange ao BACEN, as informações financeiras devem ser remetidas para verificação e análise, mensalmente, para as cooperativas de crédito com carteira classificada¹⁰ superior a R\$100.000.000,00, e, trimestralmente, para as cooperativas com carteira inferior a esse valor. Já, para as centrais de cooperativas, devem ser remetidas mensalmente, indiscriminadamente. Além disso, essa Resolução estipulou mecanismos de supervisão direta e indireta nas cooperativas de crédito para verificação, análise, fiscalização e controle por ocasião dos balancetes mensais.

2.1.5 Caracterização da Governança Corporativa em Cooperativas de Crédito

Tendo como base a seção *Abordagens de Governança Corporativa em cooperativas de crédito*, a governança corporativa será analisada mediante as dimensões: *conselho de administração*, *incentivos aos administradores* (contrato de compensação) e *transparência das informações publicadas*, a saber:

¹⁰ Carteira classificada - O valor do saldo apresentado no subgrupo 3.1.0.00.00-0, conforme estabelecido no COSIF, ou seja, o saldo atual das modalidades de operações de créditos, não considerando as Provisões para Créditos de Liquidação Duvidosa.

- segregação de funções entre o detentor do controle do conselho de administração, também chamado de presidente (coordenador) do conselho de administração, ao qual tem poder estatutário para delegar e instruir procedimentos que melhor lhe convier para o desempenho das atividades da cooperativa de crédito, e o presidente da diretoria executiva que tem poder de decisão *ad hoc* das deliberações sociais, administrativas, contábeis e operacionais no intuito de estabelecer a ordem e a execução das atividades operacionais e administrativas nas cooperativas;
- responsabilidade corporativa – Corresponde a uma preocupação com a ética dos negócios financeiros em torno da relação da cooperativa e seus reflexos aos associados. Assim, as normas regimentares estabelecidas pelo BACEN e, também, pelas confederações cooperativistas buscam proteger os associados das práticas abusivas cometidas pelos gestores. Nesse contexto, a Resolução nº 3.859, de 27/05/2010 (BRASIL, 2010) possibilitou a contratação externa com força de eleição estatutária de profissionais técnicos alheios à sociedade para que possam geri-la e administrá-la de forma a tê-la com mais capacidade técnica;
- prestação de contas com responsabilidade – Em relação a esse item, o Sistema Financeiro Nacional, por meio da Resolução nº 3.859, de 27/05/2010 (BRASIL, 2010), definiu procedimentos de fiscalização diretos, indiretos por meio das centrais cooperativistas e, também, procedimentos de fiscalização *in loco* por meio das empresas independentes de auditoria externa, cuja averiguação ocorre no mínimo duas vezes por ano, com emissão de parecer de relatório de auditoria.

Dessa forma, a gestão eficiente em cooperativas de crédito corresponde àquelas que não contêm a sobreposição do poder de decisão do presidente do conselho de administração e o presidente da diretoria executiva, uma vez que não existam interesses particulares e pessoais nos processos deliberativos. Assim, a forma de atuação nas cooperativas de crédito se dá com o alinhamento entre a gestão e a estrutura de propriedade e, portanto, a governança corporativa busca a eficiência por meio do alinhamento das políticas de gerenciamento para alcance de resultados e de aplicação da competitividade organizacional.

Mediante o exposto, o melhor sistema de controle de gestão é aquele que procura alinhar o atingimento das metas definidas pelo conselho de administração e a execução dessas metas por meio da diretoria executiva. Portanto, espera-se que, por meio da divulgação das informações se possa ter um controle do comportamento dos administradores de forma mais responsável e íntegra. Assim, o gerenciamento do resultado e o sistema de controle mais adequado embasam-se em governança corporativa e criação de valor.

2.1.6 Melhores Práticas da Governança Corporativa que geram Valor em Cooperativas de Crédito

Governança cooperativa é o sistema concebido para controlar e distribuir o poder dentro de uma organização. Para a WOCCU (2014), as melhores práticas de governança corporativa de acordo com o Conselho Mundial de Cooperativas de Crédito são ideais a serem alcançados e destina-se a se aplicar às cooperativas de crédito e, não, às associações de cooperativas de crédito.

Conforme WOCCU (2014), esses princípios de governança corporativa abordam os desafios do poder organizacional dentro de cooperativas de crédito em três níveis distintos: Governança externa, Governança interna e Governança individual.

Governança externa – Em nível internacional, todas as cooperativas de crédito, independentemente do tipo, devem cumprir os padrões básicos, sendo: transparência, auditoria e relatórios financeiros. Já em nível nacional, devem observar questões como segurança, solidez além de acatar normas legais e regulamentares.

Governança interna – Devem servir os seus associados. Assim, o estatuto social deve descrever itens relacionados com o poder democrático, natureza orientada para o associado, incluir um compromisso de *um associado, um voto*, bem como a aderência aos princípios operacionais da associação de cooperativas de crédito internacional e, por fim, o papel da assembleia geral como a órgão máximo.

Governança individual - A fim de exercer as suas funções coletivas, os conselheiros individuais (administração e fiscal) e a diretoria executiva têm a obrigação de manter a ética,

a conduta e o profissionalismo e, por conseguinte, de falar a uma só voz nos procedimentos regimentares. Dos conselhos de administração e fiscal espera-se também que tenham habilidade e capacidade técnicas necessária para cumprir os seus deveres.

Os princípios fundamentais de governança cooperativa que abordam as melhores práticas segundo o conselho mundial de cooperativas de crédito estão detalhadas no (ANEXO E).

O conselho de administração e os diretores executivos, como uma unidade coesa, procuram assegurar o cumprimento da cooperativa de crédito com questões relacionadas com as governanças interna e externa. Para atingir essa meta, cada membro do conselho de administração deve aderir aos princípios de governança individual (WOCCU, 2014).

Assaf Neto (2008) explica que instituições regulatórias, como o BACEN e a CVM, têm como foco legislar, fiscalizar e permitir, dentro das melhores circunstâncias, a intermediação dos recursos financeiros entre os aplicadores e os tomadores de recursos junto à economia. Já as instituições operadoras (instituições financeiras) têm como objetivo processar as transações financeiras permitindo que os agentes econômicos possam ser capazes de movimentar seus recursos financeiros, por meio do contato entre aplicadores e captadores de recursos gerando, assim, a intermediação financeira entre esses agentes.

As atividades das instituições financeiras integrantes do sistema financeiro nacional, incluindo as cooperativas de crédito, têm como base operacional a intermediação financeira. Assim, entende-se como intermediação financeira a atividade operacional nas quais as instituições captam recursos de seus clientes com o propósito de aplicar em suas atividades operacionais de forma a torná-las mais rentáveis do que sua captação. Portanto, à medida que o custo de captação seja inferior à taxa de aplicação dos recursos, os empreendimentos tornam-se superavitários e, com isso, novos captadores são compelidos a movimentarem seus recursos nesses agentes econômicos promovendo a demanda agregada na forma de obtenção de mais consumo e de mais investimentos. Claro está que a geração de resultados positivos depende da criação de estratégias para mitigar os riscos inerentes aos negócios e que a sobrevivência da cooperativa de crédito está condicionada a uma boa gestão de seus recursos, conjugados com a boa credibilidade, confiança nos gestores e mitigação de riscos inerentes às próprias atividades.

Siqueira (2011) realizou pesquisa sobre o aspecto da governança corporativa em cooperativa agropecuária, com ênfase no monitoramento das ações do conselho fiscal, auditoria externa e auditoria interna. Assim, a fiscalização das cooperativas passa a ter função importante quando relacionada à governança corporativa e também quanto a um dos segmentos apresentados por Ventura *et al.* (2009) e na Resolução BACEN nº 3.859, de 25/07/2010 (BRASIL, 2010), qual seja, a fiscalização e controle.

Fontes Filho, Ventura e Marucci (2007) apresentaram pesquisa acerca do papel do conselho de administração nas cooperativas de crédito sob a égide da governança corporativa. Para tal, apresentaram seis tipos de atuação: 1) Papel de ligação – intercooperação entre as cooperativas, dependência mútua entre as cooperativas de recursos financeiros, informacionais e de especialização; 2) Papel de coordenação – manter no conselho de administração membros que correspondem a todos os grupos ou área geográfica; 3) Papel de controle – separação entre as atividades dos gestores e o mecanismo de averiguação por parte do conselho de administração, evitando, assim, o conflito de interesse; 4) Papel estratégico – participação ativa do conselho de administração mediante discussão das propostas e planos dos gestores e apresentando contribuições significativas; 5) Papel de conformidade – baseado na legitimidade pela organização, de forma explícita e intencional, com transparência de todos os mecanismos de regulamentação; 6) Papel de suporte – quando o conselho de administração adota um procedimento menos estratégico e para adotar uma postura mais executiva, de modo a fortalecer os gestores profissionais.

Soares e Ventura (2008a) apresentaram em sua pesquisa que a relação entre o conselho de administração, proprietários e gestores foi considerada fundamental para a consolidação das boas práticas de governança corporativa em cooperativas de crédito. Como parte forte na pesquisa mostraram eficiência da gestão, nos processos de controle, e argumentaram que as atividades de execução devem ser exercidas por diretoria estatutária profissional e independente do conselho de administração como forma de condução estratégica da cooperativa de crédito.

Fontes Filho, Ventura e Oliveira (2008) investigaram a teoria da agência e a teoria do *stewardship*, por meio de formas diferenciadas, por meio da motivação dos gestores com o objetivo de investigar a contribuição da teoria para o modelo de gestão do negócio. A

pesquisa indicou uma associação entre essas duas teorias de forma a proporcionar eficácia para os mecanismos de governança corporativa em cooperativa de crédito.

De Paula (2013) pesquisou os benefícios da implantação da boa prática de governança corporativa de crédito, tendo como base a transparência, o controle, o desenvolvimento e a eficácia no mercado financeiro, todos de forma sustentada. Ressaltou, também, problema surgido em função do aumento da base de associados e da dificuldade de capacitação de recursos humanos, aos quais, surgiram problemas de conflito de interesses e risco de oportunismo. Como resultado, concluiu que a mitigação desses conflitos pode ser resolvida por meio de instrumentos de controles interno e externo, principalmente por meio de sistemas cooperativos organizados (central de cooperativas de crédito).

Para Fontes Filho, Soares e Ventura (2008), o objetivo central da pesquisa foi analisar a dinâmica de funcionamento do conselho de administração considerando a gestão de um grupo de executivos vindo do próprio conselho. Os autores detectaram que os problemas associados à governança corporativa têm suas origens na segregação entre propriedade e gestão. Os autores propuseram, para resolver esse problema, dois pontos: 1) supervisão e monitoramento das atividades dos executivos; 2) confirmação das metas propostas pelos gestores de modo a acompanhar os procedimentos operacionais.

Tosini *et al.* (2008) pesquisaram as funções de fiscalização e controle nas cooperativas de crédito como critério para adesão às boas práticas de governança corporativa. Ressaltaram que a fiscalização e controle desempenham papel crucial, pois alcançam os objetivos sociais e almejam o atingimento das estratégias. Como mecanismos de fiscalização e controle, a pesquisa apontou os seguintes aspectos: 1) associados – manter maior participação em assembleias, como forma de aumentar a transparência, pois a pesquisa apontou que apenas 15% dos associados participam das assembleias anuais; 2) auditorias – redução da assimetria informacional, principalmente entre o conselho fiscal, conselho de administração e a gestão executiva e mitigação do risco operacional, principal fator de caracterização de perdas no resultado; 3) conselho fiscal - por estar subordinado apenas à assembleia geral, evita o conflito de interesses entre o conselho de administração e a gestão executiva. Dessa maneira, atua de forma mais contundente e precisa em relação aos atos praticados pelos administradores das cooperativas; 4) organização sistêmica – mecanismos de redes, por meio

de associação à cooperativa central, organização estadual de cooperativa. Essas redes têm mecanismos de autoregulação, e supervisões próprias aumentando, assim, a estrutura de controle e supervisão. Portanto, esses mecanismos de fiscalização e controle apontaram, na pesquisa, formas de melhorar a qualidade da governança corporativa em cooperativas de crédito.

Fontes Filho, Marucci e Oliveira (2008a) realizaram pesquisa sobre a participação e representatividade dos associados nas cooperativas de crédito, como forma de avaliar os elementos necessários para a adequação às boas práticas de governança nas cooperativas de créditos brasileiras. Os resultados constataram que 36,4% dos associados participam da cooperativa devido aos benefícios econômicos e vantagens; 50,70% devido ao atendimento e às facilidades oferecidas para o usuário; 76,80%, pela necessidade de serviços financeiros e, em relação à participação nas assembleias, a pesquisa apontou que menos de 10% dos associados são frequentes. Dessa forma, os autores concluíram que os modelos internos de governança são fatores cruciais para a sustentabilidade, capacidade de gestão coletiva e atingimento das metas propostas.

Soares e Ventura (2008b) enfatizaram que, quando se trata de funções estratégicas em cooperativas de crédito, deve haver a segregação entre as atividades executivas das atividades de gestão na figura do executivo principal. Assim, os controles das decisões operacionais tornam-se mais eficazes e atendem aos princípios da governança corporativa. Nesse sentido, os autores pesquisaram a dinâmica do funcionamento do conselho de administração das cooperativas de crédito no Brasil.

Já, em outro estudo, os autores pesquisaram a inclusão de processos de participação e representatividade em relação à governança corporativa em cooperativas de crédito de maneira a verificar como se processa a legitimidade dos administradores para alcançar os objetivos dos associados. A pesquisa apontou que é necessário maior participação societária dos associados, identificou oportunismo dos associados, pois movimenta na cooperativa apenas em função de melhores condições financeiras, atratividade das taxas de operações. Portanto, como resultado a pesquisa apresentou necessidade de melhorar a transparência de posse a fidelizar os cooperados (FONTES FILHO, MARUCCI e OLIVEIRA, 2008b).

Nesse conjunto, por intermédio de prática padrão de auditoria, é possível adotar um alinhamento dos processos de verificação e possibilitar uma mitigação do conflito de interesses trazendo a homogeneidade dos mecanismos de governança corporativa. O mesmo autor concluiu que alguns procedimentos melhoram a prática da governança corporativa, tais como: análise dos demonstrativos financeiros, reuniões em conjunto do conselho de administração e conselho fiscal, participação do conselho fiscal, juntamente com o conselho de administração, na contratação da empresa de auditoria externa e apresentação do relatório da auditoria externa para o conselho fiscal. A pesquisa apontou também que cooperativas maiores mantêm tendência de implementação de práticas de governança corporativa transcende à obrigação legal.

Andrade e Rossetti (2006) mostraram a adequação do sistema de governança corporativa proporcionada por meio de um fortalecimento, competência na gestão e controle dos diversos níveis de complexidade organizacional, a qual proporcionou criação de alternativas e novas estratégias para a criação de valor, tendo como referência a harmonização entre os interesses das pessoas ao se relacionarem com a organização. Os autores comprovaram esse trabalho por meio da performance dos mercados no período de 2003 a 2007, quando as práticas de governança corporativa começaram a ser implantadas pelas empresas, principalmente por meio do advento da Lei *Sarbanes-Oxley*.

Por sua vez, Shleifer e Vishny (1997) propuseram o desenvolvimento de um modelo no qual a presença de grandes acionistas fornece uma solução parcial aos problemas de monitoramento dos gestores, possibilitando um aumento do valor da empresa por meio da mudança da política corporativa.

Já Bhagat e Black (1999) encontraram relação significativa entre composição do conselho e desempenho corporativo, constatando que os conselhos de empresas americanas com maioria de membros independentes se comportam de forma diferente dos conselhos sem essa maioria, sendo que algumas das diferenças parecem contribuir para o aumento do valor da empresa, enquanto outras parecem contribuir para a sua diminuição.

Ademais, Rappaport (2001, p. 134) pontuou que: "[...] avaliar a empresa com o intuito de gerenciá-la com base na evolução do seu valor é preocupação atual de praticamente todos os

principais executivos, fazendo com que nos próximos anos a criação de valor para o acionista provavelmente se torne o padrão global para mensuração do desempenho do negócio".

Enfim, a OCB (2011) mostra que cooperativas com estrutura de governança corporativa mais adaptadas às recomendações têm conseguido atingir melhores performances em seus resultados. Nesse contexto, surge a necessidade de desenvolver estudos práticos conciliando governança corporativa com a criação de valor e desempenho em cooperativa de crédito. Outro fato relevante para a pesquisa é o acesso às informações das cooperativas por estar inserido no meio cooperativista e também práticas de mercado financeiro, o que torna o entendimento plausível.

2.1.7 Indicadores de Governança Corporativa em Cooperativas de Crédito

Caselani e Caselani (2006) estudaram acerca da aplicabilidade de indicadores financeiros e não financeiros, buscando identificar se um conjunto de indicadores impactam a geração de valor para a empresa. Os resultados apontaram para a importância dos indicadores não financeiros como previsores de criação de valor para o acionista (dentre eles, EVA, EBIT, lucro líquido e fluxo de caixa livre). Observaram também que a inclusão de variáveis financeiras é importante para a avaliação da qualidade dos resultados dos modelos (dentre eles, destacam-se endividamento e margem operacional). Os autores concluíram que a combinação dos indicadores revela geração de valor para o acionista, na medida em que o processo de tomada de decisões é influenciado pelas informações não financeiras. Mostraram também que os analistas que se valem de informações não financeiras são os que produzem melhores previsões de resultados empresariais.

Outros trabalhos chegaram à mesma conclusão, como os de Ittner e Larcker (1998) que apresentaram sucesso na combinação dos indicadores financeiros e não financeiros, com ênfase para a agregação de valor. Ainda, nessa linha, o trabalho de Amir e Lev (1996) corroborou o estudo de que a combinação de indicadores financeiros e não financeiros sugere para a criação de valor.

Kaplan e Norton (1992) já haviam proposto a fusão de indicadores não-financeiros com indicadores financeiros. Eles perceberam que essas medidas analisadas em conjunto criam foco para o futuro, pois têm a capacidade de se comunicar em todos os níveis da organização.

Portanto, proporcionam uma capacidade de alinhar objetivos estratégicos, motivando o desempenho e alcance das metas estabelecidas.

Assim sendo, serão apresentados os índices não financeiros a seguir.

2.1.8 Índices Não-Financeiros em Governança Corporativa

Correspondem aos indicadores relacionados à área de negócio à qual está estruturada o desempenho global da empresa. Salienta-se que será verificada a performance ligada à criatividade, à inovação, à transparência, à procedimentos éticos e à responsabilidade social. Portanto, procura-se mensurar a utilização dos procedimentos de governança corporativa para analisar a avaliação da performance da empresa.

Pace *et al.* (2003) dizem que a capacidade de prever valor será encontrada nas medidas de governança corporativa e de eficiência de processos e procedimentos e que esses mecanismos constituem-se em medidas não-financeiras. Os autores ressaltam que seu acesso é limitado pelos custos de obtenção e pela falta de políticas de divulgação das informações. Os mesmos autores afirmam que essas medidas proativas são capazes de prevenir, antecipar e influenciar resultados futuros das empresas. Assim, em sua pesquisa, chegaram à conclusão da importância e da aceitação das medidas não-financeiras com as quais se têm evoluído por diferentes caminhos, enquanto os indicadores de tendência propiciam informações sobre o desempenho futuro.

Os direcionadores não financeiros estão associados à eficiência operacional da empresa e são necessários para complementar as informações financeiras (CASELANI e CASELANI, 2005).

Low e Siesfeld (1998) apresentaram um estudo elaborado pela Ernst & Young para a inovação empresarial, o qual demonstrou que mais de um terço das decisões importantes sobre desempenho são tomadas por meio de medidas não financeiras, por meio de indicadores de rentabilidade futura. Esses indicadores incluem a percepção de visão estratégica da empresa, a capacidade de gestão de fluxo de caixa, confiança e credibilidade na gestão, capacidade de gerir novas perspectivas de inovações e capacidade de atrair novos investidores. A pesquisa relata algumas informações não financeiras de mensuração de

desempenho, tais como: ampliação significativa de avaliação e recomendação das informações não financeiras pelos analistas em seus processos de tomada de decisões; maior interesse em fatores relacionados à execução estratégica, credibilidade na administração, com inovação e posicionamento mercadológico; alavancagem de captação de recursos de terceiros quando ocorre a facilidade de comunicação nas projeções de informações não financeiras mais corretas; a existência de relação entre as mudanças das informações e as variações no valor das ações e, por conseguinte, em seu custo de capital. Assim, esse conjunto de medidas mostra como os dados não financeiros influenciam a geração de valor para a empresa.

Algumas empresas desenvolvem questionário para avaliação de seu desempenho. Black, Jang, e Kin (2003), Beiner *et al.* (2003), Klapper e Love (2004), Drobetz, Schillofer e Zimmermann (2004) e Carvalhal-da-Silva e Leal (2007), criaram listas detalhadas de assuntos sobre a governança corporativa elaborada com base em pesquisas qualitativas por meio de questionário, demonstrando que as melhores práticas adotadas de governança corporativa podem ser expressadas por índices não financeiros que as empresas elaboram objetivando maior valor de mercado.

Perez e Martins (2005) mostram que os indicadores podem ser externos ou internos à empresa e que esses indicadores são fatores fundamentais para um desempenho superior na criação de valor na economia atual. Já Caselani e Caselani (2005) concluíram que os gestores têm buscado outros indicadores para avaliar seu desempenho operacional e estratégico no longo prazo. Esses indicadores têm sido reconhecidos pelos investidores como guias para avaliar o valor das empresas no longo prazo.

Ainda em relação aos indicadores não financeiros, Young e O'Byrne (2003) apontam: parcela de mercado, satisfação do cliente, qualidade, qualificação dos empregados, liderança, produtividade, marca, inovação e processos internos entre outros.

Portanto, existe uma necessidade das empresas em comunicar ao mercado sobre suas realizações nas áreas de performance não financeiro. Em caso contrário, a performance operacional e o valor da empresa sofrerão as consequências da falta de transparência na indicação de níveis de governança corporativa. Assim sendo, os indicadores não financeiros adicionam informações não captadas pelas informações financeiras complementando uma

lacuna entre a estimativa contábil do valor da empresa e o seu valor de mercado (CASELANI e CASELANI, 2005).

Pace *et al.* (2003) concluem sua pesquisa evidenciando a importância da tendência a favor do uso de medidas não financeiras, na busca da melhor elucidação da geração de valor para o acionista, o qual exige maior qualidade e credibilidade dos administradores, bem como sua melhor postura mercadológica. Assim, forma-se a característica de prever valor, melhorar seu posicionamento de mercado em sua eficiência e na qualidade dos processos.

A metodologia utilizada para as medições de desempenho não financeiras dizem respeito a itens como produtividade *versus* número de funcionários, análise de motivação *versus* produtividade dos funcionários, satisfação do cliente, índices de evolução, características das análises e porcentagem de variação entre os períodos e definição de quociente entre duas ou mais variáveis (SILVA, 2006a).

Na pesquisa para a consecução desta tese, esses indicadores não-financeiros foram apurados nas cooperativas de crédito por meio de questionário autoestruturado e administrado e aplicado aos gestores da diretoria executiva (**APÊNDICE A**).

2.2 Criação de Valor

2.2.1 Introdução

A criação de valor surge quando os resultados econômicos superam as expectativas dos acionistas/cotistas, impulsionando a maximização de sua riqueza. Assim, definir adequadamente as medidas de desempenho que se ajustam aos interesses dos gestores com aqueles dos acionistas é vital ao processo de geração de valor. O grande foco da governança corporativa centra-se na responsabilidade dos gestores executivos na geração de riqueza, ou seja, na criação de valor para o acionista, conforme escrito por Rappaport (1998, p. 1) “[...] a avaliação de uma empresa com o objetivo de administrá-la com base no conceito de criação de valor é a questão principal de praticamente todos os executivos na atualidade, tornando a criação de valor para o acionista o padrão global para mensuração do desempenho do negócio”.

Nessa linha de pensamento, Assaf Neto (2010, p. 166) expõe que

[...] criar valor para uma empresa ultrapassa o objetivo de cobrir os custos explícitos identificados nas vendas. Incorpora o entendimento e o cálculo da remuneração dos custos implícitos (custo de oportunidade do capital investido), não cotejado pela contabilidade tradicional na apuração dos demonstrativos de resultados, e, conseqüentemente, na quantificação da riqueza.

Rappaport (2001, p.11) expõe que “[...] há alguns anos atrás havia menos conhecimento sobre a geração de valor para o acionista e muito mais ceticismo sobre sua relevância à governança corporativa.” Portanto, atualmente, já ocorre uma preocupação no sentido de potencializar valor para o acionista com ampla performance dos administradores e dos executivos das empresas, de tal forma que valor para o acionista e vantagem competitiva devem ser evidenciados pelos gestores como focos objetivos e não como aspectos conflitantes.

Martins (2004) relata que os princípios de criação de valor para o acionista, como objetivo estratégico, têm sido considerados de forma concomitante aos objetivos organizacionais. Portanto, o que importa é que a estratégia total crie valor e que os projetos auxiliares, relacionados a essa estratégia, correspondam ao modo mais eficiente e eficaz para implantação e implementação da estratégia. Nos Estados Unidos, a maximização de valor para o acionista passou a ser politicamente correta pelos membros do conselho de administração e pela diretoria executiva. Já, no mercado europeu, existe uma tensão política entre as estratégias organizacionais de valor para os acionistas exigidas em um mercado global e competitivo e a tradição empresarial (RAPPAPORT, 2001).

Rowe (2002, p.16) explica que, “[...] como os líderes estratégicos estão preocupados com a viabilidade futura e a estabilidade financeira atual da organização, tomam decisões que maximizam o retorno sobre o investimento e, portanto, criam valor para sua organização.” Em projeções futuras, a sustentabilidade da organização surgirá quando ela for capaz de gerar valor para seus acionistas/cotistas, por meio da boa gestão dos negócios. Dessa forma, um mercado ativo para o controle das organizações estabelece limites na divergência de interesses entre os acionistas e os gestores.

Assim, ao transmitir uma imagem positiva com relação a seu crescimento, independência, rentabilidade, segurança etc., a empresa estará gerando uma expectativa otimista no mercado, acarretando um incremento de seu valor e, conseqüentemente, da riqueza de seus proprietários. Pode-se concluir, dessa forma, que o objetivo proposto pela administração

financeira é reflexo da consecução dos vários objetivos que podem ser fixados para uma empresa (ASSAF NETO, 2008, p.53).

Outro fator importante para a criação de valor é a transformação e aglutinação de sociedades. Esse mecanismo tem sido muito difundido no meio empresarial, onde os órgãos reguladores, tais como Comissão de Valores Mobiliários, Banco Central do Brasil e Superintendência de Seguros Privados têm sugerido que haja organizações sólidas e mais estruturadas. E esse processo é realizado por meio de incorporação e de fusão de sociedades.

Para Rappaport (2001), a capacidade de criação de valor para o acionista depende, não do valor de mercado das empresas, mas do preço justo que o comprador paga em relação à pujança dos fluxos de caixa da empresa comprada.

Ainda com base no mesmo autor, um processo de aquisição de empresas se divide em cinco etapas: análise de competitividade, busca e seleção, desenvolvimento da estratégia, avaliação financeira e negociação. Entre esses, o que mais se relaciona à criação de valor é a *análise de competitividade*. Assim, essa etapa procura apontar os relacionamentos internos positivos entre os negócios da empresa e os outros negócios aos quais a empresa deseja adentrar. Esses relacionamentos representam uma oportunidade para a criação de vantagens competitivas, tais como redução de custos, aumento da produção de escala e aumento da gama de clientes. No caso de as sinergias serem mais claras e favoráveis para a empresa compradora, valerá mais para a empresa adquirente do que para os acionistas. Outrossim, o objetivo básico do processo de aquisição trata de uma estratégia global como a de qualquer outro tipo de investimento, ou seja, adicionar valor para os acionistas.

Patrocínio *et al.* (2007, p. 208) justifica que

[...] a expansão da empresa ocorreria até o ponto em que o custo marginal de executar uma atividade extra internamente à empresa fosse igual a seu preço de mercado. Esse fato explica a ocorrência de transações comerciais entre empresas. Torna-se mais barato adquirir um produto ou serviço no mercado do que investir para produzi-lo. Reforçando essas idéias, Alchian e Demsetz (1972) chamam a atenção para a vantagem competitiva de organizar os recursos de uma empresa com o objetivo de minimizar os custos administrativos.

Nesse ponto, deve ser lembrada a pesquisa de Moller, Feathostone e Barton (1996), que já previa, em investigação empírica, que, nas empresas de porte pequeno, a dificuldade principal é o baixo retorno da atividade operacional e, nas empresas de grande porte, as dificuldades

principais são o alto nível de endividamento e a alta taxa de juros cobrado no empréstimos bancários. O que se deve ressaltar é que esse efeito impacta a geração de valor para o acionista.

Recentemente, corroborando esse processo de transações comerciais entre empresas (transformação de sociedades para instituições financeiras), o Banco Central do Brasil, via Resolução nº 3.620¹¹ de 30/09/2008, dispôs que

[...] Nas operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo entidades independentes e vinculadas à efetiva transferência de controle, em que sejam parte instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, os ativos e passivos da entidade a ser incorporada, fundida ou cindida devem ser registrados pelo seu valor de mercado (BRASIL, 2008).

Por meio desse procedimento, todos os ativos e passivos deverão estar registrados contabilmente pelo valor de mercado, o que trará maior nitidez quanto aos reais valores registrados nas transações econômicas e possibilitará maior visibilidade às sociedades. Padoveze (2008, p. 32) explica que “[...] o cumprimento da missão das entidades empresariais está fundamentado no conceito de criação de valor, associando, dentro do mesmo escopo, o processo de informação gerado pela contabilidade para que as entidades possam cumprir adequadamente sua missão”. Assim, as transformações de sociedades também contribuem para a criação de valor, uma vez que possibilita que as organizações aumentem sua eficiência operacional, seu ganho de escala e, conseqüentemente, a redução dos custos.

A crescente tendência em direção às aquisições reflete vantagens importantes das aquisições sobre o ponto de vista de desenvolvimento interno. Rappaport (2001, p. 165) define que

[...] a entrada em um mercado de produtos via aquisição pode levar semanas ou meses, enquanto o desenvolvimento interno geralmente leva anos;
Adquirir um negócio com forte posição de mercado é, em geral, menos custoso do que uma batalha para entrar no mercado;
Ativos estratégicos, como a imagem de uma marca, canais de distribuição, tecnologia própria, patentes, marcas registradas e uma gestão experiente são, em geral, difíceis, se não impossíveis de ser desenvolvidos internamente e
Um negócio existente e aprovado é tipicamente menos arriscado do que desenvolver um novo negócio.

¹¹ Essa Resolução entrou em vigor na data de sua publicação, produzindo efeitos a partir de 01/01/2009.

Assim, tendo como foco o controle corporativo por meio de uma aquisição, a criação de valor para a empresa compradora ocorrerá se a empresa tiver capacidade de gerar benefícios econômicos e financeiros significativos como consequência da combinação de negócios.

Rodrigues (1997, p. 12), ex-presidente da Aliança Cooperativista Internacional (ACI), descreve essa estratégia da seguinte forma

A cooperativa define qual é o seu negócio, a sua especialidade, e atua preponderante ou exclusivamente nessa área, junto à sua base. A cooperativa não sai de sua área de ação e atua com firmeza em serviços que sabe fazer bem. Em vez de se verticalizar cooperativamente, ou até complementarmente a essa forma de integração, ela se associa a outras cooperativas do mesmo ramo e de outras especialidades para criar empresas competitivas capitalistas. Essas empresas, dirigidas por profissionais, atuarão no mercado em busca de lucros e vantagens de interesse das cooperativas suas proprietárias, sem que sejam um modelo cooperativo. É o caso da criação de *tradings*, bancos e seguradoras já em andamento, ou até do desdobramento de grandes cooperativas singulares ou centrais em conjunto de empresas associadas e independentes. Cria-se uma *holding* de empresas de propriedade de uma ou mais cooperativas.

Portanto, na formação dessa nova estrutura, a cooperativa representa seus associados na outra organização cooperativista. Assim, deve-se observar a exequibilidade dessas alianças estratégicas devendo avaliar as sinergias dessa parceria.

a) Fundamentos

Um dos principais fundamentos dentre as diversas atividades econômicas das organizações corresponde ao equilíbrio entre recursos e sua expansão aliadas aos desejos de crescimento. A boa gestão dos recursos proporciona o alcance dos objetivos definidos pela administração. Nesse contexto, a criação de valor obtém uma melhor adequação ao processo de atingimento das metas estipuladas e pela aceitação dos resultados pelos investidores.

Conforme Rappaport (2001), uma definição de parâmetros de direcionadores de valor como, por exemplo, crescimento em vendas, margem de lucro operacional, investimento incremental em ativos fixos, investimento incremental em capital de giro, alíquota de imposto de renda, custo de capital e duração do crescimento em valor constituem uma abordagem do valor para o acionista. Assim, representa valor para o acionista a diferença entre o valor da empresa e a sua dívida. Por sua vez, valor da empresa é constituído por seu valor presente de fluxo de caixa das operações acrescido de seu valor presente do negócio (valor residual), adicionado ao valor dos títulos negociáveis que são representativos de aplicações em investimentos facilmente convertidos em caixa e que não sejam essenciais às atividades operacionais da

empresa. As dívidas constituem-se em empréstimos, exigibilidade e outras reivindicações organizacionais.

Já Young e O'Byrne (2003) consideram cinco parâmetros de direcionadores de valor, a saber: medidas de lucro residual, componentes do lucro residual, medidas baseadas no mercado, medidas de fluxo de caixa e medidas de lucro tradicional.

Portella (2000) apresenta em seu estudo dois modelos: o índice preço/lucro e o método dos dividendos. Menciona, também, uma nova abordagem: a avaliação baseada na combinação do lucro com o patrimônio líquido.

Damodaran (2002) mostra que valor é determinado pela capacidade de geração de fluxo de caixa futuros previstos. Portanto, para que haja a criação de valor, a empresa precisa apresentar fluxo de caixa positivo para os investimentos existentes, taxa prevista de crescimento de lucro, capacidade econômica para suportar crescimento acima do padrão de mercado e equilíbrio do custo de capital aplicado ao fluxo de caixa.

Autores clássicos da literatura na área de finanças, tais como Weston e Brigham (1968), Lee (1985), Van Horne, (1995) e Ross, Westerfield e Jaffe (1995) apontam que a meta dos gestores é a maximização da riqueza dos acionistas, o que corresponde dizer que ocorreu agregação de valor para a organização.

Silva (2006a) relata que, quanto maior for a aplicação da governança corporativa, maior credibilidade haverá e, conseqüentemente, mais valor para a empresa.

Portanto, com base em Rappaport (2001), um dos principais conjuntos de doutrinas para um sistema eficiente de geração de valor para o acionista é que as medidas de desempenho de curto prazo sejam firme e solidamente estabelecidas no longo prazo. Portanto, algumas ações devem ser introduzidas para agregação de valor ao acionista numa empresa, tais como: planejamento estratégico, orçamento anual, avaliação de desempenho, comunicação interna e comunicação externa aos *stakeholders*. O ideal é que essas ações estejam alinhadas e reforçadas pela cúpula da empresa, pois, então, terão alcance mais produtivo nos resultados e metas desejadas.

Assaf Neto (2010) ressalta que os fundamentos da gestão de valor em comparação com os procedimentos convencionais da administração direcionada para os lucros são relevantes num mundo globalizado. Observa-se que a gestão de valor é apresentada em relatórios gerenciais e modelos de avaliação da performance para uma gestão competitiva. A gestão atual dos negócios das empresas vem gerando mudanças, e as empresas tendem a se adaptar a essas novas regras do mercado.

Correia (2008, p.44) expõe que

[...] a eficiência organizacional provém, portanto, da combinação e da complementaridade do sistema de distribuição dos direitos de decisão aos agentes na organização e um sistema de controle que proporciona mecanismos de mensuração e avaliação da performance e mecanismos de recompensa e punição, portanto são concebidos e implementados na estrutura interna das organizações para diminuir os custos resultantes da divergência de interesses entre as partes dos contratos.

Dessa forma, a criação de valor tem como princípio fundamental a gestão financeira de modo a adaptar a estrutura patrimonial da empresa ao comportamento e tendências do mercado. Na década de 60, as organizações adotavam num primeiro momento, o posicionamento de reter e reinvestir os recursos financeiros, porém, observou-se que essa fundamentação não se mostrou favorável. Para Staub, Martins e Rodrigues (2002), já na década de 70, as organizações passaram a adotar medidas relacionando à distribuição do fluxo de caixa livre aos acionistas, ao qual se fundamentava com base na cobertura da taxa mínima de atratividade dos acionistas.

Damodaran (2006) destaca, entre outros modelos, os modelos de fluxos de caixa líquidos da empresa. Já Martin e Petty (2000) apresentam fluxo de caixa livre como sendo o valor da empresa correspondente ao valor presente do fluxo de caixa descontado a taxa dos ativos existentes mais o valor presente de oportunidades de crescimento.

Em especial, nas cooperativas de crédito, com o advento da Lei nº 5.764/71, os recursos gerados são integralmente distribuídos e retornados aos associados, podendo ser incorporados em seu capital social ou na sua conta corrente (BRASIL, 1971).

b) Importância

Os investidores e acionistas refletem com muita cautela antes de se relacionarem com as organizações, principalmente quando o assunto trata de recursos financeiros, transações de longo prazo, risco e retorno.

Na visão de Rappaport (2001), a ideia de implementação do gerenciamento de valor para o acionista é uma gestão voltada para a criação de valor para o acionista gerando uma empresa mais interessante, não somente para os investidores, mas também para os empregados, clientes, fornecedores e os demais *stakeholders*. Assim, mostra-se que vem ganhando aceitação e espaço empresarial de acordo com o crescente número de empresas que estão implementando essa atitude.

Rowe (2002), Castelli e Santos (2005) e Assaf Neto (2010) indicam que a decisão de valor é referenciada por sua grande influência nos aspectos ligados à área financeira. Contudo, cabe à organização criar uma mudança na estrutura patrimonial de modo a demonstrar aos aplicadores de recursos financeiros segurança necessária para que seja maximizado o valor investido. Nesse contexto, em um mercado competitivo e com concorrência acirrada, as empresas não conseguem sobreviver quando não se preocupam com a criação de valor em seus empreendimentos. Assaf Neto (2010, p. 168) esclarece que “[...] valor é uma medida bem mais completa, pois considera em seus cálculos a capacidade de geração de fluxo de caixa operacional, taxa mínima de atratividade ao acionista e mensuração de risco relacionado ao investimento”.

Frezatti (2003) mostra que a importância da criação de valor está ligada ao fato de identificar o retorno dos investimentos criado pela organização. Assim, quando a empresa atinge a meta estipulada e possibilita segurança aos valores ingressados na sociedade, ocorre, também, o interesse de organizações internacionais em investir nas empresas locais. Nesse caso, o próprio ambiente organizacional proporciona e cria novas demandas por controle gerenciais para permitir à administração sua superação em relação às exigências do mercado. O progresso do mercado espera do agente atitude calcada na rapidez e flexibilidade na geração de resultados, tornando-a uma ferramenta de gerenciamento de crescimento dos negócios e longevidade das empresas. Conforme Rappaport (2001), também nos setores organizacionais

a atratividade será afetada pelo nível de investimentos em recursos e capacidade necessária para manter seu potencial de criação de valor.

Assaf Neto (2010) justifica que o gerenciamento das empresas vem revelando avanços de criação de valor para as organizações, uma vez que as gestões convencionais, obtidas por meio dos demonstrativos financeiros como o lucro e rentabilidade, não se torna mais garantia de melhoria da performance.

2.2.2 Aspectos Comportamentais para Gestão de Valor

As cooperativas de crédito procuram maximizar as condições financeiras de seus associados. Assim, apresenta-se, de um lado, o associado que busca essa maximização da prestação de serviços financeiros, ao passo que, no outro extremo dessa relação, está o mercado financeiro cada vez mais competitivo, exigindo dos gestores das cooperativas estratégias mais agressivas para fazer frente às demais empresas.

De forma geral, as cooperativas de crédito competem com empresas financeiras bancárias creditícias, os bancos comerciais, que, têm um bom posicionamento no mercado, forte marcas em relação aos seus clientes, alta qualidade, presença internacional, flexibilidade e elevada capacidade de recursos financeiros.

Assim, partindo do pressuposto de que os negócios das cooperativas de crédito estão sujeitos a um acirramento da competição e exigem dos gestores ações concretas que respondam de maneira eficiente, torna-se premente a criação de valor para os acionistas em cooperativas de crédito.

Em particular, Assaf Neto, Araújo e Fregonesi (2006) entenderam ser possível utilizar a metodologia do EVA em organizações sem fins lucrativos. Esse estudo apresentou uma adequação da gestão baseada no valor adaptado das empresas com finalidade lucrativa. Os autores concluíram pela viabilidade do uso dessa ferramenta de gestão aplicável ao terceiro setor.

Em pesquisa junto a uma cooperativa de crédito, Santos (2002) concluiu que a geração de valor pode superar os custos explícitos identificados nas vendas e incorpora a remuneração

dos custos de oportunidades do capital próprio e de terceiros investidos nas cooperativas. Nesse ponto, o EVA se apresenta como interligação no planejamento estratégico, revelando criação de valor por meio da performance operacional e econômica, em itens como: orientações técnicas de como investir e utilizar recursos que criam valor para a cooperativa e análise da estrutura de capital aplicado levando em consideração o desempenho e a evolução das receitas com o controle dos gastos e com a eficiência do resultado operacional.

Assaf Neto (2010) mostra que as empresas modernas criam valor para os acionistas como forma de garantir melhor remuneração e, até mesmo, de fidelizá-los. Assim, alguns aspectos vêm gerando alterações de comportamento no modo de atuação dos gestores em relação aos acionistas, tais como globalização, concorrência, qualificação, cultura organizacional e conflito de interesses, sendo:

- a globalização atua de forma bastante influente por meio do mercado financeiro, uma vez que os investidores são capazes de mudar suas posições no mercado rapidamente transferindo seus fluxos de recursos para mercados mais atraentes, lucrativos e seguros;
- a concorrência que não deixa espaço para as empresas que atuam com procedimentos de gestão ultrapassada. Somente atingirão a longevidade, empresas que apresentarem capacidade de agregação de valor em seus processos de tomada de decisões. Assim, a melhor alternativa para atuação empresarial em um mercado competitivo é a criação de valor para os acionistas. Portanto, o lucro contábil continua sendo importante, mas a geração de valor se mostra mais eficaz para a continuidade da atividade empresarial;
- a qualificação dos gestores como forma de adequação ao mercado moderno, no qual os executivos têm necessidade de defender seus empregos e, portanto, planejam-se para maior maximização dos resultados para os acionistas;
- a cultura organizacional é uma barreira que impede alterações com referência ao processo de tomada de decisões, principalmente geradas pelo conflito de interesse entre os administradores e os acionistas;

- a discussão conceitual entre a agregação de valor e o lucro contábil torna-se essencial, uma vez que, do ponto de vista dos acionistas, a melhora da performance da empresa se dá por meio de mecanismos gerenciais de precificação dos ativos da empresa, tais como fluxo de caixa descontado, valor presente de ativos, *impairment* (teste de recuperabilidade de ativos) e seu retorno no valor de mercado. Na visão dos administradores, uma melhora no lucro contábil extraído por meio dos demonstrativos financeiros mostra-se suficiente para ser considerado como eficiência operacional;
- a ênfase no fluxo de caixa ao longo prazo é a essência da abordagem da geração de valor para o acionista. Assim, essa abordagem aponta para o destino, ao longo prazo de uma empresa que depende do relacionamento financeiro que cada um mantém com a mesma. Assim, os empregados buscam salários, estabilidade e benefícios, ao passo que os clientes procuram por produtos e serviços com mais qualidade e preços menores. Por fim, os fornecedores desejam receber seus títulos de dívida quando dos respectivos vencimentos.

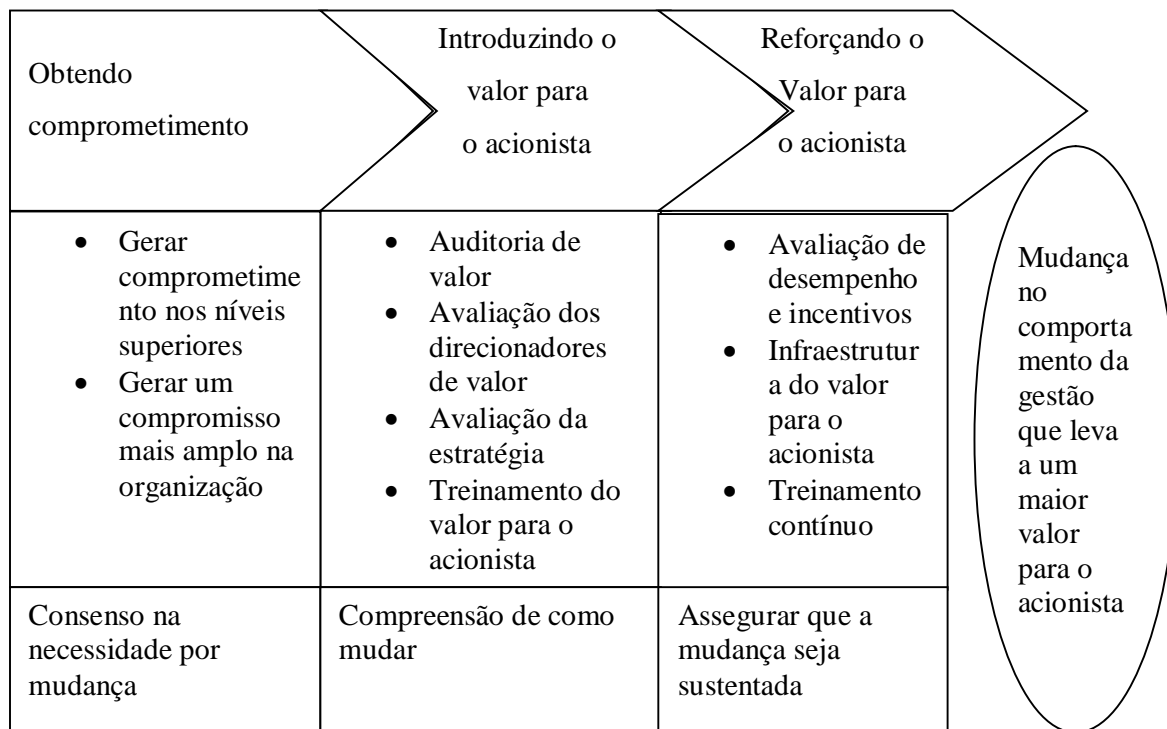
Portanto, o comprometimento organizacional deve ser antecipado de um entendimento claro sobre os objetivos da criação de valor para o acionista e de geração de resultados esperados.

Pace *et al.* (2003) apontam para o comprometimento organizacional com relação a uma motivação positiva por meio do qual os dados não financeiros podem influenciar o valor da empresa. Desse modo, é fundamental que a empresa melhore sua comunicação de modo a alinhá-la com as necessidades dos investidores na obtenção de informações não financeiras tais como medidas de desempenho mais coesas, precisas, seguras e menos subjetivas. Destarte, tem-se um conjunto de informações mais confiáveis na identificação do valor para a empresa.

Caselani e Caselani (2005a) elaboraram pesquisa na qual concluíram que indicadores financeiros e indicadores não financeiros se fazem necessários para comprovar a performance da gestão baseada em valor nas empresas. Ressalta-se que essas informações sozinhas não são suficientes para autenticar a geração de valor nas organizações

No entanto, esse entendimento tem como foco um direcionamento e uma motivação positiva para o sucesso organizacional. Para tanto, deve-se seguir três etapas conforme discriminado na figura 5.

Figura 5 – Processo de implementação do valor ao acionista



Fonte - RAPPAPORT, 2001.

Com base na figura 5, verifica-se, na primeira etapa que a gestão e a administração devem estar certas da necessidade de mudança para a implementação do gerenciamento de valor para o acionista. Já, na segunda etapa, as mudanças devem estar definidas, avaliadas e apropriadas para quantificar seu impacto na organização e, na terceira e última etapa, deve haver um acompanhamento e mensuração dos resultados do processo de implementação de forma que o gerenciamento seja bem-sucedido. Portanto, por intermédio dessas mudanças de comportamento de gestão, ocorrerá maior agregação de valor para o acionista.

Assim, os acionistas somente farão investimentos nas empresas se tiverem expectativa econômica superior em relação à remuneração proposta pela empresa e se esses retornos forem suficientes para cobrir o custo de oportunidade do capital próprio¹² investido na empresa, gerando um adicional que é o valor criado. Portanto, observa-se, para maior segurança, solidez dos investimentos e inversão de ativos de maior risco para ativos de menor risco. Nesse sentido, Rappaport (2001) relata que a empresa que gera valor beneficia não somente os acionistas, mas também seus *stakeholders*, enquanto esses estariam propensos à

¹² que na visão de Bruner *et al.* (1998) e Estrada (2002), o custo do capital próprio baseia-se principalmente no modelo de apreçamento de ativos (CAPM).

perda de valor quando a gestão falhasse em criar valor para os acionistas. As proposições definidas estabelecem que os acionistas e os *stakeholders* se engajem em uma parceria para a criação de valor para a empresa.

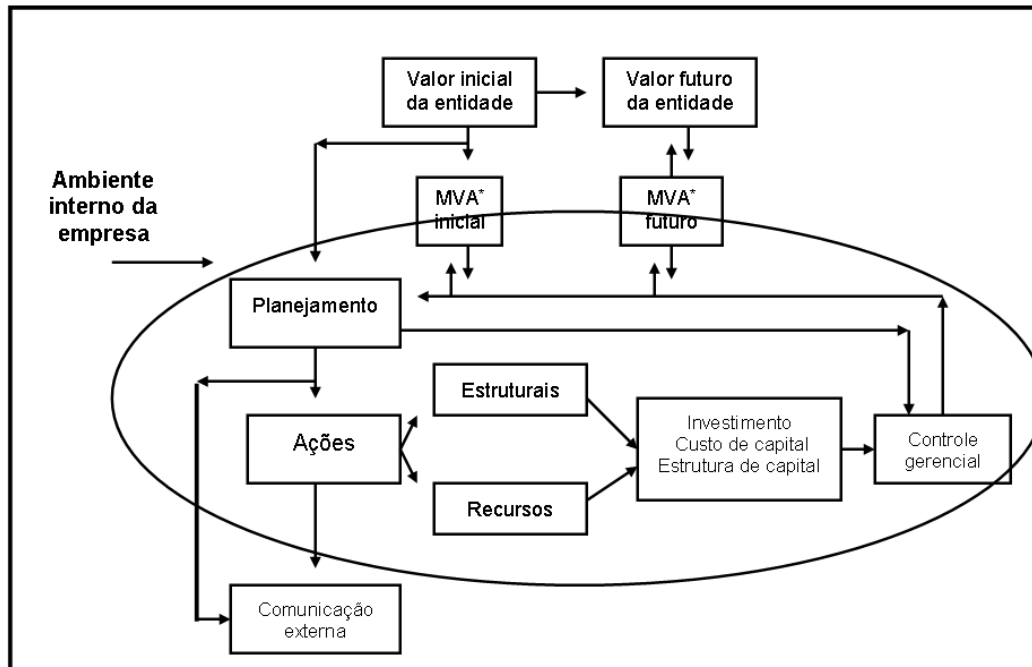
2.2.3 Indicadores de Desempenho em Cooperativas de Crédito

Muito se tem observado acerca da forma mais apropriada para medir o desempenho organizacional. Este desempenho mantém-se desdobrado entre consultores, executivos de empresas, investidores institucionais e pesquisadores acadêmicos. Nesse contexto, Rappaport (2001) expõe que os consultores são ambiciosos em apresentar a superioridade dos modelos de desempenho por eles recomendados; os executivos de empresas relatam que os modelos adotados por suas empresas são excelentes; os investidores institucionais discutem sobre os modelos alternativos para filtrar empresas com desempenho abaixo do planejado em seus *portfólios* (carteira de investimentos); por fim, os pesquisadores acadêmicos desenvolvem modelos de avaliação de desempenho e testam esses modelos numa extensão pela qual os critérios existentes de medição de desempenho impactam o fluxo de criação e geração de valor.

O fluxo de criação e gerenciamento de valor inicia-se pelo ingresso de recursos financeiros obtidos por meio dos investidores externos tais como credores e acionistas. Os recursos obtidos são aplicadas nas atividades operacionais e investimentos, de forma a buscar maior eficiência na geração de resultado. As distribuições dos recursos financeiros são aplicados no capital de giro ou ativo não circulante com o propósito de aumentar o desempenho e atingir a eficácia organizacional. Assim, graças ao controle gerencial com base no planejamento, movimentação dos recursos e adequada estrutura de capital, é possível alcançar o resultado esperado pela administração, a ser confirmado por meio dos demonstrativos contábeis. Portanto, a agregação de valor se apresenta de forma positiva quando o valor da empresa supera o valor contábil.

Uma proposta de deliberação do fluxo de criação de valor nas organizações é apresentada por meio da figura 6.

Figura 6– Fluxo de criação de valor



Fonte - FREZATTI, 2003.

Frezatti (2003, p. 55-56) aponta que a alta administração “[...] tem por preocupação acompanhar as decisões planejadas pela organização e dar apoio aos gestores a fim de proporcionar suporte para que possam perseguir a melhoria de desempenho”. Assim, trabalha-se com valores previstos e planejados, com o intuito de revelar uma gestão ótima dos negócios. Esse processo de gestão inclui também o planejamento estratégico, indicando as limitações e as potencialidades da geração de valor, conforme apresentado na figura 6.

A geração de valor ocorre quando os investimentos geram retornos maiores que os custos de captação, seja para credores (que receberão remuneração pelo seu capital emprestado), seja para os acionistas (que receberão remuneração por meio de dividendos, juros sobre o capital próprio ou até pelos Lucros Retidos à disposição da Assembleia) (MATIAS, 2007).

Um modo de mensurar a criação de valor é por meio de indicadores de desempenho, ligados à área econômica e financeira da empresa. Em referência a tais indicadores, temos os índices financeiros.

a) Índices financeiros

As demonstrações financeiras têm uma função essencial para a análise de balanços e têm sido de fundamental importância para a análise do desempenho das empresas. Baker (1987) e Santos e Santos (2006) consideram que a análise fundamentada em dados contábeis indica a posição e as tendências dos negócios das empresas. Para Brealey e Meyers (2006), compreender o passado é pré-requisito necessário para contemplar o futuro. Com base nisso, Matarazzo (2010) expõe que a análise de balanço fornece uma visão da estratégia, possibilitando evidenciar seus limites e proporcionando, por meio de uma capacidade preditiva, uma antevisão do futuro.

Bruni *et al.* (2008) realizaram pesquisa com as evidências empíricas de trabalhos acadêmicos publicados nos encontros anuais da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD's), entre os anos de 1997 a 2007, a respeito do uso de métricas de criação de valor no Brasil, buscando confrontar os aspectos teóricos discutidos nos principais livros de finanças utilizados no Brasil. Assim, os indicadores mais divulgados no levantamento oriundo das pesquisas foram: 1) índices de liquidez, de endividamento, de rotatividade e de rentabilidade; 2) modelo de desconto de dividendos; 3) índice preço/lucro; 4) modelo de fluxo de caixa líquido da empresa; 5) valor econômico agregado (EVA) e valor de mercado agregado (MVA). A pesquisa conclui que a combinação da análise de direcionadores financeiros e não financeiros contribui para explicar a criação de valor das empresas, enfatizando que determinados direcionadores são mais aplicáveis a determinados tipos de empresas ou segmentos de mercado que outros.

Bruni *et al.* (2008) mostram que indicadores podem influenciar o valor da empresa à medida que afetam a confiabilidade e credibilidade da empresa em honrar seus compromissos, podendo dificultar a obtenção de crédito, propensão à elevação das taxas de juros, geração de possíveis dificuldades operacionais e, por conseguinte, redução dos resultados esperados. Dessa forma, a boa caracterização dos indicadores financeiros pode gerar valor para a empresa.

Conforme Lameira (2007), o desempenho representa a pujança organizacional a ser avaliada por indicadores contábeis, financeiros e de mercado.

Ainda conforme Lameira (2007), o desempenho poderá ser mensurado a partir da divulgação das Demonstrações Financeiras (DF) da companhia. São medidas de desempenho o retorno dos acionistas – *Return On Equity (ROE)*; o retorno operacional – *Return On Assets (ROA)*; a razão entre o lucro operacional (*Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)*) e a receita líquida de vendas – *Ebit-To-Sales ratio (ETS)*.

Para Kassai *et al.* (2005, p.166), esses retornos “[...] medem a rentabilidade sobre os recursos líquidos da empresa, sobre os recursos efetivamente investidos pelos proprietários”. Portanto, o desempenho global é medido por meio do ROI e ROA, enquanto a alavancagem financeira é medida por meio do ROI e ROE.

Segundo Venkatraman e Ramanujam (1987), o desempenho de uma empresa deve ser explicitado por mais de uma variável, pois não é claro se as variáveis advindas das demonstrações contábeis e financeiras, de indicadores de valores de mercado são suficientes para a operacionalização de um construto de desempenho.

Neste contexto, correspondem aos indicadores ligados à área financeira e econômica da empresa. Verifica-se que esses indicadores estão discriminados por áreas como atividade operacional, atividade financeira, rentabilidade, endividamento e lucratividade. Os dados são coletados com base em fatos ocorridos no passado e que servirão de base para o processo de tomada de decisões no futuro.

Frezatti (2003) mostra que a utilização de indicadores de gestão no desenvolvimento do plano estratégico da empresa tem por função monitorar sua missão. Ainda, conforme o autor, os indicadores financeiros permitem aos gestores traçar planos de longo prazo e acompanhá-lo conforme o planejamento definido. Complementando, Copeland (1994, p.12) explica que “[...] os indicadores financeiros facilitam o processo de análise de desempenho, e que as decisões internas devem ser direcionadas para a gestão de valor com base no indicador mais propício”.

Silva (2006a) apresenta a análise, por meio de indicadores, o qual possibilita entrever a eficiência da gestão de valor e, não apenas, a geração de valor e, por conseguinte, se essa verificação alcançará os seus propósitos por meio dos indicadores.

2.2.4 Indicadores de Criação de Valor em Cooperativas de Crédito

Trata-se de identificar os pontos mais fortes dentro do processo de fluxo de recursos. Assim, por meio da análise das transações econômicas e financeiras pretende-se verificar como os atos operacionais praticados foram correspondidos por meio do retorno dessas movimentações financeiras. Nesse caso, os principais aspectos correspondem ao fluxo de caixa, análise de investimento e análise de desempenho. Em seguida estão especificados.

Fluxo de Caixa (FC) - “[...] são os eventos que representam o poder de compra” (HENDRIKSEN e BREDA, 1992, p. 266). Capacita a empresa a girar seus ativos e passivos de modo a honrar seus compromissos e fazer com que as atividades econômicas mantenham um funcionamento adequado para o atingimento das metas estipuladas pela administração. Rappaport (2001, p. 140) explica que “[...] o fluxo de caixa continua a dominar os sistemas de avaliação de desempenho das unidades de negócios”.

Os estudos de Muller e Telo (2003) procuram determinar o valor de uma empresa pela estimativa dos fluxos de caixa que devem ser gerados no futuro e, então, descontam esses valores a uma taxa condizente com o risco do fluxo. São modelos muito aceitos no mercado de consultoria e também amplamente citados e divulgados nas bibliografias que versam sobre avaliações de ativos e avaliações empresariais.

Toporcov (2009) ilustra que o modelo geração de valor sustentável para o acionista deve ser utilizado de forma estratégica pelas empresas e, quando combinado com fluxo de caixa descontado dos investimentos, permitir o gerenciamento estratégico do valor empresarial.

Mendes (2004) enfatiza que a medida de fluxo de caixa corresponde aos objetivos organizacionais de geração de valor para o acionista. Já Martin e Petty (2000) realizaram estudos em que, com base em gerenciamento de valores, criaram uma ferramenta com que os gerentes financeiros pudessem planejar, monitorar e controlar as operações de uma empresa de forma a aumentar o valor para o acionista. Utilizaram medidas como fluxo de caixa livre, EVA e MVA.

Em sua essência, a gestão de valor, analisada com base no comportamento de transformação, é uma forma que incentiva os gerentes a pensar e agir como donos. Assim, esses líderes estabelecem um ciclo contínuo de criação de valor que beneficia todos os *stakeholders* de uma empresa.

- Análise de Investimento (AI) - refere-se à utilização dos recursos financeiros, pela qual se aponta o caminho elaborado pela empresa para o processo de tomada de decisões que serão incorporados às atividades que possibilitarão a geração das atividades operacionais. Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005 p.148) citam que “[...] decisões de investimentos de capital envolvem a avaliação e seleção de propostas de investimentos de recursos financeiros por um prazo superior a um ano, com o objetivo de propiciar retorno aos proprietários desse capital”;
- Análise de Desempenho (AD) - corresponde à identificação dos processos operacionais determinados pela administração no tocante a verificar se os objetivos, individuais ou em grupos, promoveram o crescimento organizacional e superaram as metas estipuladas. Assim, Wernke e Lembeck (2004) apontam que a avaliação de desempenho tem sido considerada como fator relevante para que as empresas continuem competitivas no mercado, principalmente devido ao aumento da concorrência, que as força a diminuir suas margens de lucros e a buscar um processo de decisões mais fundamentado.
- Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) – corresponde ao custo apropriado do capital próprio e do capital de terceiros. Para Rappaport (2001), corresponde à taxa apropriada para descontar a série de fluxos de caixa de uma empresa consoante a média ponderada dos custos da dívida e capital próprio. Conforme Copeland e Weston (1992), é permitido que cada investidor assuma diferentes níveis de riscos e que cada um deles, conseqüentemente, exija taxas de retorno diferente para aplicar os seus recursos na empresa. Para Kazuo (2002), esse é o ponto de partida para que ocorra maximização de seu valor de mercado, ou seja, estrutura ótima entre o capital de terceiro e o capital próprio, de modo a minimizar o custo de capital da empresa.
- Rentabilidade do Capital Próprio – conforme Uliana e Gimenes (2008), o capital próprio tem dois aspectos fundamentais, o primeiro é uma fonte de recurso operacional, impactando, inclusive, os limites para alavancagem e, segundo, como uma medida de interesse dos

associados por suas cooperativas. Eles, como qualquer aplicador/investidor, comparam a taxa de retorno marginal dos investimentos com outras fontes alternativas de investimentos, apurando o custo de oportunidade de capital. Ainda, conforme os autores, nos EUA, vários estados implantaram em suas legislações prazos máximos de restituição do capital social, visando assegurar aos associados o retorno dos recursos investidos. Já, no caso brasileiro, de acordo com Requejo (1997) e Gimenes (2004), a maioria das cooperativas não tem planos específicos de restituição do capital social.

A organização por intermédio da disponibilização dos recursos financeiros operacionaliza suas atividades de investimento com o intuito de fazer com que o capital aplicado supere rentabilidades mínimas requeridas pelos administradores. Assim, por meio da análise de desempenho, verifica-se a existência da criação de valor. Frezatti (2003) explica que a preocupação dos gestores é monitorar as decisões planejadas e proporcionar suporte para a melhoria do desempenho. Desse modo, buscam estabelecer procedimentos e mecanismos para a gestão dos negócios.

a) Valor econômico agregado

Ao longo da evolução da avaliação do desempenho empresarial, observou-se, num primeiro momento, que o mais importante era o volume de vendas e o faturamento, ambos baseados na atuação da área comercial. Num segundo momento, verificaram-se novos itens como as margens bruta e operacional, com atenção também para itens de controle dos custos e despesas. Num terceiro momento, o foco passou a ser o lucro líquido, com atenção na geração de resultados visando distribuí-lo aos acionistas. Num quarto momento, os fatores importantes passaram a ser o retorno sobre investimento, Com os gestores observando que o controle não deveria ser feito apenas sobre as atividades operacionais, mas também sobre as atividades financeiras. Num quinto e atual momento, o foco está na criação de valor (ULIANA e GIMENES, 2008).

Nesse contexto Frezatti (2003) aponta que a organização deve preocupar-se, tanto com o resultado, quanto com os recursos utilizados para sua geração e, além disso, com seus reflexos nas variáveis internas e externas na geração de valor para as empresas.

Muller e Telo (2003) enfatizam que o EVA¹³ foi criado para a utilização em empresas como fonte de informação relacionada à criação de valor ao acionista, possibilitando o conhecimento e a mensuração do desempenho empresarial. O início dos trabalhos com esta metodologia originou-se por meio da Stern Stewart & Co.¹⁴, empresa americana que patenteou tal modelo de avaliação e gestão de criação de valor. Esse modelo permite aos investidores avaliar o retorno de seu investimento em relação ao custo de oportunidade estipulado de acordo com o desempenho da empresa, medindo a remuneração que o investidor deseja após a remuneração de todas as atividades operacionais.

Portanto, se o valor econômico agregado for positivo, significa dizer que a administração ultrapassou as expectativas dos acionistas e gerou um valor econômico adicional no capital empregado, ou seja, gerou riqueza ao acionista (SANTOS e WATANABE, 2005).

Rappaport (2001, p. 149) cita que,

[...] já numa segunda versão do lucro residual, EVA, foi ajustado ao valor contábil chamado de (valor econômico) adicionando de volta equivalentes de capital próprio, tais como provisões de imposto de renda diferido, provisões de Lifo, amortização acumulada de *goodwil*, *goodwill* não lançado, provisões de devedores duvidosos e outras provisões. O propósito desses ajustes é obter uma aproximação melhor do caixa total investido na empresa.

Assim, corresponde a uma medida de criação de valor a partir do desempenho operacional da própria empresa, cuja apuração se dá por meio de um realinhamento dos demonstrativos financeiros, conforme Assaf Neto (2010). Essa mensuração se processa por meio da avaliação do retorno para o acionista em montante superior à remuneração mínima exigida pelos mesmos sobre os resultados da empresa. Portanto, o valor econômico agregado estabelece uma forma de mensuração na qual se identifica a melhora do desempenho empresarial, tendo como referência os demonstrativos financeiros.

O aspecto importante é que, por meio da aplicação da governança corporativa, ocorre uma melhora na avaliação da performance da gestão empresarial via geração da riqueza. Isso obriga o gestor a ter uma visão de acionista, além de seu papel como administrador. Esse procedimento mitiga o conflito de agência, uma vez que alinha o foco dos acionistas aos dos

¹³ *Economic Value Added*.

¹⁴ Criado por Joel Stern e Bennett G. Sterwart, no ano de 1980, sendo fundadores da empresa de consultoria Stern & Stewart, com sede em Nova York.

gerentes. A redução desse conflito permeia essa ferramenta de gestão para novas perspectivas de geração de valor, estabelecendo nova motivação aos gestores com a elaboração de um sistema de remuneração variável, criando um modelo para avaliar o desempenho organizacional, incorporando junto aos profissionais tomadores de decisão uma cultura corporativa.

Observando esse conjunto, as decisões de uma empresa devem ser direcionadas para a gestão do valor que, segundo Copeland (1994, p. 97), “[...] é um processo interativo designado para aperfeiçoar as decisões estratégicas e operacionais da organização, com foco em seus direcionadores de valor”. Como afirma Gimenes (2004), um novo caminho seria administrar projetando aumento no valor econômico agregado como medida interna de desempenho mais estreitamente correlacionada com a criação de valor para os acionistas.

Bastos (2002) mostra que grandes bancos mundiais têm adotado modelos de desempenho baseados na criação de riqueza, considerando informações de rentabilidade, risco e custos de oportunidade. Assim, esses modelos utilizados são o valor econômico agregado e o valor de mercado agregado. No caso de instituições financeiras creditícias bancárias, o modelo mais indicado é o valor econômico agregado, visto que é possível contestar o retorno com o custo de capital necessário para a criação de valor e, também, dada à exigibilidade de manutenção de reservas de capital e capital mínimo por parte das normas do Banco Central do Brasil.

Mendes (2004) explica que o uso do valor econômico agregado na atividade bancária busca aprimorar o processo gerencial com ênfase na avaliação de desempenho dos gestores, com vista a garantir coerência entre o desempenho com o valor gerado para o acionista. Assim, busca indicadores de desempenho que atendam ao relacionamento entre as decisões tomadas e as medidas de performance e valor para o acionista. Sua pesquisa concluiu que o valor econômico agregado representa uma medida de valor da empresa para os acionistas com aplicabilidade gerencial na avaliação de desempenho aplicado aos bancos múltiplos.

Sinkey Jr. (2002) afirma que a agregação de valor é uma medida que vincula remuneração de incentivo ao objetivo de aumentar o valor do acionista. Assim, tem como objetivo conduzir os administradores a tomar decisões com uma interação aos interesses dos acionistas.

No campo de verificação empírica, Uyemura, Kantor e Pettit (1996) apresentaram, em seu estudo, um *ranking* dos cem maiores bancos dos EUA de acordo com seu valor para o acionista. A pesquisa, a primeira do tipo aplicada ao setor bancário, definiu uma medida EVA para os bancos e apresentou evidências muito mais fortes de correlação utilizando o EVA com os valores de mercado dos bancos do que as medidas tradicionais como o ROA e o ROE. Além do desenvolvimento das medidas de EVA e MVA como ferramentas analíticas para a visualização do desempenho econômico e financeiro dos bancos a partir de uma perspectiva dos acionistas, os autores implementaram um sistema de medição de EVA para avaliar a rentabilidade da unidade de negócios no setor bancário. Outra vantagem, conforme os autores, foi utilizar a volatilidade do NOPAT, que permite análise de EVA em todos os níveis internos dos bancos, de forma a captar os efeitos dessa volatilidade em todas as fontes de recursos, tais como: crédito, taxas de juros, liquidez e outras operações de risco. Concluíram que, para melhor gerenciamento econômico e financeiro no setor bancos, é possível incluir o EVA como uma ferramenta econômica e independente para avaliação de riscos e retornos dos negócios bancários.

Aguiar *et al.* (2011) procuraram identificar e analisar os direcionadores de valor utilizando a abordagem de geração de valor para o acionista. Entre suas variáveis foram empregados EVA, lucro operacional, investimento em CDG.

Conforme Assaf Neto (2010), a apuração do indicador de valor se dá por meio da seguinte fórmula:

$$\text{EVA} = (\text{ROCE} - \text{WACC}) \times \text{CI}$$

Em que:

ROCE – Retorno sobre o capital investido

WACC – Custo médio ponderado de capital

CI – Capital Investido ou Ativo Econômico correspondente ao recurso aplicado na empresa como forma de obter retorno financeiro

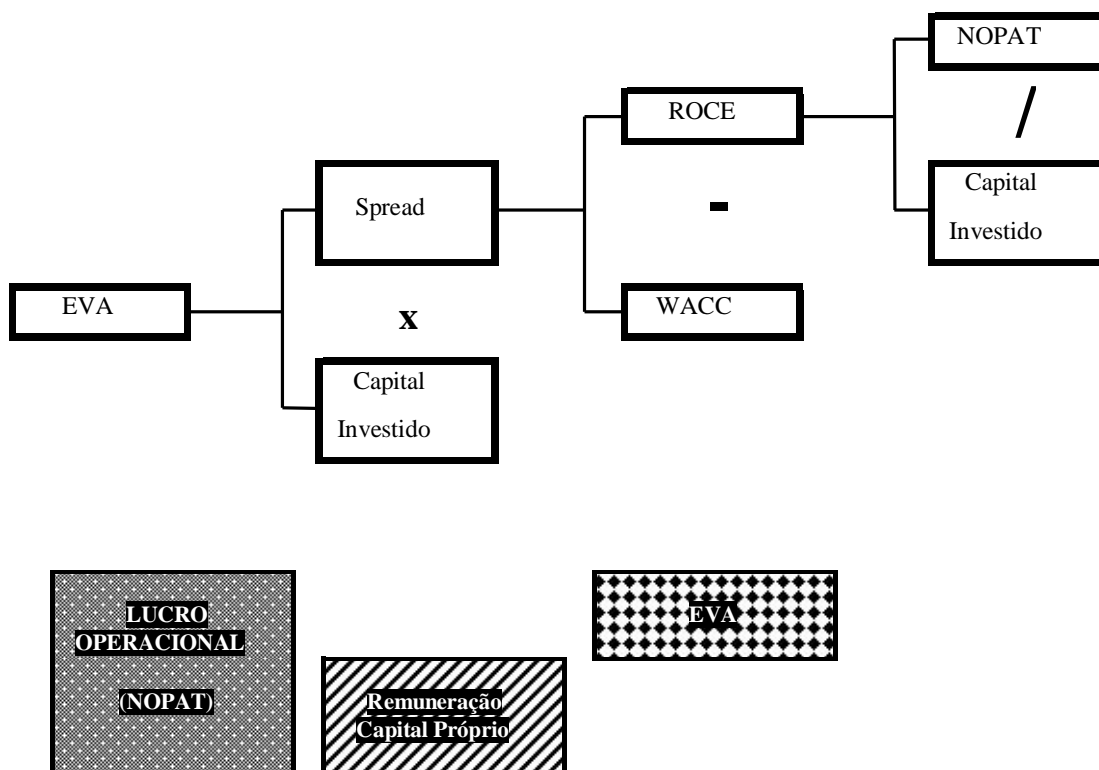
Tal indicador de análise de desempenho possibilita avaliar a viabilidade econômico-financeira, controle do resultado, quantificação de produtos e serviços, discussão de estrutura ótima de capital próprio e capital de terceiros. Como aspectos favoráveis, obtém-se foco no objetivo a ser alcançado pelos gestores, identificação de uma taxa mínima para avaliar os

retornos dos projetos. Assim, possibilita o alinhamento da ação empresarial com o planejamento estratégico e determina uma linha de ação ao administrador.

Apesar de sua grande utilização como valor econômico agregado, alguns fatores dificultam sua aplicabilidade como: característica da gestão do empreendimento na administração financeira, abrangência de conhecimento por parte dos analistas responsáveis por sua execução, ajustes contábeis para adequação ao indicador e averiguação do real custo do capital próprio.

A figura 7 apresenta uma forma mais analítica de visualização do EVA patenteada por Stern Stewart & Co.

Figura 7 – Valor Econômico Agregado



Fonte - ASSAF NETO (2010).

A apuração do *Net Operating Profits After Taxes (NOPAT)* – corresponde ao lucro líquido operacional depois dos impostos, com alguns ajustes que deverão ser considerados, como: exclusão da despesa financeira, pois é apurado por meio de custo médio de capital WACC, exclusão do resultado não operacional e a exclusão dos impostos. Essas despesas financeiras,

no caso de instituições financeiras, correspondem à captação de recursos por meio de obrigações por empréstimos e repasses, como mostra o quadro 3.

Quadro 3 – Demonstrativo do *Net Operating Profit After Taxes (NOPAT)*

<p> Receita líquida de vendas (-) Custo do produto vendido = Lucro bruto (-) Despesas operacionais = Lucro operacional – LAJIR (-) Impostos ajustados sobre o LAJIR (=) Lucro operacional líquido – NOPAT </p>
--

Fonte - Ehrbar (1999) e Santos (2005), adaptado pelo autor da tese.

O modelo apresentado no quadro 3 é calculado com base no lucro operacional depois dos Impostos, diminuído do custo médio do capital ponderado. O resultado é multiplicado pelo montante do capital investido pelo acionista que corresponde ao total do ativo diminuído das fontes de financiamentos não onerosas. Por meio da fórmula, observa-se que quando o ROCE for superior ao WACC, será gerado a agregação de valor para a empresa. Quando o ROCE for inferior ao WACC, será gerada a destruição de valor para a empresa.

Para as cooperativas de crédito, a fórmula foi adaptada para identificar a agregação de valor, sendo: ROCE relação entre as receitas de operações de créditos e as carteiras de operações de créditos; WACC soma das relações entre despesas de captação e carteira de depósitos a prazo e juros sobre o capital próprio mais sobras líquidas à disposição da assembleia e o capital social integralizado e o CI corresponde ao capital social integralizado.

3 COOPERATIVAS DE CRÉDITO

O Sistema Financeiro Nacional necessitava de melhor controle e gerenciamento devido à exigência de regulamentação mais robusta, melhor estruturação para proteção dos agentes econômicos e maior transparência para a sociedade como um todo (BACEN, 2011). Tal reforma veio com a edição da Lei nº 4.595, de 31/12/1964, que dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, além de criar o Conselho Monetário Nacional e dar outras providências (BRASIL, 1964).

Assim, foi instituída a atual estrutura do Sistema Financeiro Nacional, criado na década de 60, que possibilitou esse reordenamento aumentando sobremaneira a solidez, a confiança e a credibilidade em todo o sistema. Enfim, o modelo brasileiro corresponde a um conjunto de instituições e instrumentos financeiros que atuam no mercado com o intuito de intermediar as transações entre os agentes econômicos superavitários e os agentes econômicos deficitários (KERR, 2011).

Conforme Francisco *et al.* (2010), atualmente, as instituições financeiras vivem um processo intenso de adequação a uma nova realidade de mercado, determinado principalmente pela globalização da economia, surgimento de novos modelos de avaliação de risco, exigências de necessidades de capital, acordo Basileia III e operações financeiras mais sofisticadas.

Conforme Fortuna (2001, p.12), o Sistema Financeiro Nacional conceitua-se como “[...] um conjunto de instituições que se dedicam ao trabalho de propiciar condições satisfatórias para a manutenção de um fluxo de recursos entre poupadores e investidores”.

O quadro 4 apresenta a forma de estruturação após a edição da Lei nº 4.595, de 31/12/1964 (BRASIL, 1964).

Quadro 4 – Composição do Sistema Financeiro Nacional

SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL COMPOSIÇÃO					
Órgãos normativos	Conselho Monetário Nacional - CMN		Conselho Nacional de Seguros Privados - CNSP		Conselho de Gestão da Previdência Complementar - CGPC
Entidades supervisoras	Banco Central do Brasil - Bacen	Comissão de Valores Mobiliários - CVM	Superintendência de Seguros Privados - Susep	IRB-Brasil Resseguros	Secretaria de Previdência Complementar - SPC
Operadores	Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista	Bolsas de mercadorias e futuros	Sociedades seguradoras		Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)
	Demais instituições financeiras	Bolsas de valores	Sociedades de capitalização		
	Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros		Entidades abertas de previdência complementar		

Fonte - BACEN, 2011.

Conforme apresentado no quadro 4, no caso brasileiro, as instituições financeiras foram criadas para atuação em cada segmento específico, identificado de acordo com o objetivo principal das movimentações dos recursos financeiros emprestados e captados. Correspondem a um conjunto de instituições financeiras públicas e privadas, sendo seu órgão normativo máximo o Conselho Monetário Nacional.

Nesse conjunto foram criados também os órgãos normativos do Sistema Financeiro Nacional, como o Banco Central do Brasil (BACEN) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Essas instituições têm como foco legislar, fiscalizar e permitir, dentro das melhores circunstâncias, a intermediação dos recursos financeiros entre os aplicadores e os tomadores de recursos junto à economia (ASSAF NETO, 2008).

Já as instituições operadoras têm como objetivo processar as transações financeiras, permitindo que os agentes econômicos possam ser capazes de movimentar seus recursos financeiros, por meio do contato entre aplicadores e captadores de recursos, gerando, assim, a intermediação financeira entre esses agentes.

3.1 Instituições Financeiras

Tem como atividade principal ou acessória a intermediação e a aplicação de recursos (próprios ou de terceiros), em moeda nacional ou estrangeira, e guarda ou custódia de valores.

O Conselho Monetário Nacional atua como órgão máximo no Sistema Financeiro Nacional, sendo responsável por determinar as principais normas, adequação do volume dos meios de pagamentos à conjuntura do País, controlar o valor interno e externo da moeda, zelar pela liquidez e solvência das instituições componentes do Sistema Financeiro Nacional (FARIA, 2003).

O Banco Central do Brasil (BACEN) é o órgão executivo central do sistema financeiro, sendo responsável por fiscalizar o cumprimento das normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional. Conforme Silva (2006b) o BACEN, também tem como competência

[...] emissão do papel-moeda, o recebimento de compulsório dos bancos comerciais, a realização das operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras, a realização das operações de compra e venda de títulos públicos federais, fiscalização das instituições federais e diversas outras atividades.

De acordo com o BACEN (2011), para demonstrar a segmentação do quadro 4, as instituições financeiras foram agrupadas conforme suas funções de crédito, em segmentos, a saber:

- Instituições de Crédito de curto e curtíssimo prazo: Bancos Comerciais, Caixas Econômicas, Bancos Cooperativos, cooperativas de crédito e Bancos Múltiplos com carteira comercial;
- Instituições de Crédito de médio e longo prazo: Bancos de Investimentos, Bancos de Desenvolvimento, Caixas Econômicas e Bancos Múltiplos com carteira de investimento ou desenvolvimento;
- Instituições de Crédito para Financiamento de Bens de Consumo Duráveis: Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento (Financeiras) e Bancos Múltiplos com carteira de créditos, financiamentos e investimento;
- Instituições de Crédito habitacional: Caixas Econômicas, Associações de Poupanças e Empréstimos, Companhias Hipotecárias, Sociedades de Crédito Imobiliários e Bancos Múltiplos com carteira de créditos imobiliários;
- Instituições de Intermediação no Mercado de Capitais: Sociedades Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Bancos de Investimentos e Bancos Múltiplos com carteira de investimento;
- Instituições de Arrendamento mercantil (*Leasing*): Sociedades de Arrendamento Mercantil e Bancos Múltiplos com carteira de arrendamento mercantil;
- Instituições de Seguros e Capitalização: Seguradoras, Companhias de Capitalização, Entidades Fechadas e Abertas de Previdência Privada, Empresas de Factoring e Consórcios.

As instituições financeiras captadoras de depósitos à vista têm a característica de criadoras de moeda, no sentido de que intermediam as posições dos recursos captados e os recursos disponibilizados junto a seus clientes por meio de movimentação financeira (FRANCISCO *et al.*, 2011).

Purificação (1995, p. 34), diz que “[...] a principal característica do banco comercial, como hoje o conhecemos, consiste na sua criação de moedas”. Com referência às instituições financeiras, o Banco Comercial, Caixa Econômica Federal, Banco Múltiplo e as Cooperativas de Crédito são as únicas instituições que podem *criar* moeda pela diferença de taxas entre as operações de captação de recursos e as operações de créditos.

Mendes (2004) aponta para a relevância dos bancos para a sociedade, os quais representam um papel de repasse dos recursos entre os agentes poupadores e os tomadores de créditos. Ressalta ainda a necessidade de remuneração adequada aos acionistas dessas instituições a fim de motivar a adoção da gestão baseada no valor e ampliar a cultura de mercado de capitais.

A tabela 1 mostra a representatividade das instituições financeiras bancárias do Sistema Financeiro Nacional.

Tabela 1 - Participação das instituições no segmento bancário em relação ao patrimônio líquido (em bilhões de reais)

Instituição do segmento bancário	2007 Dez	2008 Dez	2009 Dez	2010 Dez
Bancos Públicos	11,55	31,99	9,00	9,93
Banco do Brasil	24,26	29,96	36,12	50,50
Caixa Econômica Federal	10,59	12,70	13,14	15,44
Bancos Privados Nacionais	194,70	263,62	300,85	353,01
Bancos com Controle Estrangeiro	46,38	99,18	100,68	106,37
Cooperativas de Crédito	7,69	9,41	11,07	13,15
Total	295,17	446,86	470,86	548,39

Fonte - BACEN, 2012.

De acordo com a tabela 1, as cooperativas de crédito apresentaram um crescimento, no período de 2007 a 2010, de 58,48%, o equivalente a R\$ 5,46 bilhões de reais. Este crescimento fez com que ultrapassasse o segmento de bancos públicos. Salienta-se, entretanto, que, nesse contexto, não está sendo considerado o patrimônio líquido dos bancos cooperativos do Brasil e tão somente das cooperativas de crédito.

a) Banco Cooperativo do Brasil

Os bancos cooperativos são equiparados aos bancos comerciais, com a participação acionária exclusiva das cooperativas de crédito singulares, centrais, federações ou confederações de cooperativas de crédito, conforme preceitua a Resolução nº 2.788, de 30/11/2000 (BRASIL, 2000). Também como os bancos comerciais, os bancos cooperativos são constituídos sob a forma de sociedade anônima fechada, devendo, em sua denominação, constar a expressão *Banco Cooperativo*. Sua área de atuação está restrita aos Estados, onde estão situadas as sedes das pessoas jurídicas controladoras, ou seja, as centrais de cooperativas de crédito.

Conforme BACEN (2011), de acordo com a relação dos 50 maiores bancos e consolidados do Sistema Financeiro Nacional, data base setembro/2011, os bancos cooperativos, BANCOOB e BANSICREDI, juntos, ocupam o 14º lugar no *ranking* de instituições financeiras bancárias com o maior volume de ativos totais, na ordem de R\$ 29.734.847 (em milhões de reais).

De acordo com Fortuna (2001, p. 29)

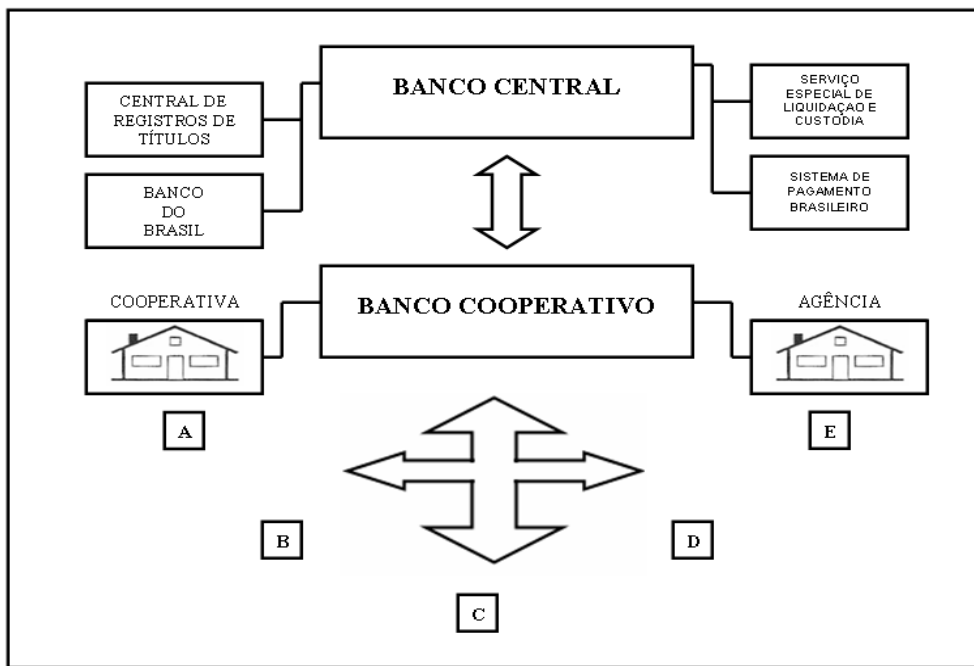
[...] o Banco Central concedeu autorização para que as cooperativas de crédito abrissem seus próprios bancos comerciais, podendo fazer tudo o que qualquer outro banco comercial já faz [...]. A constituição do banco cooperativo vai permitir também levantar recursos no exterior, atividade vetada às atuais cooperativas de crédito.

Portanto, uma das principais funções do banco cooperativo é a representação junto ao Serviço de Compensação de Cheques e Outros Papéis (SCCOP), por meio das quais, as cooperativas de crédito podem fornecer a seus associados/clientes talões de cheques, cartão de débito, cartão de crédito, bem como fazer diretamente a compensação de títulos e documentos (BACEN, 2011).

De acordo com a Resolução nº 2.788, de 30/11/2000 (BRASIL, 2000), o banco cooperativo tem como função promover a integração das cooperativas singulares, administrar seus recursos financeiros junto ao sistema corporativo, criar novos produtos e serviços, bem como estimular a viabilização das cooperativas de crédito, facilitar o acesso ao meio circulante e aumentar a alavancagem financeira.

A figura 8, apresentada a seguir, mostra o relacionamento do Banco Central com os bancos cooperativos e a inserção das cooperativas de crédito no Sistema Financeiro Nacional.

Figura 8 – Ligação entre Banco Central, Banco cooperativo e cooperativas de crédito



Fonte - Schardong, 2002, p.79.

A figura 8 apresenta a ligação do Banco Central com os bancos cooperativos e seus relacionamentos, considerando seus produtos e serviços. Em seguida, surgem as cooperativas de crédito que, por meio dos bancos cooperativos, têm acesso ao mercado financeiro, podendo efetuar operações de captações de recursos, talões de cheques, acesso ao sistema de compensação de cheques e outros papéis. Com isso, dilatam sua inserção no mercado financeiro e podem se equiparar aos demais bancos comerciais, no que tange aos produtos e serviços oferecidos.

Para que possam atuar no mercado financeiro, os bancos cooperativos devem obedecer às normas e regulamentações emanadas pelo Banco Central. Com o advento da Resolução nº 2.788, de 30/11/2000, foi possível aos bancos cooperativos a aprovação de autorização, constituição e funcionamento (BRASIL, 2000). Com isso, podem atuar diretamente no mercado financeiro nos mesmos produtos e serviços oferecidos pelos bancos comerciais. Essa Resolução possibilitou que as cooperativas de crédito passassem a ter acesso a quase todo o mercado financeiro, tais como: negociações de títulos públicos e privados e acesso ao sistema de pagamento brasileiro etc.

3.2 Sistema de Crédito Cooperativo

O Sistema Cooperativo de Crédito atua de forma bastante significativa no contexto cooperativo brasileiro, demonstrando ser um setor com forte crescimento e evolução ao longo dos anos. Conforme SEBRAE¹⁵ (2011), é composto por cooperativas solidárias - sistema de produção, distribuição, consumo e crédito constituído com base na igualdade e na democracia entre os associados; cooperativas urbanas – desenvolvimento econômico e social no segmento de pequenos empresários, microempresários e microempreendedores e cooperativas rurais - desenvolvimento econômico, social e produtor rural. A tabela 2 apresenta a composição de todos os segmentos de cooperativas de crédito no Brasil.

Tabela 2 - Composição do Sistema Cooperativo de Crédito no Brasil

Principais Carteiras	2006	2007	2008	2009	2010
Cooperativas de crédito	1.101	1.404	1.453	1.100	1.370
Cooperativas centrais	32	37	38	38	38
Associados (em milhões)	2,7	3,2	4,2	3,5	4,0
Postos de Atendimento	3.293	3.338	3.638	3.711	3.948
Patrimônio Líquido (em bilhões)	1,2	6,2	9,4	8,7	11,0
Depósitos (em bilhões)	11,8	16,1	19,2	21,9	33,0
Operações de crédito (em bilhões)	11,3	15,2	20,8	22,5	31,8

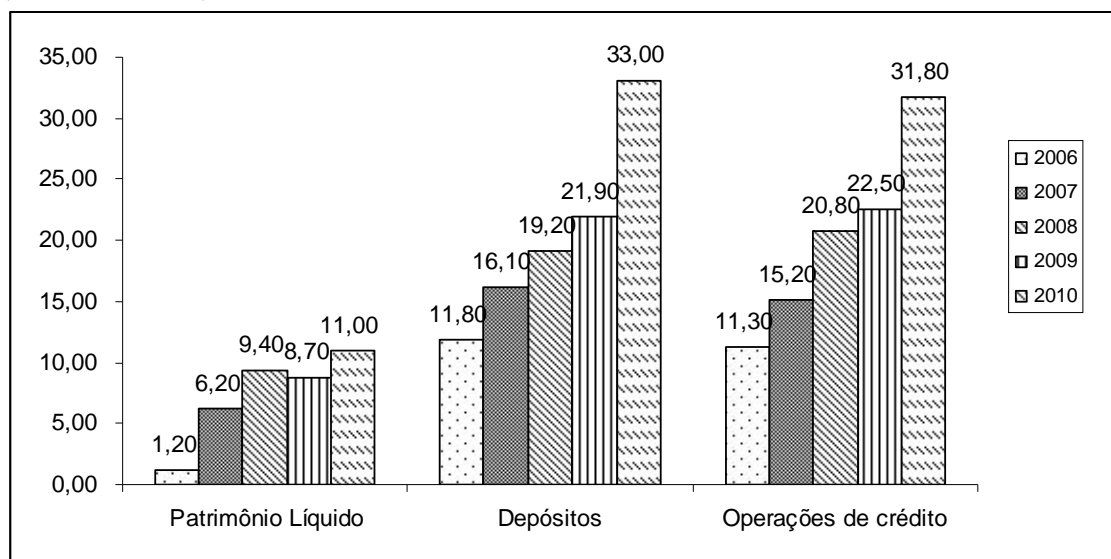
Fonte - SEBRAE, 2012.

A tabela 2 apresenta a evolução do quadro das principais carteiras do Sistema Cooperativo existentes atualmente no Brasil. Demonstrem-se como indicador relevante, os postos de atendimentos com um acréscimo de 270 novas singulares correspondentes a uma evolução da ordem de 24% no período. Isso quer dizer que houve uma maior inserção do cooperativismo de crédito brasileiro, principalmente em regiões onde não ocorreu abertura de novas agências do setor bancário. Em especial, o cooperativismo tem atuado em áreas geográficas onde se dá a produção primária da economia.

O gráfico 1 apresenta o crescimento das principais movimentações financeiras dos sistemas de cooperativas de crédito.

¹⁵ Serviço de Apoio Brasileiro às Micro e Pequenas Empresas.

Gráfico 1 – Movimentação Financeira dos Sistemas de cooperativas de crédito
(em bilhões de reais)



Fonte - SEBRAE, 2012.

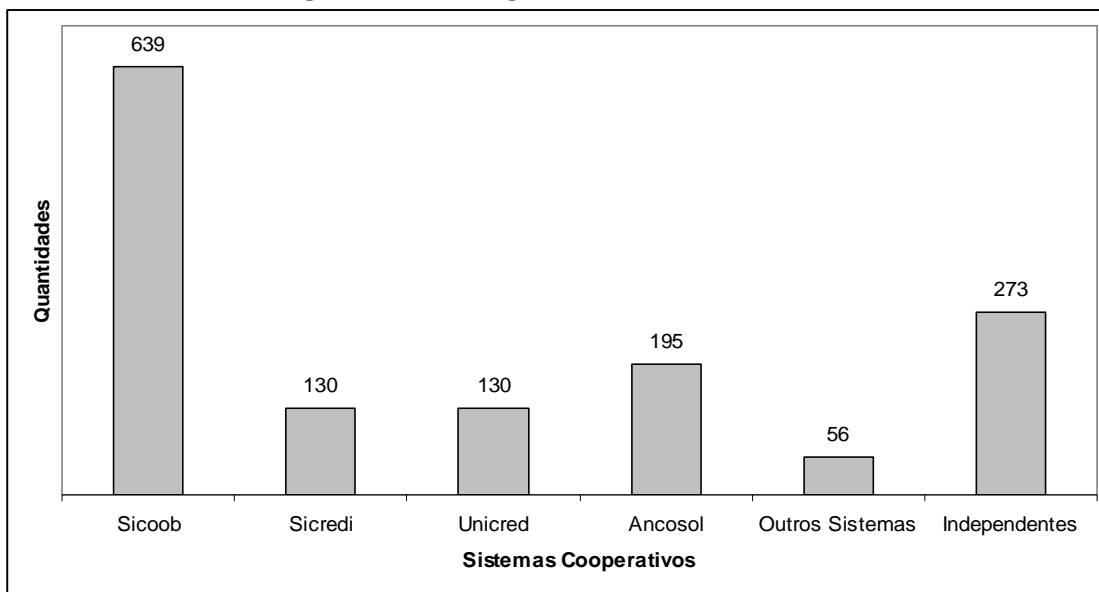
O gráfico 1 mostra a evolução da movimentação financeira das principais carteiras. Destaca-se o patrimônio líquido com uma evolução de 816,67%, ao longo dos cinco anos. Tal crescimento relevante se mostra em função da característica do sistema cooperativo de incorporar todas as sobras de resultado ao patrimônio líquido. Diga-se de passagem, essa transação econômica já é comum no sistema cooperativo e, a partir da edição da Lei nº 11.638, de 28/12/2007, tornou-se obrigatória para as demais empresas de sociedade anônima (BRASIL, 2007).

Um dos objetivos do cooperativismo de crédito tem sido o fortalecimento do sistema (SICOOB/BANCOOB, SICREDI/BANSICREDI e da UNICRED), bem como o seu aperfeiçoamento estrutural, de acordo com o definido na normatização do BACEN, em sua Resolução nº 4.122, de 02/08/2012 (BRASIL, 2012). Essa Resolução estabelece, também, a capacitação técnica e a profissionalização dos dirigentes das cooperativas de crédito para que os mesmos possam exercer cargos de direção das centrais das cooperativas de crédito (PINHO e PALHARES, 2004).

O Brasil conta atualmente com quatro grandes sistemas cooperativos de créditos: o SICOOB, SICREDI, UNICREDI, e ANCOSOL. Conforme a Resolução nº 3.859, de 27/05/2010 (BRASIL, 2010), pertencer a algum sistema corresponde dizer que esse fato traz mais

segurança, estrutura e solidez dos recursos movimentados pelos cooperados, visto que serão constantemente acompanhadas, monitoradas, auditadas e que contam com apoio político, econômico, social e financeiro por parte das confederações. Com isso, permite-se que a cooperativa de crédito tenha acesso à tecnologia, aos produtos e aos serviços mais eficientes, procedimentos de controles internos e divulgação da marca. O gráfico 2 mostra a representatividade desses sistemas no Brasil.

Gráfico 2– Quantidade de cooperativas de crédito por Sistema



Fonte - Soares e Melo Sobrinho, 2008.

O gráfico 2 revela como estão distribuídos os sistemas cooperativos de créditos e, como se observa, o sistema Sicoob compreende 45% do total das cooperativas do sistema. *Outros Sistemas* com 56 cooperativas (4% em relação ao total) corresponde a sistemas cooperativos sem representatividade econômica. *Independentes* com 273 cooperativas (19% em relação ao total) referem-se a singulares que não estão associadas a algum dos sistemas cooperativos de créditos. Ocorre uma propensão no mercado para que essas últimas passem a atuar em sistemas maiores e mais robustos, principalmente devido à demanda de seus cooperados no intuito de alavancar a variedade de produtos e serviços, bem como alcançar controles organizacionais e sistêmicos.

Os principais sistemas cooperativos de créditos estão assim compostos.

1) Banco Cooperativo BANCOOB S/A - Sistema SICOOB – Cooperativas filiadas ao Banco cooperativo do Brasil S/A. É um banco comercial especializado no atendimento às cooperativas de crédito urbano, criado em 1997.

É considerado o maior sistema de crédito cooperativo do Brasil, atendendo às cooperativas urbanas e, atualmente, está presente em 21 estados da Federação (Santa Catarina, Paraná, São Paulo, Rio de Janeiro, Espírito Santo, Minas Gerais, Distrito Federal, Mato Grosso, Mato Grosso do Sul, Goiás, Tocantins, Pará, Acre, Rondônia, Roraima, Piauí, Maranhão, Paraíba, Pernambuco, Ceará e Bahia) (BANCOOB, 2011).

Esse sistema apresenta posições econômico-financeiras relevantes no mercado financeiro, conforme indicam os dados apresentados na tabela 3.

Tabela 3 - Composição das Cooperativas filiadas ao SICOOB

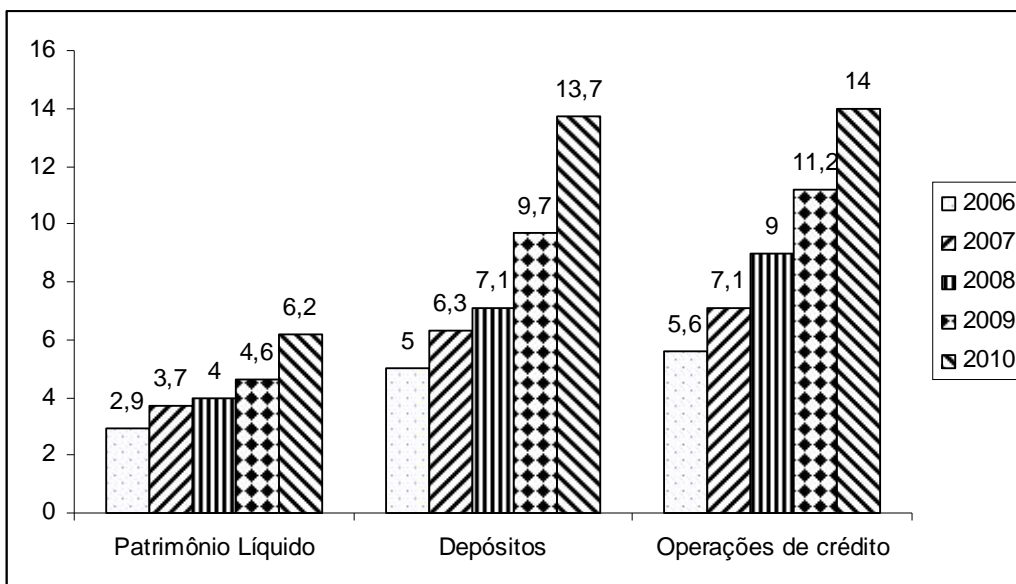
Principais Carteiras	2006	2007	2008	2009	2010
Cooperativas de crédito	665	649	633	594	584
Cooperativas centrais	14	14	14	14	15
Associados (em milhões)	1,4	1,6	1,7	1,8	1,9
Postos de Atendimento	1.638	1.684	1.777	1.813	1.884
Patrimônio Líquido (em bilhões)	2,9	3,7	4,0	4,6	6,2
Depósitos (em bilhões)	5,0	6,3	7,1	9,7	13,7
Operações de crédito (em bilhões)	5,6	7,1	9,0	11,2	14,0

Fonte - SEBRAE, 2012.

Com base na tabela 3, observa-se uma prática que vem se dando no mercado financeiro brasileiro, que é a transformação de sociedades. Tal fato também vem ocorrendo no setor de cooperativas de crédito e se observa uma diminuição de cooperativas de crédito e aumento evidente de postos de atendimento. Isso quer dizer que, acompanhando a tendência de mercado, essas cooperativas estão se tornando mais sólidas por meio de um processo de transformação de sociedades na modalidade de incorporação¹⁶. Observa-se aumento crescente em relação a associados, postos de atendimento, patrimônio líquido, depósitos e nas operações de créditos em todo o período analisado.

¹⁶ Conforme disposto no art. 227 da Lei nº 6.404/76, incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhe sucede em todos os direitos e obrigações (BRASIL, 1976).

Gráfico 3 – Evolução das Principais Carteiras de Movimentação Financeira do Sistema SICOOB
(em bilhões de reais)



Fonte - SEBRAE, 2012.

O gráfico 3 apresenta a evolução crescente ocorrida no período de 2006 a 2010, o que vem confirmar a expansão do principal Sistema de Cooperativa de Crédito, o SICOOB. Outro fator relevante refere-se à expansão das carteiras de depósito e de operações de crédito, que corresponde às principais atividades operacionais das cooperativas de crédito.

Conforme Pinho e Palhares (2004, p.154) “[...] a missão do SICOOB¹⁷ é, portanto, integrar, regular, supervisionar e fomentar o desenvolvimento do Sistema, com vistas à segurança do associado e à credibilidade junto à sociedade”. Seguindo essa missão, torna-se indispensável buscar a padronização de todos os seus processos e normas para que consiga o controle das cooperativas de crédito por meio das cooperativas centrais.

2) Banco Cooperativo BANSICREDI S/A - Sistema SICREDI¹⁸ – Cooperativas filiadas ao Banco cooperativo SICREDI S/A

Foi o primeiro banco cooperativo privado que teve acesso aos produtos e serviços bancários anteriormente vedados às cooperativas de crédito, tendo sido criado em 1996. Seu atendimento tem como foco as cooperativas rurais, sendo representado em 10 estados (Rio

¹⁷ Sistema de Cooperativas de Crédito do Brasil

¹⁸ Sistema de Crédito Cooperativo

Grande do Sul, Santa Catarina, Paraná, Mato Grosso, Mato Grosso do Sul, Tocantins, Pará, Rondônia, Goiás e São Paulo) (SICREDI, 2011).

Conforme Pinho e Palhares (2004, p.172) “[...] A missão do BANSICREDI como sistema de crédito cooperativo é valorizar o relacionamento, oferecer soluções financeiras para agregar renda e contribuir para a melhoria da qualidade de vida dos associados e da comunidade”.

Este sistema apresenta as posições descritas na tabela 4.

Tabela 4 - Composição das Cooperativas filiadas ao SICREDI

Principais Carteiras	2006	2007	2008	2009	2010
Cooperativas de crédito	127	130	130	128	119
Cooperativas centrais	5	5	5	5	5
Associados (em milhões)	1,1	1,2	1,4	1,5	1,8
Postos de Atendimento	987	938	1.076	1.102	1.170
Patrimônio Líquido (em bilhões)	1,2	1,5	1,8	2,3	2,8
Depósitos (em bilhões)	3	4,3	8,6	9,9	13,1
Operações de crédito (em bilhões)	3,7	5,1	7,7	9,1	11,9

Fonte - SEBRAE, 2012.

Tem como principal característica o crescimento robusto das carteiras de depósitos e de operações de crédito, constando uma evolução no período de 336,67% e 221,62%, respectivamente.

3) Sistema UNICRED - Cooperativa de Economia e Crédito Mútuo dos profissionais de nível superior da área da saúde, das empresas e instituições do setor.

Têm como área de afinidade apenas os profissionais da área de saúde, com atuação em todos os estados da Federação. Operam por meio de banco cooperativo (BANSICREDI) ou de outra instituição financeira, geralmente o Banco do Brasil, encontrando-se em estudo a criação do seu próprio banco cooperativo (UNICRED, 2011).

Este sistema apresenta as posições descritas na tabela 5:

Tabela 5 - Composição das Cooperativas filiadas a UNICRED

Principais Carteiras	2006	2007	2008	2009	2010
Cooperativas de crédito	135	132	124	122	117
Cooperativas centrais	9	9	9	9	9
Associados (em milhões)	138	157,2	181,3	206,1	238,0
Postos de Atendimento	387	399	397	423	461
Patrimônio Líquido (em bilhões)	0,823	1,0	1,2	1,5	1,6
Depósitos (em bilhões)	2,3	2,7	3,2	3,8	4,9
Operações de crédito (em bilhões)	1,5	1,8	2,4	3,1	3,8

Fonte - SEBRAE, 2012.

O aspecto relevante foi a redução de cooperativas de crédito ocasionado pela incorporação com outras cooperativas do próprio sistema e do sistema SICOOB, mostrando que essas transformações societárias impediram um maior crescimento desse sistema. Portanto, essa estratégia proporcionou aumento de postos de atendimento e de associados em 19,12% e 72,46%, respectivamente.

4) Sistema ANCOSOL – Associação Nacional do Cooperativismo de Crédito da Economia Familiar e Solidária

Tem como objetivo facilitar o acesso ao crédito rural e aos serviços bancários buscando a viabilização da agricultura familiar e contribuindo para um projeto de desenvolvimento local sustentável. Tem como área de afinidade apenas profissionais da área rural e os agricultores familiares, com atuação em 15 estados (Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Paraná, Minas Gerais, Espírito Santo, Bahia, Pernambuco, Ceará, Pará, Rio Grande do Norte, Sergipe, Alagoas, Goiás, Mato Grosso e Rondônia) (ANCOSOL, 2011).

Esse sistema apresenta as seguintes posições, conforme a tabela 6.

Tabela 6 - Composição das Cooperativas filiadas ao ANCOSOL

Principais Carteiras	2006	2007	2008	2009	2010
Cooperativas de crédito	174	183	201	154	187
Cooperativas centrais	7	7	5	6	6
Associados (em milhões)	162,9	188,6	225,0	214,5	254,4
Postos de Atendimento	281	317	215	382	455
Patrimônio Líquido (em bilhões)	0,101	0,1	0,176	0,377	0,261
Depósitos (em bilhões)	0,191	0,236	0,342	0,433	0,565
Operações de crédito (em bilhões)	0,425	0,586	0,933	0,916	1,480

Fonte - SEBRAE, 2012.

De acordo com a tabela 6, ocorreu bom desempenho na carteira de operações de créditos no ano de 2008 (evolução de 120%). Outro fator relevante foi o incremento nas operações de créditos com evolução de 248,24%, no período analisado. Aspecto importante ocorreu no patrimônio líquido com evolução de 158,42%, o que quer dizer que o sistema poderá alavancar ainda mais suas atividades operacionais em detrimento do aumento do patrimônio líquido.

Nesse contexto, o sistema ANCOSOL atua com instituições parceiras como o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), negociando recursos do Micro-crédito Produtivo Orientado (recursos concedidos para as necessidades financeiras de pessoas físicas e jurídicas aplicadas em atividades produtivas de pequeno porte – micro-empresendedores, disposto na Lei nº 11.110, de 25/04/2005 (BRASIL, 2005) e do Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (PRONAF). Tem como meta o financiamento de projetos para a geração de renda aos agricultores familiares assentados da reforma agrária, propiciando subsídio à taxa de juros para financiamentos rurais, além de ter menores taxas de inadimplência. Atua também com o Banco do Brasil S/A., intermediando recursos financeiros, prestação de serviços e convênio de compensação de cheques e outros papéis (MDA, 2011).

Conforme Bittencourt (2001), esse tipo de cooperativa solidária exerce um papel financeiro relevante no sentido de que atua em carteiras de créditos nas quais as demais instituições financeiras têm pouca profundidade e interesse. Tal sucesso é obtido em conjunto ao baixo custo de tais cooperativas.

3.3 Cooperativismo

O cooperativismo tem, como um dos principais valores, as soluções dos problemas comuns por meio da união, ajuda mútua e integração entre as pessoas. Dentre seus princípios, tem a busca do ajustamento das diferenças de níveis e injustiças sociais, com a distribuição igualitária e harmoniosa de bens e valores constantes do patrimônio da cooperativa (OCB, 2011).

Segundo Alves e Soares (2004) o cooperativismo contribui com a política de desenvolvimento nacional, promovendo a expansão das pequenas e médias empresas, ou seja, auxilia no crescimento das empresas já existentes e fortalece as novas empresas. Promover o apoio mútuo entre as pessoas, comunidades e povos sempre foi a principal alavanca para grandes realizações.

Conforme Schardong (2002), o termo cooperativismo tem como origem a cooperação, isso é, a ação conjunta que envolve trabalho e esforços de pessoas na busca de objetivos comuns, sem finalidade lucrativa. O cooperativismo tem como meta emancipar o homem do seu individualismo por meio da cooperação entre os seus associados, procurando atingir suas necessidades. De acordo com Gawlak e Rarzke, (2001, p. 20) “[...] é uma doutrina cultural e socioeconômica fundamentada na liberdade humana e nos princípios cooperativistas.”

O cooperativismo é defensor da reforma pacífica e gradativa da coletividade e o saneamento dos problemas por meio da união, ajuda mútua e interação entre os indivíduos. O principal fator de crescimento do cooperativismo corresponde às questões sociais da sociedade em geral como incentivo à educação, estímulo ao espírito de comunidade, a solidariedade, a confiança e a crença em um futuro melhor, com mais alternativas nos momentos de dificuldades. Contribui com a política de desenvolvimento nacional, promovendo o crescimento das pequenas e médias empresas, auxiliando a alavancagem das empresas já existentes e fortalecendo as novas (LEITE e SENRA, 2005).

Assim sendo, a ação conjunta envolve trabalho e esforços de pessoas na busca de objetivos comuns, sem a finalidade de lucros. Pode-se dizer que o cooperativismo liberta o homem do seu individualismo e de sua ambição desmedida, proporciona a cooperação entre os seus associados, satisfazendo, assim, as suas necessidades. Apresenta, como um dos principais valores para as soluções de problemas comuns por meio a união, a ajuda mútua e a integração entre as pessoas. Um dos grandes motivos do crescimento do cooperativismo está ligado às questões sociais, tais como solidariedade, educação e senso comunitário (PINHEIRO, 2008).

Conforme Birchal e Simmons (2001), a importância da participação de organizações de ajuda mútua é caracterizada pela participação em potencial como: recurso financeiro, conhecimento e confiança; oportunidade de participação e esforços de recrutamento e custo de oportunidade em relação à satisfação dos estímulos dos valores compartilhados que é tratado pelos autores

no modelo *Mutual Incentives Theory (MIT)*. Portanto, observa-se que os objetivos coletivos superam o individualismo.

De acordo com Schardong (2002), o cooperativismo de crédito é mais influente em países mais desenvolvidos e contribui para o crescimento econômico incluído como instrumento de organização econômica da sociedade.

3.4 Cooperativa

Sendo estipulado na Constituição Federal Brasileira de 1988 a igualdade de tratamento e de oportunidades como direito de todos, os conflitos, tais como: individualismo, controle econômico, retenção de benefícios próprio e informações privilegiadas são mais fáceis de resolver num processo cooperativo. As cooperativas se apresentam, assim, como uma sociedade de pessoas, de aspiração democrática, na qual o capital se constitui em um meio de participação.

Conforme Thenório Filho (2002, p.191),

[...] sociedades cooperativas são sociedades de pessoas, com forma e natureza jurídica próprias, constituídas para prestar serviços aos associados, cujo regime jurídico, atualmente é instituído pela Lei 5764, de 16/12/1971. São sociedades simples e, portanto, não sujeitas a falência, por força do disposto no parágrafo único do artigo 982 do novo Código Civil, muito embora tenham por objeto o exercício de atividades próprias do empresário, ou seja, exercem atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou de serviços.

Gawlak e Rarzke (2001, p. 20) explicam que “[...] cooperativa é uma organização de pessoas unidas pela cooperação e ajuda mútua, gerida de forma democrática e participativa com objetivos econômicos e sociais comuns a todos”. Por sua vez, Cornforth (2004) mostra que existe uma predominância pela representatividade de seus membros em órgãos de direção e conselho, uma vez que são eleitos entre seus pares para gerir a cooperativa, o que tende a diminuir conflitos de interesse. Para o autor, tem-se como principal objetivo a possibilidade de o cooperado se inserir no mercado de trabalho por meio de prestação de serviços, desenvolvimento cultural e qualificação profissional.

O quadro 5 compara uma sociedade cooperativa e uma sociedade mercantil

Quadro 5– Comparação entre Empresa Cooperativa e Empresa Mercantil

EMPRESA COOPERATIVA	EMPRESA MERCANTIL
Sociedade de pessoas	Sociedade de capital
Objetivo principal é a prestação de serviços	Objetivo principal é o lucro
Número ilimitado de associados	Número limitado de acionistas
Controle e gestão democrática (um homem - um voto)	Cada ação - um voto
Assembleia: "quorum" baseado no número de associados	Assembleia: "quorum" baseado no capital.
Não é permitida a transferência quotas-partes a terceiros, estranhos à cooperativa.	É permitida a transferência das ações a terceiros
Retorno proporcional ao valor das operações	Dividendo proporcional ao das ações

Fonte - Gawlak e Rarzke, 2001, p.52, adaptado pelo autor da tese.

Conforme apresentado na quadro 5, a cooperativa corresponde a uma sociedade autônoma de pessoas que se agrupam voluntariamente para procurar satisfazer suas necessidades sociais, econômicas e culturais mediante ações coletivas e livremente administradas. Assim sendo, trata-se de uma organização social e solidária, que tem como visão central a solidariedade e o bem comum do grupo. Portanto, é gerida e controlada pelos próprios associados, obtendo um menor custo operacional, buscando desburocratizar seus negócios. Nota-se, também, que os usuários dos serviços das cooperativas são os quotistas das mesmas, atuando como proprietários, administradores e beneficiários dos serviços da cooperativa. Por se tratar de sociedade de pessoas, a transferência de quotas fica autorizada somente a pessoas pertencentes ao grupo que abrange o contexto do estatuto social.

Outro fator importante nas cooperativas é a distribuição das Sobras Líquidas que representam diferenças relevantes em se comparando com as demais empresas. Nesse caso, essa distribuição se revela como um meio de democratizar as operações dos associados com a cooperativa, pois a forma de rateio é efetuada por meio da movimentação financeira dos associados na cooperativa. Quanto a isso, Fama e Jensen (1985) disseram que por se tratar de organizações sem finalidade lucrativa, os resultados econômicos são incorporados aos associados por meio de suas transações operacionais.

3.5 Cooperativas de Crédito

A *World Council of Credit Unions* (WOCCU), que corresponde ao *Conselho Mundial de Cooperativas de Crédito* - é a associação comercial global e agência de desenvolvimento para cooperativas de crédito (Woccu, 2014). O WOCCU promove o desenvolvimento sustentável

das cooperativas de crédito e outras cooperativas financeiras ao redor do mundo para capacitar pessoas por meio do acesso à alta qualidade e a serviços financeiros acessíveis.

Ainda, advoga em nome do sistema de cooperativa de crédito global ante organizações internacionais e trabalha com os governos nacionais para melhorar a legislação e regulamentação, conforme WOCCU (2014). O WOCCU é financiado por contribuições de membros, órgãos de governos, doações de fundações e doações anuais para Fundação *Worldwide* do Conselho Mundial de Cooperativas de Crédito. O WOCCU e suas controladas estão sediadas em Madison, Wisconsin, EUA.

Seus programas de assistência técnica introduzem novas ferramentas e tecnologias para fortalecer o desempenho financeiro das cooperativas de crédito e aumentar o seu alcance. Em 2012, os programas de desenvolvimento de cooperativas de crédito do WOCCU foram implantados em cooperativas de crédito em 10 países: Afeganistão, Belize, Colômbia, Etiópia, Guatemala, Haiti, Quênia, México, Paraguai e na Tanzânia. Esses programas foram voltados para o desenvolvimento de modelos de finanças islâmicas, expandir a inclusão financeira em áreas rurais e urbanas, estendendo finanças e formação agrícola, o desenvolvimento de dinheiro móvel e os sistemas de pagamento e melhoria dos sistemas de regulação e formação.

Da análise de seu Relatório Estatístico de 2012, percebe-se que as cooperativas de crédito no mundo atuam em 101 países, com 55.952 cooperativas de crédito, 200.243.841 associados, depósitos de US\$ 1.293.256.192.194, empréstimos de US\$ 1.083.818.986.319, capital de US\$ 161.810.294.796 e ativos de US\$ 1.693.949.441.328 (WOCCU, 2014).

Ainda, conforme o mesmo relatório, no caso do Brasil, constataram-se 641 cooperativas de crédito, 4.683.985 associados, depósitos de US\$ 22.435.331.214, empréstimos de US\$ 18.839.425.937, capital de US\$ 5.568.320.283 e ativos de US\$ 32.021.277.170.

Ressalta-se, entretanto, que o Brasil se constitui como país membro do WOCCU e apenas a Confederação Interestadual das Cooperativas de Crédito ligadas ao SICREDI é sua filiada.

O surgimento da primeira cooperativa de crédito do mundo foi na Alemanha, em 1850, na cidade de Heddsdof, sendo criada com característica de banco popular. Com o passar dos tempos, começou a ser chamada de cooperativa de crédito. Surgiu como fator preponderante

para as necessidades das pessoas no ambiente rural em virtude do estado deplorável de grande parte das pessoas (FREITAG, 2008). Ao longo do tempo esse processo de necessidade de recursos conduziu as pessoas a se endividarem com empréstimos a juros altos para suprir as despesas anuais com a agricultura. Ressalta-se que seu criador, Friedrich Wilhelm Raiffeisen, começou com uma caixa de socorro para fomentar o crédito aos agricultores. Essa caixa de socorro deu origem ao Cooperativismo de Crédito Rural, naquele país (DGRV, 2009).

Conforme Braga *et al.* (2006), as cooperativas de crédito são, muitas vezes, chamadas de instituições financeiras, pois atuam, tanto nas operações ativas, quanto passivas, de forma a criar uma fonte de liberação de crédito para seus associados. Assim, desempenham papel importante na economia de vários países. Em 2004, havia mais de 136 milhões de cooperados em todo o mundo e elas estavam presentes em 91 países. Na Europa, importantes bancos internacionais começaram como cooperativas. São eles: Rabobank (Holanda), DG Bank (Alemanha), e Caja Laboral Popular (Espanha).

Na Holanda, o Rabobank atende mais de 90% das demandas rurais. Nos EUA, existem 12 mil agências de atendimentos cooperativos. Na Europa, 46% do total das instituições de créditos são cooperativas e respondem por cerca de 15% do volume financeiro. Na Alemanha, as cooperativas tem em torno de 15 milhões de cooperados e movimentavam cerca de 20% do volume financeiro (PINHEIRO, 2008).

No Brasil, as cooperativas de crédito caracterizam-se por serem sociedades de pessoas, com forma e natureza jurídica própria, estabelecida para prestar serviços aos associados. A formatação do regime jurídico foi instituída pela Lei nº 5.764, de 16/12/1971 (BRASIL, 1971), e regulamentada e constituída pela Resolução nº 3.859 de 27/05/2010, do Banco Central do Brasil (BRASIL, 2010). Essa Resolução apresenta as condições para constituição, autorização e alteração de funcionamento das cooperativas de crédito no Brasil sendo equiparadas às demais instituições financeiras em todos os seus direitos, deveres e obrigações. Portanto, exige padrões de governança corporativa a serem observados, aos quais se incluem detalhamento da estrutura de incentivos e política de remuneração dos administradores.

Conforme Bressan (2009), o cooperativismo de crédito tem relevância internacional no cenário financeiro, além de apresentar crescimento no Brasil como importante instrumento de fomento junto aos pequenos empresários e ao sistema financeiro nacional.

A política econômica brasileira dos últimos anos prioriza o crédito e a geração de trabalho e renda para a população carente, estimulando vigorosamente o empreendedorismo, a alavancagem do microcrédito cooperativo e a formalização de micro e pequenas empresas. Estimula, também, para milhões de brasileiros que vivem à beira da linha de pobreza, a renovação do desejo de uma vida melhor em um Brasil menos desigual (PINHO e PALHARES, 2004).

Weber (2004) cita que a organização sistêmica e a governança corporativa contribuíram para a reorganização do cooperativismo de crédito no Brasil. Portanto, a busca de novos modelos de administração, por meio do relacionamento humano, e idealizando a cooperativa de crédito como uma instituições financeira voltada para atender a comunidade, tem contribuído para a performance do cooperativismo.

Ainda, de acordo com o autor, essa forma de gestão, como célula autônoma, tem fortalecido o segmento de crédito além de reduzir riscos do negócio e oferecer segurança e confiabilidade aos associados.

O fortalecimento das cooperativas é, em geral, desejável, pois elas permitem a geração de novos empregos, contribuem com a mobilidade social e com o aumento da performance competitiva e eficiência econômica. Assim, são identificadas como agentes de mudança, exercendo papel relevante na inovação tecnológica; ademais, é por meio dessas organizações que milhões de pessoas têm acesso ao mercado de trabalho (PINHO E PALHARES, 2004).

Bressan (2009) expõe que, para que as cooperativas de crédito possam estimular o desenvolvimento no País, é fundamental que tenham procedimentos operacionais de proteção a seus cooperados, além de estruturas financeiras e patrimoniais robustas. Assim, terão capacidade para fomentar os serviços de créditos financeiros aos cidadãos com menores possibilidades de acesso ao sistema financeiro bancário.

As cooperativas de crédito em diversos países divergem-se pela estrutura em que estão inseridas como, por exemplo, a diferença de objetivos entre organizações empresariais absolutamente introduzidas na estrutura de países capitalistas como: *Rabobank* na Holanda,

conglomerados industriais na Itália do norte, *Mondragon* na Espanha (LOTTI, MENSING e VALENTI, 2006).

As cooperativas de crédito têm criado alternativas e estratégias para competir com as demais instituições financeiras, principalmente, os bancos. Ao contrário destes, nas cooperativas, o cliente/associado também é dono, pois, para que a pessoa física ou jurídica possa participar das cooperativas de crédito, faz-se necessário que se tenha adquirido quota do capital social da cooperativa.

A escassez de crédito traz uma enorme dificuldade para essas organizações e torna-se um dos grandes problemas da economia brasileira, afetando principalmente as pequenas e médias empresas. A dificuldade da obtenção de recursos financeiros apresenta-se com um entrave, pois é muito caro e, muitas vezes, responsável por um endividamento que pode levar à inviabilidade de manutenção do negócio ou, até mesmo, à morte prematura de empresas (PINHO e PALHARES, 2004).

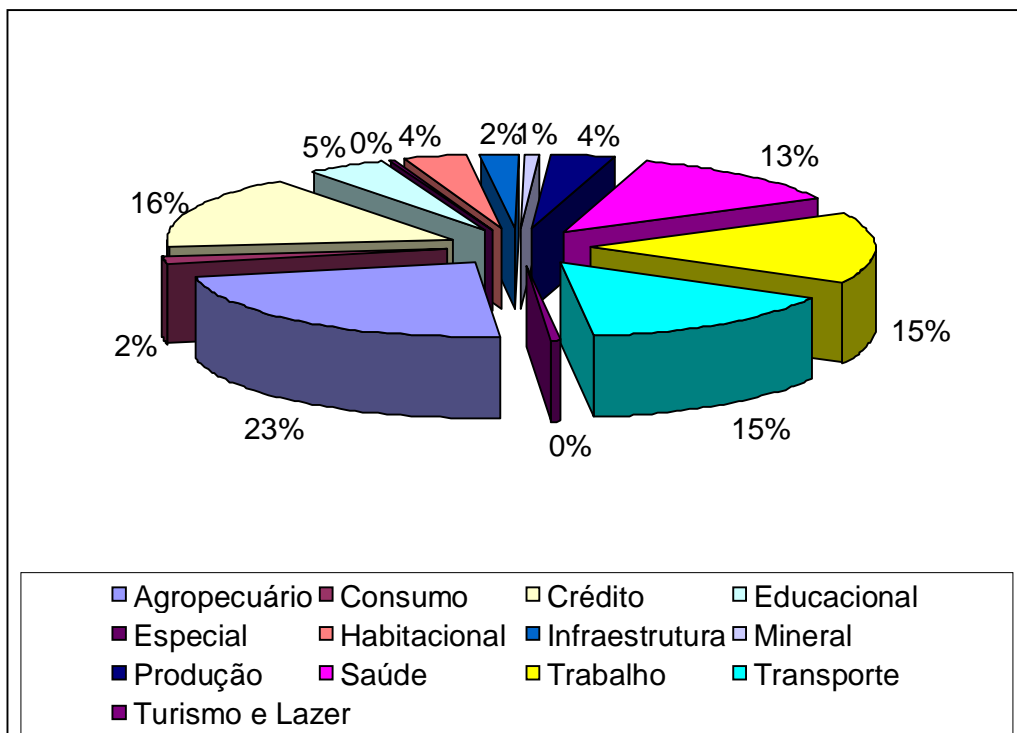
Segundo Schardong (2002), a instabilidade macroeconômica do Brasil e a falta de uma educação cultural na utilização do crédito vêm prejudicando o desenvolvimento de um mercado de capitais sustentável que suporte o financiamento para o setor produtivo nacional.

Segundo SEBRAE, (2006, p.10),

[...] o número de associados das cooperativas de crédito cresceu em média 14,4% ao ano, o número de correntistas do Sistema Financeiro tradicional evoluiu, no mesmo período 5,9%. Um indicador de que há crescente e firme tendência de consolidação do cooperativismo de crédito no Sistema Financeiro Nacional.

O gráfico 4 apresenta a relevância do cooperativismo de crédito no País.

Gráfico 4 – Cooperativas por Segmento



Fonte - SEBRAE (data base 31/12/2010), 2012.

Por meio do gráfico 4, observa-se a robustez do segmento de cooperativas de crédito comparado aos demais segmentos, considerando a quantidade de estabelecimento em 31/12/2010.

O setor de cooperativas de crédito tem crescido substancialmente nos últimos tempos, tendo, como fator preponderante, o elevado custo do crédito cobrado por parte das instituições financeiras bancárias creditícias, e, por conseguinte, tornou-se um dos principais fatores para incentivar as cooperativas de crédito nesse segmento.

A tabela 7 demonstra a evolução do cooperativismo por ramo de atividade.

Tabela 7 - Números do cooperativismo por ramo de atividade

Ramo	2008			2009			2010		
	Cooperativas	Associados	Empregados	Cooperativas	Associados	Empregados	Cooperativas	Associados	Empregados
Agropecuário	1.544	879.649	139.608	1.615	942.147	138.829	1.548	943.054	146.011
Consumo	141	2.468.293	8.984	128	2.304.830	9.702	123	2.297.218	9.892
Crédito	1.148	2.851.426	37.266	1.100	3.497.735	42.802	1.064	4.019.528	56.178
Educacional	337	62.152	2.913	304	55.838	3.716	302	57.547	3.349
Especial	12	385	13	15	469	9	12	397	14
Habitacional	381	98.599	1.258	253	108.695	1.406	242	101.071	1.676
Infraestrutura	147	627.523	5.867	154	715.800	6.045	141	778.813	5.775
Mineral	40	17.402	77	58	20.031	103	63	20.792	144
Produção	208	11.553	1.427	226	11.396	2.936	235	11.454	3.669
Saúde	919	245.820	41.464	871	225.980	55.709	852	246.265	56.776
Trabalho	1.826	335.286	6.682	1.408	260.891	4.243	1.024	217.127	3.879
Transporte	945	88.386	5.363	1.100	107.109	8.660	1.015	321.893	10.787
Turismo e Lazer	24	1.094	39	29	1.489	30	31	1.368	32
Total	7.672	7.687.568	250.961	7.261	8.252.410	274.190	6.652	9.016.527	298.182

Fonte - OCB (2011), grifo do autor da tese.

Conforme demonstrado na tabela 7, fica evidente a relevância das cooperativas de crédito no sistema cooperativismo brasileiro, em relação à quantidade de cooperativas, associados e, também, em empregados. Observa-se que o ramo crédito segue a tendência de alavancagem em relação ao aumento da performance redução de custos e crescimento de fatia de mercado.

Vale dizer que o cooperativismo de crédito vem se solidificando como mecanismo e instrumento de organização social, reunindo pessoas, estimulando o trabalho conjunto, agregando forças dispersas e convivendo pacificamente com todos os regimes políticos, crenças religiosas, mudanças técnicas e diferenças raciais.

Trabalhando dentro de seu campo de atuação e de acordo com o previsto no estatuto social, as cooperativas de crédito têm procurado atender a carência de recursos financeiros dos associados no curto prazo, tendo em vista as mutações do capital e do encaixe financeiro para fazer face à captação de recursos por meio dos depósitos dos associados. Daí a grande extensão da área de ação da cooperativa, com associados de diversas atividades econômicas, fomentando constantemente seu capital para atendimento de sua demanda de crédito com o propósito de reduzir custos das operações financeiras necessárias a sua necessidade de recursos financeiros (SESCOOP, 2003).

As atividades operacionais das cooperativas de crédito assemelham-se aos produtos e serviços oferecidos pelo sistema bancário. Assim, correspondem à operacionalização de procedimentos de forma a atender as necessidades do grupo de associados no sentido de captar depósitos à vista e a prazo; recebimento de recursos financeiros em espécie, documentos de créditos e

cheques; liberação de operações de créditos em diversas modalidades como: empréstimos, cheque especial, conta garantida, títulos descontados e financiamentos. Ainda mais, promover a movimentação financeira dos recursos da cooperativa para outra instituição financeira bancária; aplicação de recursos financeiros no mercado financeiro; prestação de serviços de cobrança, custódia, recebíveis e recebimento de títulos de créditos; recebimento e pagamento por conta de terceiros como conta de água, luz, INSS e DARF.

Além do disposto, outras transações financeiras específicas e atribuições estabelecidas na legislação em vigor procuram satisfazer a carência de crédito de seus associados, com custos operacionais mais baixos e ampliando sua competitividade (BACEN, 2011). Assim, Leggette e Stewart (1999) mostram que, por meio dessa intermediação financeira, as cooperativas de crédito têm condições de manter seu equilíbrio financeiro e operacional melhorando seu gerenciamento sobre o resultado.

Portanto, de acordo com Bressan *et al.* (2011), tem crescido em muito a procura por serviços prestados pelas cooperativas de crédito no Brasil. O fato mais expressivo é a oferta de recursos financeiros com taxas de operações de créditos mais baixas, taxas de captação de recursos mais altas e custos dos serviços reduzidos quando essas atividades operacionais são comparadas às demais modalidades realizadas pelo sistema financeiro nacional no segmento de atividades creditícias.

Nesse contexto, torna-se premente uma avaliação entre governança corporativa, aliada à criação de valor e ao desempenho aplicada às cooperativas de crédito, pois, em detrimento de uma margem de *spread* menor, (o que tem acontecido atualmente), transparência, eficácia, eficiência e resultado constituem um planejamento estratégico para o sucesso.

4 METODOLOGIA

Este capítulo descreve a metodologia adotada para a criação do índice de governança corporativa aplicado às cooperativas de crédito, bem como para responder, por meio das evidências empíricas, como as boas práticas de governança corporativa levam à criação de valor e desempenho.

Portanto, o foco deste trabalho foi o de apresentar um modelo de como a governança corporativa influencia a criação de valor e o desempenho das cooperativas de crédito e, ademais, apresentar um índice de governança corporativa, com o propósito de constituir um modelo que relaciona a governança corporativa à criação de valor/desempenho em cooperativas de crédito. Para tal, aplicou-se técnica estatística modelo de regressão com dados em painel para validar e verificar a relação entre o índice de governança corporativa com a criação de valor/desempenho em cada uma das variáveis latentes.

Assim, num ambiente econômico competitivo, as cooperativas têm como fator essencial para sua sustentabilidade a sua capacidade de desenvolver e alavancar modelos internos de governança para administrar a empresa de acordo com o interesse de seus associados e atingir seus objetivos propostos, focado pela união das pessoas e o propósito comum, assegurando sua participação e representatividade no Sistema Financeiro Nacional.

De acordo com Michel (2005, p. 32),

[...] os principais propósitos da pesquisa são explorar o mundo físico, ou seja, estudar a complexão das coisas para melhor entendê-las nos seus princípios e funcionamento; descrever o mundo físico, ou seja, estudar, analisar, registrar, interpretar e descrever os fatos do mundo físico, sem a interferência do pesquisador; e finalmente, explicar o mundo físico, registrar fatos, analisá-los, interpretá-los e identificar suas causas.

Assim sendo, para que houvesse a pesquisa, foi imprescindível que se tivessem a exploração, o estudo, a descrição e, finalmente, as explicações.

As unidades de análises foram compostas pelas cooperativas de crédito singulares do estado de Minas Gerais. O motivo que instigou a pesquisa foi o crescimento das cooperativas de crédito nos últimos anos e as exigências por parte do BACEN. Portanto, constitui-se de dados

necessários para análise do relacionamento entre criação de valor e desempenho e governança corporativa.

Nessas condições, a pesquisa foi realizada observando-se os seguintes procedimentos metodológicos: caracterização da pesquisa, descrição do objeto da pesquisa, técnicas de coleta de dados, tratamento estatístico, procedimento metodológico para execução da pesquisa, variáveis da pesquisa, análise das variáveis, análise descritivas das variáveis utilizadas nos modelos e análise das variáveis no modelo para regressão com dados em painel.

4.1 Delineamento da Pesquisa

Por meio de um estudo documental, no qual foram levantadas informações sobre as cooperativas de crédito recorrendo à bibliografia para obter resposta, aprofundar o conhecimento e procurar explicar o problema proposto nesta pesquisa a partir das informações levantadas e embasados a partir dos procedimentos metodológicos empregados.

Com base em pesquisa qualitativa a qual foi utilizada para avaliar as variáveis qualitativas e um questionário autoadministrado e estruturado de forma a analisar as atitudes da diretoria executiva em seu cotidiano. Trata-se de obtenção de dados ligados às situações dos informantes pela aplicação dos seus atos de gestão que refletirão em suas atitudes profissionais. Nesse sentido, o procedimento para coleta de dados primários foi realizado a partir dos indivíduos. Assim, foi aplicado questionário (**APÊNDICE A**) com base na argumentação lógica das ideias de forma a obter dados ligados à utilização da governança corporativa aplicáveis às cooperativas de crédito. O questionário foi aplicado aos membros da diretoria executiva (diretor presidente, diretor administrativo e diretor financeiro).

Pesquisa de dados quantitativos, na qual foi descrita a situação objeto da pesquisa, explicada por meio das técnicas de análises estatísticas e econométricas, tais como: análise fatorial, análise de componentes principais e dados em painel, buscando respostas efetivas via resultados obtidos e comprovados pelos métodos estatísticos e econométricos utilizados. Efetuou-se a interpretação dos dados já ocorridos *ex-post facto* e foi efetuada uma análise para que possa quantificá-lo e, conseqüentemente, obter respostas à pergunta desta pesquisa.

A pesquisa descritiva foi utilizada por meio de questionário com o objetivo de analisar os fatos extraídos do cotidiano das cooperativas de crédito verificando quais são as influências que o ambiente cooperativo exerce sobre os gestores/dirigentes, procurando verificar a relação de confiança, estabilidade profissional e outros registros com o objetivo de colher informações para o perfeito entendimento e análise do problema objeto da pesquisa. Assim, para obter essa relação, utilizou-se a pesquisa *survey* para captar a aplicação da governança corporativa com a criação de valor e o desempenho, objetivando a criação de um índice de governança corporativa.

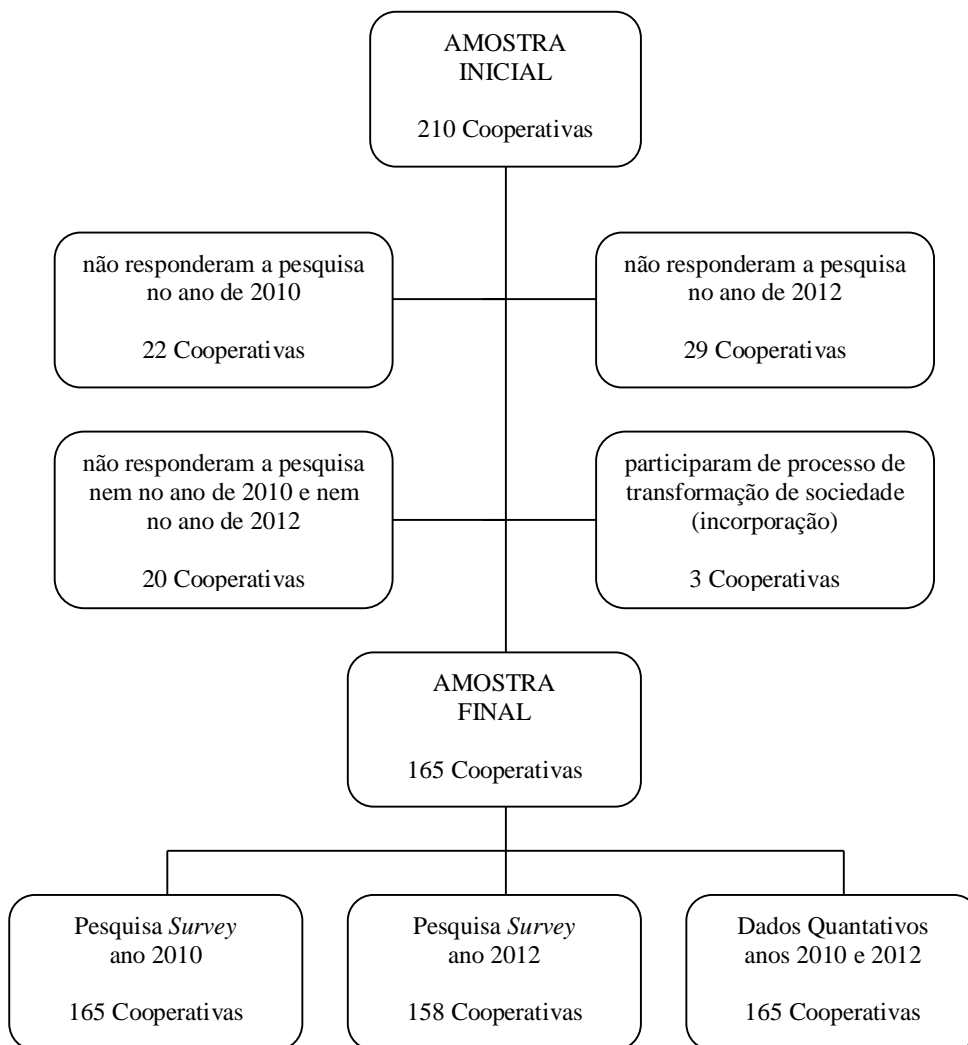
No Brasil, a criação de índices de governança corporativa teve impacto a partir dos trabalhos de Silveira (2002) e Leal e Carvalhal-da-Silva (2004). A partir de então, vem sendo bastante pesquisado e com grandes publicações de efeito.

4.2 População e Amostra da Pesquisa

A população foi composta com base nos dados das cooperativas de crédito registradas junto à Organização das Cooperativas do Estado de Minas Gerais (OCEMG), constituída das cooperativas de crédito singulares distribuídas em quatro segmentos, sendo: empresas, comerciantes, profissional liberal e livre admissão.

De acordo com a figura 9, a amostra inicial continha informações de 210 (duzentos e dez) cooperativas de crédito, sendo que 22 (vinte de dois) não responderam a pesquisa no ano de 2010; 29 (vinte e nove) não responderam a pesquisa no ano de 2012; 20 (vinte) não responderam nem no ano de 2010 e nem no ano de 2012 e 3 (três) participaram de processo de transformação de sociedades na modalidade de incorporação.

Figura 9 – Organograma da Amostra Pesquisada



Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Portanto, a amostra final foi composta com 165 (cento e sessenta e cinco) cooperativas de crédito que responderam a pesquisa no ano de 2010; 158 (cento e cinquenta e oito) cooperativas de crédito que responderam a pesquisa no ano de 2012; e 165 (cento e sessenta e cinco) cooperativas de crédito dos quais foram coletados os dados quantitativos, conforme figura 9 – Organograma da Amostra Pesquisada. Nesse contexto, foi obtido um total de 28.101 (vinte e oito mil, cento e uma) observações.

Para a formação da amostra desta pesquisa, utilizou-se questionário para análise das variáveis independentes (governança corporativa), momento ao qual foram aplicados, no ano de 2010, e, posteriormente, no ano de 2012. Já, na amostra quantitativa, as variáveis dependentes

(criação de valor e desempenho), foram coletadas junto ao Banco Central do Brasil, por meio dos balancetes patrimoniais mensais, os quais foram convertidos em balanços patrimoniais, demonstração do resultado do exercício e demonstrações de fluxo de caixa para a extração das variáveis originais que deram as variáveis latentes objeto desta pesquisa.

4.3 Técnicas de Coleta dos Dados

A coleta de dados ocorreu por meio de Dados Primários, coletados por meio do questionário entregue aos membros da diretoria executiva das cooperativas de crédito nas reuniões regionais promovidas pela central das cooperativas. Os dados secundários, com base na análise documental (Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício), por meio do Banco Central do Brasil, no período de 2010 a 2012, uma vez que a legislação pertinente à governança corporativa se iniciou a partir de 2010¹⁹. Quanto à forma, foi utilizado um questionário composto por uma série organizada de perguntas, com questões objetivas, conforme caracterização dos assuntos propostos.

4.4 Tratamento Estatístico

Foram utilizadas técnicas estatísticas como análise fatorial, análise de componentes principais e dados em painel, por meio das quais se extraíram conclusões seguras e válidas para a comprovação dos fatos. Para tal, foram utilizados os softwares SPSS, STATA e “R” para compilação, análise e obtenção dos dados.

Assim, teve-se como procedimento metodológico para a execução desta pesquisa, inicialmente a criação de índices a partir da análise fatorial para a criação de variáveis latentes dependentes relacionadas à criação de valor e desempenho, em seguida, a criação de índices para a governança corporativa a partir de análise de componentes principais. Finalmente, buscou-se verificar, por meio de modelos de regressão com dados em painel, a influência das variáveis e os índices relacionados à governança corporativa com os índices de criação de valor e desempenho.

Para verificar o impacto do índice de governança corporativa (criado inicialmente por meio de análise de componentes principais), sobre as dimensões da criação de valor e desempenho

¹⁹ Resolução nº 3.859 de 27/05/2010 (BRASIL, 2010).

(criadas por meio da análise fatorial), foram utilizadas regressões apropriadas para dados em painel, sendo empregados os modelos aleatórios e fixos, de acordo com a aceitabilidade dos seus respectivos testes.

4.4.1 Pesquisa Survey – Questionário Autoadministrado e Estruturado

O desenvolvimento de perguntas de pesquisa é uma das questões iniciais em que as tarefas são mais árduas. Foi constituído questionário-estruturado, baseando a compreensão das perguntas juntamente com a capacidade técnica de potenciais respondentes. Ressalta-se, também, que, na elaboração do questionário, foi observado se os pesquisados responderam a pergunta e se tinham condições para respondê-las com exatidão.

Assim, foi possível averiguar se as respostas obtidas realmente atenderam as informações necessárias para o processo de tomada de decisões de forma a conseguir a compreensão do problema de pesquisa ou para testar uma teoria. Nesse sentido, quanto mais específicas fossem as perguntas, mais fácil seria sua avaliação e maior a acertabilidade e o atingimento do objetivo. Para tal, as questões foram apresentadas em formato fechado, autoadministrado e estruturado.

Os mecanismos para a coleta dos dados foram realizados por meio de questionário auto-administrado, aplicado ao pesquisado, sem interferência. Entretanto, supôs-se que os gestores tivessem conhecimento e motivação para respondê-lo sozinhos.

4.4.2 Análise Fatorial

Ressalta-se que esta técnica estatística análise fatorial foi utilizada nas variáveis dependentes de criação de valor e de desempenho.

A análise fatorial é uma técnica estatística multivariada amplamente utilizada em administração. O uso dessa técnica tem como objetivo criar conjuntos de variáveis com o objetivo de facilitar o entendimento em relação a uma situação empírica. Tabachinick e Fidell (2007) relatam que é um processo alternativo de mensuração e identificação de variáveis que caminham juntas, ou seja, variáveis que apresentam a mesma estrutura subjacente.

Dancey e Reidy (2006) entendem que a forma prática de realizar uma análise de fatores é construir uma amostra na qual se tenha um conjunto de valores resultados de um certo número de variáveis observadas.

Para Zeller e Carmines (1980), a análise fatorial refere-se a uma variedade de técnicas relacionadas e desenhadas para tornar as variáveis observadas mais facilmente interpretáveis. Assim, por meio da análise fatorial, pode-se criar um processo de agregar mais informações. Contudo, tende a exigir do pesquisador um maior grau de conhecimento e sofisticação técnica.

Segundo Mingoti (2007), quando se tem uma quantidade de variáveis, correlacionadas entre si, é possível, a partir da análise fatorial, a identificação de um número menor de novas variáveis não correlacionadas e de sumarizar essas informações, também chamadas de variáveis latentes ou simplesmente fatores.

Quando existe uma ligação sistemática e coerente entre as variáveis ocorre uma relação entre elas. Em estatística, usa-se essa relação para determinar se existe uma associação estatística entre as variáveis. Cabe ressaltar que uma associação estatística não necessariamente corresponde a uma relação causa efeito entre as variáveis. Nesse sentido, Anderson, Sweeney e Williams (2002) explicam que pode apenas indicar como ou até que ponto as variáveis estão associadas umas com as outras.

Assim sendo, a análise fatorial corresponde a uma técnica estatística de associação, em que há a possibilidade de se poder agrupar em menor corpo o conjunto de variáveis. Portanto, em relação às variáveis, fornece como fonte de dados a direção e a força de associação das variáveis. Em síntese, transforma um conjunto de variáveis originais em variáveis latentes ou fatores.

Assim, o objetivo da análise fatorial é apresentar um grande número de variáveis em função de um número mínimo de fatores. Desse modo, as variáveis originais de criação de valor e desempenho foram transformadas por meio da análise fatorial em variáveis latentes de criação de valor e desempenho.

Inicialmente, buscou-se identificar as condições a serem satisfeitas para o cálculo da análise fatorial, que foram verificadas por meio dos pressupostos.

Conforme Hair *et al.* (2009) e Fávero *et al.* (2009), as condições para a aplicação dessa técnica estatística econométrica estão relacionadas a seguir:

- 1º pressuposto - tamanho da amostra - a amostra deve ter, no mínimo, 50 casos, conforme Fávero *et al.* (2009), e a razão entre o número de observações e quantidade de variáveis deve ser igual ou superior a cinco. Com esta pesquisa têm-se 165 casos e a razão de 12,69 (165/13) observações/variáveis, para as variáveis dependentes de criação de valor e a razão de 18,33 (165/9) observações/variáveis, para as variáveis dependentes de desempenho. Portanto, o pressuposto foi atendido.
- 2º pressuposto – correlação – a maior parte dos coeficientes de correlação deve apresentar valores acima de 0,30, conforme Fávero *et al.* (2009). Portanto, de acordo com a tabela 8 – Matriz de correlação de *pearson* entre a variáveis de criação de valor e a tabela 9 - Matriz de correlação de *pearson* entre a variáveis de desempenho, também foi atendido esse pressuposto.

A tabela 8 apresenta a correlação de *pearson* para as variáveis de criação de valor.

Tabela 8– Matriz de correlação de *pearson* entre as variáveis de criação de valor

Correlações	Alav-Op	AVA	Inv.Tot.	Alav Fin.	EBITDA. AT.	Tx.Cresc. Rec.	FCL	EVA	Inv.A Fixo	Marg.L Op.	CDG	Cust Med K	Rent KP
Alav-Op.	1												
AVA	-0,062	1											
Inv.Tot.	-0,025	-0,035	1										
Alav-Financ.	0,001	0,015	0,012	1									
EBITDA.AT.	-0,076	0,558	-0,151	0,038	1								
Tx.Cresc.Rec.	-0,065	0,086	-0,053	-0,042	-0,02	1							
FCL	-0,023	-0,146	-0,179	-0,139	0,397	-0,13	1						
EVA	-0,009	-0,058	0,954	0,005	-0,112	-0,045	-0,091	1					
Inv.A.Fixo.	-0,016	-0,040	0,993	0,013	-0,164	-0,043	-0,196	0,949	1				
Marg.L.Op.	-0,081	0,522	-0,126	-0,092	0,89	0,013	0,537	-0,095	-0,14	1			
CDG	0,006	0,009	0,669	0,024	-0,067	-0,039	-0,054	0,565	0,682	0,007	1		
Cust.Med.K	-0,061	0,004	0,123	0,004	-0,17	0,008	-0,370	-0,018	0,097	-0,157	0,114	1	
Rent.KP	-0,052	0,876	-0,025	0,004	0,475	0,100	-0,153	-0,055	-0,031	0,454	0,028	0,061	1

Fonte - Elaborado pelo autor da tese.

Por meio da tabela 8, observa-se que existe correlação significativa entre as variáveis que compõem a análise fatorial.

A tabela 9 apresenta a correlação de *pearson* para as variáveis de desempenho.

Tabela 9– Matriz de correlação de *pearson* entre as variáveis de desempenho

Correlações	CT.PL	ROE	ROI	ROA	ML	MB	At.Operac. CDG	At.Inve st. CDG	At. Financ. CDG
CT.PL	1								
ROE	0,031	1							
ROI	-0,406	0,706	1						
ROA	-0,423	0,594	0,774	1					
ML	-0,254	0,743	0,704	0,818	1				
MB	-0,318	-0,100	0,121	0,303	0,083	1			
At.Operac.CDG	-0,139	-0,034	0,168	-0,173	-0,133	-0,194	1		
At.Invest.CDG	-0,050	0,082	0,126	0,092	0,057	0,181	-0,529	1	
At.Financ.CDG	-0,039	-0,083	0,032	-0,034	-0,057	0,059	0,041	0,568	1

Fonte - Elaborado pelo autor da tese.

Por meio da tabela 9, observa-se que existe correlação significativa entre as variáveis que compõem a análise fatorial.

Portanto, esse pressuposto também foi atendido por meio da análise da correlação de *Pearson*, tanto para as variáveis de criação de valor, quanto para as variáveis de desempenho.

- 3º pressuposto – teste de *Kaiser-Meyer-Olkin (KMO)* – Hair *et al.* (2009) apontam para a necessidade de um padrão mínimo de 0,50 de adequabilidade, sendo, quanto maior, melhor.

A tabela 10 apresenta a avaliação do teste *KMO* para as variáveis de criação de valor.

Tabela 10– Teste de *kaiser-Meyer-Olkin (KMO)* entre as variáveis de criação de valor

<i>KMO and Bartlett's Test</i>	
<i>Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.</i>	,672
<i>Bartlett's Test of Sphericity</i> <i>Approx. Chi-Square</i>	3997,126
<i>df</i>	78
<i>Sig.</i>	,000

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Com base nos dados da pesquisa, as variáveis de criação de valor apresentaram média de adequação da amostra de 0,672, conforme apresentado na tabela 10. Portanto, como o desejável é ser superior a 0,50 para validação do teste, esse pressuposto foi atendido.

A tabela 11 apresenta a avaliação do teste *KMO* para as variáveis de desempenho.

Tabela 11– Teste de *kaiser-Meyer-Olkin (KMO)* entre as variáveis de desempenho

<i>KMO and Bartlett's Test</i>	
<i>Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.</i>	,520
<i>Bartlett's Test of Sphericity</i> <i>Approx. Chi-Square</i>	1828,763
<i>df</i>	36
<i>Sig.</i>	,000

Fonte - Elaborado pelo autor da tese.

Com base nos dados da pesquisa, as variáveis de desempenho apresentaram média de adequação da amostra de 0,520, conforme apresentado na tabela 11. Novamente, como o desejável é um resultado maior que 0,50 para validação do teste, esse pressuposto também foi atendido.

- 4º pressuposto - teste de esfericidade de Bartlett (BTS) - apresenta o nível de adequação da análise fatorial para o conjunto de dados, ou seja, um teste estatístico que meça a significância geral de todas as correlações em uma matriz de correlação. Nível de significância abaixo $p < 0,05$ é o ideal, conforme Hair *et al.* (2009).

Portanto, no que se refere às variáveis de criação de valor, apresentadas na tabela 10, esse pressuposto foi atendido, uma vez que o nível de significância se situou em $p < 0,000$.

Já, em relação às variáveis de desempenho, apresentados na tabela 11, esse pressuposto foi atendido com nível de significância $p < 0,000$.

4.4.3 Análise de Componente Principal

Ressalta-se que essa técnica estatística análise de componente principal foi utilizada nas variáveis independentes de governança corporativa.

Análise de componente principal, também chamada de ACP, é uma técnica da estatística multivariada que tem como função adequar um conjunto de variáveis em outro conjunto de variáveis de mesma dimensão, que recebem o nome de componentes principais. As características dessas novas variáveis são as seguintes: compostas por uma combinação linear de todas as variáveis; as variáveis estimadas são independentes entre si e com o foco de interligar o máximo de informação da variação contida nos dados; é relacionada à ideia de redução de um grande volume de dados, porém, com a menor perda possível da informação. Tem como meta a redistribuição da variação observada nos eixos originais para obter um conjunto de eixos ortogonais não correlacionados. Portanto, agrupa um conjunto de informação de acordo com as características de sua variância.

Segundo Valadares, *et al.* (2008), em análise de componentes principais, cada componente é uma combinação linear das variáveis utilizadas.

Já, conforme Mingoti (2007), o método tem como foco explicar a estrutura da variância e da covariância de vetores estocásticos, compostos de p -variáveis aleatórias por meio de construção de combinações lineares tendo como base as variáveis.

Portanto, formam-se os componentes principais, cujas novas variáveis formadas (componentes) não são correlacionadas entre si, atingindo, assim, seu objetivo que é de redução dos dados das variáveis e a construção de novas variáveis a serem avaliadas por meio de combinações lineares.

4.4.4 Diferenças e Semelhanças entre Análise Fatorial e Análise de Componente Principal

Fato importante a relatar, conforme Dancey e Reidy (2006), são as semelhanças e as diferenças entre Análise Fatorial (AF) e Análise de Componentes Principais (ACP). Em relação às semelhanças, tem-se que, tanto a AF, quanto a ACP reduzem um grande número de variáveis em número de variáveis menores, que são chamados de fatores ou componentes. Ademais, ambos os métodos são bem aceitos quando se vai executar a regressão múltipla, o que é o caso. Quanto às diferenças, essas encontram-se principalmente no tratamento da variância. Na AF, somente a variância compartilhada é analisada (a variância exclusiva não é analisada), partindo do pressuposto de que alguma variância de erro é admitida. Já na ACP,

toda a variância (tanto a compartilhada, quanto a exclusiva) dos dados é analisada, partindo do pressuposto de que não existe erro; outro fato é que a AF tem sido mais utilizada no sentido confirmatório e a ACP como meio de explorar os dados.

4.4.5 Modelos de Regressão com Dados em Painel

Tem-se visto cada vez mais pesquisadores realizarem suas pesquisas utilizando a técnica econométrica de dados em painel (*cross-section*) e série temporais (é uma combinação) ao longo do tempo. Portanto, quando são coletados vários dados de empresas, os pesquisadores aplicam modelos longitudinais para analisar os fenômenos a serem estudados.

De acordo com Fávero (2013), essa técnica proporciona maior quantidade de informação, menor colinearidade entre as variáveis, maior variabilidade dos dados, maior grau de liberdade e, assim, maior eficiência de estimação das variáveis.

Nessa direção, existem vários estudos tendo como base a técnica econométrica de dados em painel. Assim, citam-se os principais como: Anderson e Hsiao (1982), Bhargava, Franzini e Narendranathan (1982), Bhargava e Sargan (1983), Baltagi e Griffin (1984), Holtz-Eakin, Newey e Rosen (1988), Breusch, Mizon e Schmidt (1989), Maddala (1993), Islam (1995), Ahn e Schmidt (1997), Krishnakumar e Ronchetti (2000), Hsiao (2003), Arellano (2003), Frees (2004), Silveira (2004), Correia (2008), Baltagi (2008), Mátyás e Sevestre (2008), Bressan (2009), Pimentel (2009), Wooldridge (2010), Aguiar *et al.* (2011), Jones, Kalmi e Mäkinen (2010), Catapan (2012), Gabriel (2011), Peixoto (2012), Bressan *et al.* (2012).

Ademais, a análise de dados em painel é efetiva quando se tem a mesma unidade *cross section*, por exemplo, indivíduo ou empresa, medido ao longo do tempo. Fávero *et al.* (2014) explicam que essa técnica econométrica propõe que o pesquisador avalie a relação entre alguma variável dependente e várias outras preditoras de modo a analisar as inferências entre os indivíduos ao longo do tempo.

Dessa forma, os modelos com dados em painel têm seu foco na heterogeneidade das unidades *cross section*, envolvendo, segundo Wooldridge (2008) e Heij, *et al.* (2004), as seguintes hipóteses básicas:

- o número das unidades (n) deve ser maior que o número de observações no tempo (t) por unidade;
- os efeitos específicos das unidades devem ser correlacionados com as variáveis explicativas, mas não devem ser correlacionados com o termo de erro (eit);
- o termo de erro (eit) deve ser independente e identicamente distribuído, com média zero e variância constante;
- as variáveis explicativas devem ser estritamente exógenas.

Uma vez que a amostra foi constituída anualmente, parte das cooperativas não responderam a pesquisa em todos os períodos ou não foram disponibilizados os dados dos balanços anuais ou passaram por processo de transformação de sociedades, no caso, incorporação. Dessa forma, não foi possível a utilização de painel balanceado²⁰, uma vez que não há todos os dados para todos os períodos. Portanto, formou-se um painel não-balanceado²¹ das cooperativas de crédito para a efetiva análise dos dados. Nesse caso, de acordo com Baum (2006), é preferível a utilização de painéis não-balanceados, devido à ausência de dados que pudessem prejudicar a pesquisa.

Conforme Greene (2003), existem três tipos de modelos para análise de dados em painel: modelo agrupado (*pooled*), modelo de efeitos fixos e modelo de efeitos aleatórios. Caso as suposições de heterogeneidade e independência dos erros (eit) forem violadas, existem métodos que permitem tratar esses inconvenientes.

4.4.5.1 Modelo de efeito agrupado (*pooled*)

No modelo de efeito agrupado, pressupõe-se que a influência das variáveis explicativas X_{it} sobre a variável dependente Y_{it} é idêntica para todas as unidades *cross section*, não se admitindo que cada unidade *cross section* tenha seu próprio intercepto. Logo, o efeito entre as unidades *cross section* é agrupado em um único intercepto.

Dessa forma, pode-se representar o modelo de efeito agrupado da seguinte forma:

²⁰ Quando existe um conjunto de dados de painel no qual todos os anos de dados da pesquisa estão disponíveis para todas as cooperativas de crédito de corte transversal.

$$y_{i,t} = \beta_0 + \sum_{p=1}^P \beta_p X_{itp} + \varepsilon_{i,t}$$

Sendo que $i=1,2,\dots,n$, (unidades *cross section*), $t=1,2,\dots,T$ (tempos) e $p=1,2,\dots,P$ (variáveis independentes). Como é muito comum existir uma grande heterogeneidade entre as unidades *cross section*, esse modelo é pouco utilizado em dados em painel.

4.4.5.2 Modelos de efeito fixo

No modelo de efeito fixo, pressupõe-se que a influência das variáveis explicativas X_{it} sobre a variável dependente Y_{it} é idêntica para todas as unidades *cross section*, porém se admite que cada unidade *cross section* tenha seu próprio intercepto representado por um conjunto de variáveis binárias, incorporando, assim, a heterogeneidade existente entre as unidades.

Dessa forma, pode-se representar o modelo de efeito fixo da seguinte forma:

$$y_{i,t} = \beta_{0i} + \sum_{p=1}^P \beta_p X_{itp} + \varepsilon_{i,t}$$

Sendo que $i=1,2,\dots,n$, (unidades *cross section*), $t=1,2,\dots,T$ (tempos) e $p=1,2,\dots,P$ (variáveis independentes). De acordo com Kennedy (2009), as principais desvantagens desse modelo são: 1) o fato de se consumir muitos graus de liberdade com a estimação dos interceptos por unidade *cross section*; 2) não permitir a estimação dos coeficientes angulares para as variáveis explicativas que não apresentam variabilidade com o tempo.

4.4.5.3 Modelos de efeito aleatório

No modelo de efeito aleatório, também se pressupõe que a influência das variáveis explicativas X_{it} sobre a variável dependente Y_{it} é idêntica para todas as unidades *cross section*, porém com acomodação da heterogeneidade entre as unidades *cross section*, utilizando uma variável aleatória e a parte específica se distribui aleatoriamente da seguinte forma:

²¹ Quando não existe um conjunto completo para análise dos dados de painel no qual existe ausência de dados

$$y_{i,t} = \alpha_{0i} + \sum_{p=1}^P \beta_p X_{itp} + \varepsilon_{i,t}$$

Sendo $\alpha_{0i} = \gamma + \gamma_i$, com $\gamma_i \sim N(0, \sigma_\gamma^2)$, com $i=1,2,\dots,n$, (unidades cross section), $t=1,2,\dots,T$ (tempos) e $p=1,2,\dots,P$ (variáveis independentes).

Segundo Kennedy (2009), esse modelo economiza graus de liberdade e produz um estimador mais eficiente dos coeficientes de inclinação do que o modelo de efeitos fixos. Isso ocorre porque ele permite a estimação dos coeficientes das variáveis explicativas que não variam com o tempo. Por outro lado, esse método não é adequado quando ocorre correlação entre o componente de efeito específico do termo de erro e as variáveis explicativas.

4.4.5.4 Testes de suposição e diagnóstico

Para modelar dados em painel, o primeiro passo seria verificar se os interceptos que captam a heterogeneidade *cross section* são iguais, pois, sendo, pode-se utilizar o modelo de efeitos agrupados (*Pooled*) e Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

O teste utilizado para testar a hipótese nula (H_0) de que os interceptos são iguais é o teste LM (*Lagrange Multiplier*) que se baseia no método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) dos resíduos da regressão. Se a hipótese nula (H_0) for rejeitada, indicando que há variação nos interceptos das unidades, o próximo passo será definir qual estimador é mais adequado de efeitos fixos ou aleatórios.

O teste de Hausman (HAUSMAN, 1978) é utilizado para verificar qual estimador é mais adequado para efeitos fixos ou aleatórios, testando a hipótese nula (H_0) de que não existe correlação entre as variáveis explicativas e os efeitos individuais dos interceptos. A estatística de teste é dada por:

$$H = [(\hat{\beta})_{FE} - \hat{\beta}_{RE}]^t V^{-1} (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE}) [(\hat{\beta})_{FE} - \hat{\beta}_{RE}] \sim \chi^2(k)$$

Sendo: $\hat{\beta}_{FE}$ estimador consistente sob as hipóteses nula e alternativa; $\hat{\beta}_{RE}$ o estimador eficiente sob a hipótese nula, mas inconsistente se hipótese nula (H_0) for rejeitada; e V , a variância dos coeficientes de inclinação estimados. Dessa forma, se os efeitos do intercepto não forem correlacionados com as variáveis explicativas, escolhe-se o estimador de efeitos aleatórios, que é eficiente e consistente. Caso contrário, havendo tal correlação, opta-se pelo estimador de efeitos fixos.

Conforme Breusch (1978), é comum em modelos de dados em painel encontrar o problema de heterocedasticidade e de autocorrelação do termo de erro.

Quando isso ocorreu, foi utilizado, nesta pesquisa, o estimador HAC (*Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent*) que, de acordo com Andrews (1991), mensura a matriz de covariância dos coeficientes estimados, possibilitando realizar inferências válidas sobre os modelos ajustados.

Para testar a homocedasticidade foi utilizado o teste de Breusch-Pagan (BREUSCH e PAGAN, 1979) e, no teste da independência dos erros, foi utilizado o teste de autocorrelação de Wooldridge (WOOLDRIDGE, 2008). Para o primeiro, foi utilizado a função *bptest()* e, para o segundo, a função *pbgttest()* do pacote *plm*, no Software “R” (CROISSANT e MILLO, 2008).

4.4.5.5 Endogeneidade

Os modelos para dados em painel admitem que não há correlação entre as variáveis explicativas e o termo de erro. Isso é, exige-se que as variáveis sejam exógenas. Quando esse pressuposto não é atendido, surge a endogeneidade, gerando estimativas inconsistentes e viesadas para os estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Esta técnica econométrica tem como foco identificar estatisticamente qual o melhor conjunto adequado de variáveis independentes que explicam a variável dependente (WOOLDRIDGE, 2008). Tem-se para alcançar essa meta a minimização da soma dos quadrados das diferenças obtida entre os dados e a curva ajustada, ou seja, minimizar os resíduos e, conseqüentemente, maximizar o coeficiente de determinação (R^2). Hair *et al.* (2009) citam que esse tipo de análise tem como propósito prever as mudanças na variável dependente como resposta a mudanças nas variáveis independentes, e o objetivo é alcançado por meio de regra estatística dos mínimos quadrados.

Para essa apuração será utilizada a equação da Regressão Linear Múltipla – MQO, conforme Gujarati (2006), a saber:

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \beta_4 X_{4i} + \dots + \beta_k X_{ki} + u_i$$

em que,

Y_i = variável dependente, explicada, de resposta;

β_1 = é o intercepto de y , corresponde a constante, ou seja, o lugar onde a linha intercepta o eixo y ;

β_{ki} = são os coeficientes angulares das variáveis independentes, corresponde aos parâmetros de inclinação da relação entre y e x , ou seja, mede o efeito de x sobre y ;

x = variáveis independentes, explicativas, de controles;

u = corresponde ao termo de erro, perturbação da relação.

Para Wooldridge (2008), existem três fatores de ocorrência de endogeneidade, a saber:

- variáveis omitidas – ocorre quando a endogeneidade aparece por meio de uma variável não controlada, dificultando a análise para o pesquisador. Portanto, trata-se de uma variável correlacionada com outra variável independente e com o termo de erro, afetando, tanto a variável dependente, quanto a variável independente;
- erro de medida em uma das variáveis independentes ou na variável dependente - ocorre quando existem erros de mensuração com um certo grau de imprecisão das variáveis independentes e variável dependente, provocada por erros de registro e pelo distanciamento entre um fator a ser observado e a *proxy* utilizada.
- causalidade reversa – ocorre quando uma variável dependente e outra variável independente afetam uma a outra em sentido bidirecional.

Já, para testar a endogeneidade dos modelos, foi utilizado o teste de *Durbin-Wu-Hausman* produzido a partir da função *ivreg2()* no *software* “R”. Tal prática também foi utilizada por Peixoto (2012).

4.5 Procedimento Metodológico para Execução da Pesquisa

A pesquisa *survey*, obtida por meio de questionário, foi entregue aos membros da diretoria executiva das cooperativas de crédito por ocasião das reuniões regionais promovidas pela Central das Cooperativas. Nesse momento, foi explicada a importância e a relevância da pesquisa para todo o meio cooperativista de crédito. Essas reuniões ocorrem duas vezes por ano, tendo sido possível distribuir os questionários em uma primeira reunião e, após, recolhê-los verificando a qualidade dos dados objeto do questionário.

Nesse ínterim, foram coletados dados extraídos dos balancetes patrimoniais das cooperativas de crédito singulares, para elaboração e compilação, transformando-as em informações que compuseram o agrupamento dos dados dos questionários para, então, dar prosseguimento à análise.

Agrupando todos os dados, foram feitas análises sobre como o processo de governança corporativa é realizado e como se cria valor na cooperativa de crédito. Assim, foram verificados e discutidos fatores como representatividade e participação, direção estratégica, gestão executiva, fiscalização e controle dos elementos necessários para obter resposta ao problema desta pesquisa. A criação de valor foi avaliada sobre itens como, por exemplo, alavancagem, lucro econômico, custo médio de recursos e o desempenho foi avaliado pelas margens operacionais, retorno das sobras líquidas em relação ao capital social da cooperativa e estrutura de capital. Em seguida, foi analisado o retorno social que a cooperativa oferece aos seus associados e à comunidade. No tratamento dos dados foram utilizados testes paramétricos e não-paramétricos e, por meio de utilização de técnicas econométricas, foram encontradas evidências empíricas sobre a pesquisa.

Ressaltam-se pesquisas relacionando governança corporativa, criação de valor e desempenho, tais como: Coles, McWilliams e Sen (2001), Klapper e Love (2004), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Okimura, (2003), Brown e Caylor (2004), Bohren e Odegarrd (2004), Leal e Carvalhal-Da-Silva (2004), Alencar e Lopes (2005), Lameira, Júnior e Motta (2005), Lameira, Júnior e Soares (2005), Silveira, Bastos e Fama (2005), Leal e Carvalhal-Da-Silva (2005), Del-Brio e Maia-Ramires (2006), Pedreira e Santos (2006), Gollner (2006), Gotardelo (2006), Dami (2006), Salmasi (2007), Lameira (2007), Correia (2008), Velasquez (2008), Pinto (2008), Batista (2009), Rossoni (2009), Ribeiro (2009), Menezes (2009), Rolim (2009),

Cremers e Ferrell (2010), Almeida (2012), Favalli (2010), Braga (2012), Peixoto (2012) e Trindade e Bialoskorki Neto (2012).

Pesquisa recente no âmbito da governança corporativa em cooperativa de crédito foi publicada por Trindade e Bialoskorki Neto (2012). Eles pesquisaram a relação entre as principais práticas de governança corporativa em cooperativa de crédito com seu tamanho econômico e social, relacionando com a propriedade e a gestão. Utilizou técnica estatística de análise fatorial por meio de análise de componentes principais. Adotou como variáveis quantitativas: número de associados, receitas, despesas administrativas, sobras líquidas e ativo total. Como variáveis qualitativas: existência de estrutura de auditoria interna; existência de programa de educação cooperativista; existência de comitê eleitoral; treinamento para conselho fiscal; segregação de cargo entre diretor presidente e coordenador do conselho de administração; inclusão em pauta de assembleia geral das solicitações por parte dos associados; exigência de capacitação técnica para conselheiro fiscal; chapas de conselho de administração e conselho fiscal independentes; assembleia geral que ocorre por regime de representação por delegados. Concluíram três aspectos relevantes: 1) que propriedade e gestão se correlacionam negativamente com a variável de governança corporativa; 2) que propriedade e gestão se relacionam de forma positiva com outras variáveis que representam melhores práticas de governança corporativa; 3) não há correlação com o tamanho econômico e financeiro.

Em especial, adotaram-se como referência metodológica para realização desta pesquisa, os trabalhos de Lameira (2007), Correia (2008) e Peixoto (2012).

Lameira (2007) analisou a relação entre a qualidade da governança corporativa e as variáveis desempenho, valor e risco. Sua amostra foi composta de empresas brasileiras de capital aberto levantadas no período de 2002 a 2006. Teve como foco explicar os temas estrutura de propriedade e controle; nível de *disclosure* das informações; auditoria e conselho fiscal; conselho de administração e política de remuneração e relacionamento com investidores. Utilizou como variáveis dependentes: ROA; ROE; *Market-to-sales-ratio*; *Ebit-to-sales-ratio*; relação entre endividamento e capital; nível de investimentos; alavancagem financeira. Como variáveis de controle: tamanho da empresa e índice de *market-to-book*. A metodologia econométrica utilizada foi de dados em painel.

Correia (2008) pesquisou quais foram os mecanismos de governança corporativa oriundas da teoria da agência que tiveram maior importância no contexto brasileiro, bem como a criação de índice de governança corporativa baseado na composição do conselho de administração, estrutura de propriedade e de controle, modalidades de incentivo de administração, proteção aos acionistas minoritários e transparência das informações publicadas. Analisou as empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, no período de 1997 a 2006, tendo utilizado como variáveis dependentes: Q de Tobin, rentabilidade de mercado das ações, margem líquida, ROE, EBITDA/Ativo Total, ROI. Como variáveis de controle: ativo total, alavancagem financeira, crescimento das vendas, liquidez em bolsa de valores. Utilizou-se, para validar a construção do índice de governança corporativa, análise de componentes principais. A metodologia econométrica utilizada foi de dados em painel.

Peixoto (2012) estudou a relação entre governança corporativa e desempenho/valor/risco, das empresas brasileiras de capital aberto durante o período de 2000 a 2009. Pesquisou a governança corporativa em três períodos: crises locais (2000-2002), não crise (2003-2007) e crise global (2008-2009). Analisou mecanismos de governança como estrutura de propriedade e controle, conselho de administração, compensação aos gestores, transparência das informações publicadas e proteção aos acionistas minoritários. Ademais, propôs a criação de índice de qualidade de governança. Utilizou como variáveis dependentes: margem líquida, ROA, ROE, EBITDA/Ativo Total, EBITDA/Vendas, Q de Tobin, beta e custo médio ponderado de capital. Como variáveis de controle: alavancagem financeira, alavancagem operacional, crescimento das vendas, ROE e liquidez em bolsa de valores. A metodologia econométrica utilizada foram, a exemplo dos demais autores, dados em painel.

4.6 Variáveis da Pesquisa

As definições das variáveis da pesquisa se basearam na literatura nacional e internacional sobre governança corporativa, criação de valor e desempenho, as quais serviram para evidenciar a seleção das variáveis avaliadas neste trabalho.

Observa-se que algumas equações para construção das variáveis foram adaptadas de modo a melhor refletir a aplicação no segmento das instituições financeiras bancárias creditícias sem finalidade de lucros nas cooperativas de crédito.

Ressalta-se que as variáveis dependentes para análise criação de valor e desempenho foram aglutinadas por meio de análise fatorial, ao passo que as variáveis independentes para análise de governança corporativa foram aglutinadas por meio de análise de componentes principais.

4.6.1 Variáveis Dependentes

As variáveis dependentes foram segregadas em criação de valor e desempenho.

4.6.1.1 Variáveis dependentes – Criação de valor

Foram utilizadas variáveis como forma de representar características dos dados para obter um estudo descritivo para a pesquisa. Para responder os fatores dependentes de criação de valor, foram utilizadas as variáveis do quadro 6 – Variáveis dependentes – Criação de valor.

Quadro 6 – Variáveis dependentes – Criação de valor

Siglas	Variável
Inv.Tot.	Total de Investimento
EVA	Valor Econômico Agregado
Inv.A.Fixo	Investimento em Ativo Fixo
CDG	Investimento em Capital de Giro
Alav_Op.	Alavancagem Operacional (%)
Alav_Financ.	Alavancagem Financeira
Tx.Cresc.Rec.	Crescimento da Receita Anual
AVA	Agregação de Valor
EBITDA/AT	Lajirda/Ativo Total
Marg.L.Op.	Margem de Lucro Operacional
Rent.KP	Rentabilidade do Capital Próprio
FCL	Fluxo de Caixa Livre
Cust.Med.K	Custo Médio do Capital

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

- **Total em Investimento (Inv.Tot.)** - Refere-se a dados extraídos do Balanço Patrimonial, indica o volume de recursos aplicados na rubrica contábil do Balanço Patrimonial - Ativo não circulante - investimento. A importância da disponibilização desses recursos é que, quanto maior o volume aplicado, maior será o limite operacional da cooperativa de crédito.

Para análise dessa variável, foi utilizada a pesquisa de Lameira *et al.* (2010).

- **Valor Econômico Agregado (EVA)** - Refere-se ao resultado bruto da intermediação financeira multiplicado pelo índice do Acordo de Basileia, definido pelo Banco Central do Brasil. Essa variável foi adaptada para utilização em instituições financeiras bancárias creditícias. Para tanto, está representada pela seguinte fórmula:

$$\text{EVA} = \text{RBIF} \times [\text{FPR} \times (\text{PL1} + \text{PL0}) / 2]$$

Em que:

EVA – Valor Econômico Agregado

RBIF – Resultado Bruto da Intermediação Financeira

FPR - Fator de ponderação de risco (11%) - índice da Basileia, conforme Yanaka e Holland (2010)

PL1 – Patrimônio Líquido em t1

PL0 – Patrimônio Líquido em t0

Para análise dessa variável, foram utilizadas as pesquisas de Uyemura (1996), Martin e Pety (2000), Coles, McWilliams e Sen (2001) Santos (2002), Mendes (2004), Caselani e Caselani (2006), Santos, Mussa e Muller (2007), Uliana e Gimenes (2008), Aguiar *et al.* (2011) e Bruni *et al.* (2008).

- **Investimentos em Ativo Fixo (Inv.A.Fixo)** - Com base no Balanço Patrimonial e na Demonstração de Fluxo de Caixa, identificou-se do total de volume de recursos financeiros movimentados pela empresa, qual o montante empregado nas atividades de investimentos, quais sejam: investimento, imobilizado, intangível e diferido, caso houvesse.

Para análise dessa variável, foram utilizadas as pesquisas de Rappaport (2001) e Lameira (2007).

- **Investimento em Capital de Giro (CDG)** – De acordo com Rappaport (2001), corresponde ao investimento líquido em contas a receber, estoque, contas a pagar e diferidos que são necessários para dar suporte ao crescimento das vendas. Portanto, como esse investimento está relacionado às atividades operacionais da empresa, inclui-se no cálculo do fluxo de caixa das operações. Conforme Uliana e Gimenes (2008), o capital de giro é dado pela seguinte equação:

$$\text{CDG} = \text{AC} - \text{PC}$$

Sendo:

CDC – Capital de Giro
AC – Ativo Circulante
PC – Passivo Circulante

Para análise dessa variável, foram utilizadas as pesquisas de Rappaport (2001) e Aguiar *et al.* (2011).

- **Alavancagem Operacional (Alav_Op.)** - Com base no Balanço Patrimonial e na Demonstração do Resultado do Exercício, verifica-se, do total de volume de recursos financeiros utilizados pela empresa, qual o montante aplicado nas atividades operacionais, notadamente no capital circulante: aplicações, giro das mercadorias, vendas a prazo, obrigações ao curto e ao longo prazo e dívida com terceiros. Observa-se que uma boa medida de referência nesse caso se dá por meio da análise horizontal. Assim sendo, quanto maior a alavancagem operacional, maior será a criação de valor. Essa variável foi adaptada para utilização em instituições financeiras bancárias creditícias. Para tanto, está representada pela seguinte fórmula:

$$\text{Alav_Op.} = \frac{\text{RLO} - \text{CSP}}{(\text{RLO} - \text{CSP} - \text{DV} - \text{DA})}$$

Em que:

RLO – Resultado Líquido Operacional
CSP – Custo dos Serviços Prestados
DV – Despesas de Vendas de Serviços
DA – Despesas Administrativas

Para análise dessa variável, foram utilizadas as pesquisas de Okimura (2003), Lameira (2007), Salmasi (2007), Velasquez (2008), Rolim (2009) e Lameira *et al.* (2010) e Peixoto (2012).

- **Alavancagem financeira (Alav_Financ.)** - Corresponde ao quociente entre a taxa de rentabilidade do Patrimônio Líquido e o seu endividamento. Assim sendo, quanto maior for a taxa de rentabilidade do Patrimônio Líquido, maior a alavancagem financeira. Essa variável foi adaptada para utilização em instituições financeiras bancárias creditícias.

$$AF = \frac{SL/PL}{LAJIR/(PL + PC)}$$

Em que:

SL – Sobra Líquida

PL – Patrimônio Líquido

LAJIR – Lucro antes dos Juros e do Imposto de Renda

PC – Passivo Circulante e Não Circulante - Endividamento de curto e longo prazo

Para análise dessa variável, foram utilizadas as pesquisas de Silveira (2002), Silveira (2004), Salmasi (2007), Lameira (2007), Velasquez (2008), Correia (2008), Rolim (2009), Rossoni (2009), Lameira *et al.* (2010) e Peixoto (2012).

- **Taxa de Crescimento Receita Anual (Tx.Cresc.Rec.)** - Refere-se ao resultado da variação percentual da receita bruta do ano atual comparado com a do ano anterior. Essa variável tem como foco a participação de mercado para obter oportunidade em novos negócios no ambiente de cooperativa de crédito. Para tanto, está representada pela seguinte fórmula:

$$Tx.Cresc.Rec. = [(REC1/REC0)] \times 100$$

Em que:

Tx.Cresc.Rec. – Taxa de Crescimento da Receita

REC1 – Receita Bruta em t1

REC0 – Receita Bruta em t0

Para análise dessa variável, foram utilizadas as pesquisas de Rappaport (2001), Pace *et al.* (2003), Okimura (2003), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Silveira (2004), Caselani e Caselani (2005a), Dami (2006), Correia (2008), Rolim (2009), Almeida *et al.* (2010), Lameira *et al.* (2010), Cremers e Ferrell (2010), Braga-Alves e Shastri (2011), Bressan *et al.* (2010) e Peixoto (2012).

- **Agregação de Valor** - Tem como propósito medir a taxa de rendimento do associado no decorrer do exercício. Os associados recebem como forma de agregação de valor os Juros sobre o Capital Próprio e as Sobras Líquidas anuais (considerando os valores pagos na conta corrente e os incorporados ao capital social integralizado). Assim, quanto maior for o retorno

do capital empregado, maior será a agregação de valor sobre o investimento realizado. Essa fórmula foi adaptada de (SILVA, 2006a).

$$AVA = \frac{VQ_1 + B_1}{VQ_0}$$

Em que:

VQ₁ – Valor da Quota obtido por meio da Demonstração do Resultado do Exercício no final do ano

B₁ – Benefício recebido composto de Juros sobre o Capital Próprio mais Sobras Líquidas

VQ₀ – Valor da Quota obtido por meio da Demonstração do Resultado do Exercício no começo do ano

Para análise dessa variável, foi utilizada a pesquisa de Silva (2006a).

- **Lucro antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações – LAJIRDA (EBITDA/AT).** Esse indicador mede a capacidade de geração de caixa das atividades operacionais. Ressalta-se, também, que o mesmo se mostra como uma medida da capacidade de computar a dívida e o capital dos acionistas, no momento em que é comparada com a análise dos indicadores de investimentos e de estrutura de capital. Rappaport (2001, p. 140) lembra que “[...] o lucro operacional continua a dominar os sistemas de avaliação de desempenho das unidades de negócios”.

Quanto maior o EBITDA²² maior seu valor de mercado e quanto maior o valor de mercado melhor a relação entre o EBITDA e o valor investido no ativo, uma vez que é calculado a partir da demonstração do resultado e não considera diferenças temporárias (SILVA, 2006a, p. 61).

$$EBITDA/AT = RAT / AT$$

Em que:

RAT – Resultado antes da Tributação

AT – Ativo Total

Para análise dessa variável, foram utilizadas as pesquisas de Silveira (2002), Okimura (2003), Silveira (2004), Silveira, Barros e Fama (2005), Alho (2006), Gotardelo (2006), Velasquez (2008), Correia (2008), Menezes (2009), Rolim (2009), Rodrigues (2009), Catapan (2012) e Peixoto (2012).

²² EBITDA corresponde a sigla de *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, que significa *Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização*.

- **Margem de Lucro Operacional (Marg.L.Op.)** - Refere-se à divisão da Receita Operacional Bruta pela Receita Total. Essa variável tem como foco a análise da participação do resultado das atividades operacionais em relação à receita total. Para tanto, está representada pela seguinte fórmula:

$$\text{Marg.L.Op.} = (\text{ROB}/\text{REC}) \times 100$$

Em que:

Marg.L.Op. – Margem de Lucro Operacional

ROB – Receita Operacional Bruta

REC – Receita Total

Para análise dessa variável, foi utilizada a pesquisa de Rappaport (2001).

- **Rentabilidade do Capital Próprio (Rent.KP)** – Mede a rentabilidade das Sobras Líquidas em relação ao Capital Social. Ressalta-se que, conforme a Lei nº 5.764/71 (BRASIL, 1971), no caso de cooperativas de crédito, essa remuneração se dá somente por meio do capital social, ao contrário das demais empresas em que tal remuneração ocorre via patrimônio líquido. Para tanto, está representada pela seguinte fórmula:

$$\text{Rent.KP} = (\text{SL}/\text{Cap.Soc.}) \times 100$$

Em que:

Rent.KP – Rentabilidade do Capital Próprio

SL – Sobra Líquida

Cap.Soc. – Capital Social

Para análise dessa variável, foram utilizadas as pesquisas de Requejo (1997), Uliana e Gimenes (2008) e Gimenes (2004).

- **Fluxo de Caixa Livre/Receita Total (FCL)** - Refere-se à relação dos recursos financeiros livres para movimentar as atividades econômicas dividido pela receita total e visa mensurar a capacidade de geração de caixa, comparando-a com a geração de resultado bruto da cooperativa de crédito. Para tanto, está representada pela seguinte fórmula:

$$\text{FCL} = (\text{SL} - \text{AumCGL} + \text{DepAmort.} - \text{Inv.AF.}) / \text{REC}$$

Em que:

FCL – Fluxo de Caixa Livre

SL – Sobra Líquida

AumCGL – Variação do Capital de Giro Líquido

DepAmort. – Somatório da Depreciação e da Amortização

Inv.AF. – Investimentos em Ativos Financeiros

REC – Receita Total

Para análise dessa variável, foram utilizadas as pesquisas de Martin e Pety (2000), Pace *et al.* (2003), Silveira (2004), Mendes (2004), Caselani e Caselani (2006), Bressan *et al.* (2010) e Aguiar *et al.* (2011).

- **Custo Médio de Capital (Cust.Med.K)** – Mede o custo médio ponderado do capital de terceiros e capital próprio. Quanto menor o custo, maior será a maximização do valor da cooperativa. Assim, buscou-se alcançar a estrutura de capital adequada à formação da empresa, de modo a selecionar captação de recursos, tanto de terceiros, quanto próprio com menor custo. Observa-se, também, que as principais despesas das cooperativas de crédito estão inseridas nesse indicador. Essa variável foi adaptada para utilização em instituições financeiras bancárias creditícias. Sua representação é dada por:

$$\text{Cust.Med.K} = [(\text{PL}/(\text{PL} + \text{CT}) \times \text{Ke}] + [(\text{CT}/(\text{PL} + \text{CT}) \times \text{Kd}]$$

Em que:

Cust.Med.K – Custo Médio de Capital

PL – Patrimônio Líquido

CT – Capital de Terceiros

Ke – Custo da dívida do Capital Próprio

Kd – Custo da dívida do Capital de Terceiros

Para análise dessa variável, foram utilizadas as pesquisas de Copeland e Weston (1992), Rappaport (2001), Kazuo (2002), Mendes (2004), Lameira (2007), Uliana e Gimenes (2008) e Peixoto (2012).

4.6.1.2 Variáveis dependentes – Desempenho

Para análise das variáveis dependentes quantitativas de desempenho foram utilizadas as seguintes variáveis, conforme consubstanciado no quadro 7 – Variáveis Dependentes– Desempenho.

Quadro 7– Variáveis Dependentes – Desempenho

Siglas	Variável
CT/PL	Proporção de Endividamento
MB	Receita/Resultados Intermediação Financeira
At.Invest/CDG	Recursos utilizados em atividades de Operacional
At. Financ/CDG	Recursos utilizados em atividades de Financiamento
ROE	Retorno do Patrimônio Líquido
ROI	Retorno sobre o Investimento
ROA	Retorno sobre o Ativo
ML	Margem Líquida
At.Operac/CDG	Recursos utilizados em atividades de investimento

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

- Proporção de endividamento (CT/PL)** - Esse indicador mede a relação entre o capital de terceiros e o capital próprio. Tal indicador relaciona-se à segurança e solidez nas cooperativas de crédito em virtude do vencimento das obrigações de curto e longo prazos por parte da empresa e extraído do Balanço Patrimonial e segregado por vencimento das obrigações de curto e longo prazos. Parliament e Lerman (1993), analisando a estrutura de capital em sua pesquisa, observaram que, quando do crescimento das cooperativas de crédito, ocorre uma diminuição da proporção entre o capital próprio e o capital de terceiros e, conseqüentemente, dificuldade na relação de contratação de novos empréstimos. Atenção deve ser dada à pesquisa de Lazzarini e Bialoskorski Neto (1998), em relação à incorporação das sobras líquidas em fundos indivisíveis (Reserva Legal), pois esse procedimento anula o custo do capital próprio, além de estimular investimentos de capital em projetos com taxas de retorno inferiores ao custo médio ponderado de capital, já que este está subavaliado. Outro ponto a destacar é que essa opção da assembleia contraria o princípio do cooperativismo, mas deve ser considerada quando se buscam ganhos de eficiência e performance econômica e financeira para a cooperativa de crédito. Para tanto, sua representação se dá pela seguinte fórmula:

$$CT/PL = (CT/PL) \times 100$$

Em que:

CT/PL – Proporção de Endividamento
 CT – Capital de Terceiros
 PL – Patrimônio Líquido

Para análise dessa variável, foram utilizadas as pesquisas de Kanitz (1978), Parliament e Lerman (1993), Lazzarini e Bialoskorski Neto (1998), Lameira, Júnior e Soares (2005), Silveira, Barros e Fama (2005), Lameira, Júnior e Motta (2005), Alencar e Lopes (2005), Gollner (2006), Lameira (2007), Velasquez (2008), Lameira *et al.* (2010) e Braga-Alves e Hastri (2011).

- **Margem Bruta (MB)** - Refere-se à relação entre o resultado líquido da intermediação financeira e a receita bruta total. Tem como foco medir qual é a participação do resultado da intermediação financeira sobre a receita total da cooperativa de crédito, ou seja, qual é o impacto das despesas financeiras sobre o resultado bruto total. Para tanto, tem-se a fórmula:

$$MB = RLIN / REC$$

Em que:

MB – Margem Bruta
 RLIN – Resultado Líquido da Intermediação Financeira
 REC – Receita Total

Para análise dessa variável, foi utilizada a pesquisa de Bressan *et al.* (2010).

- **Recursos utilizados em Atividade Investimento (At.Invest/CDG)** - Refere-se a dados retirados do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultado do Exercício para confecção da Demonstração de Fluxo de Caixa. As atividades de investimentos correspondem aos recursos financeiros aplicados em ativos não circulantes, a saber: realizável ao longo prazo, investimento, imobilizado, intangível. Assim, indica a relação de recursos incorporados nas atividades de investimento em relação aos recursos oriundos das atividades comerciais das cooperativas de crédito. Tem como foco medir a participação dos recursos inseridos nas atividades de investimento com relação ao capital de giro das cooperativas de crédito. Para tanto, está representada pela seguinte fórmula:

$$At.Invest./CDG = At.Invest./Capital de Giro$$

Em que:

At.Invest. – Aplicações em inversões do ativo não circulante obtido por meio da Demonstração de Fluxo de Caixa
 CDG – Capital de Giro

Ressalta-se que essa peça contábil começou a ser exigida a partir da data base 31/12/2010, com o advento da Lei nº 11.638/2007 (BRASIL, 2007). Portanto, não foram localizados trabalhos científicos que tratassem desse conjunto de variáveis.

- **Recursos utilizados em Atividade Financiamento (At.Financ/CDG)** - Refere-se a dados retirados do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultado do Exercício para confecção da Demonstração de Fluxo de Caixa. As atividades de financiamento correspondem aos recursos financeiros recebidos de captação de terceiros e próprios, excluídos das obrigações acessórias e principais das cooperativas de crédito, ou seja, somatório dos recursos oriundos da captação de recursos que gerarão encargos financeiros, tais como: exigível ao curto e ao longo prazos, obrigações por empréstimos e repasses e patrimônio líquido. Assim, indica a relação de recursos utilizados nas atividades de financiamento em relação aos recursos oriundos das atividades comerciais das cooperativas de crédito. Tem como foco medir a participação dos recursos inseridos nas atividades de captação de recursos e como elas se relacionam ao capital de giro das cooperativas de crédito. Para tanto, está representada pela seguinte fórmula:

$$\text{At.Financ./CDG} = \text{At.Financ./Capital de Giro}$$

Em que:

At.Financ. – Captações em inversões de dívidas remuneradas, seja capital de terceiros ou capital próprio obtido por meio da Demonstração de Fluxo de Caixa
 CDG – Capital de Giro

Ressalta-se que essa peça contábil começou a ser exigida a partir da data base 31/12/2010, com o advento da Lei nº 11.638/2007 (BRASIL, 2007). Portanto, não foram localizados trabalhos científicos que tratassem desse conjunto de variáveis.

- **Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)** - Este índice de desempenho mede o retorno dos recursos aplicados na empresa por seus quotistas, ou qual o retorno que os quotistas recebem por meio da distribuição da Sobra Líquida do Exercício comparado com o

capital investido na cooperativa de crédito. Para tanto, está representada pela seguinte fórmula:

$$\text{ROE} = \frac{\text{SL} \times 100}{\text{PLm}}$$

Em que:

ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido

SL – Sobra Líquida

PLm – Patrimônio Líquido médio (PL no final do exercício mais PL no início do exercício dividido por 2)

Rappaport (2001) explica que o foco sobre o ROE no nível corporativo tem como base uma medida de interesse vital para os investidores, pois pressupõe que os recursos de capital de terceiros possam ser investidos a uma taxa de retorno ainda maior do que a taxa de empréstimos. Assim, o ROE aumentará quanto maior for o uso da alavancagem. Portanto, o ROE crescerá na medida em que for exigido retorno maior que o desejado e, conseqüentemente, o valor da empresa decrescerá devido ao aumento do risco financeiro.

Para análise dessa variável, foram utilizadas as pesquisas de Kanitz (1978), Gompers; Ishii; Metrick (2003), Martins (2003), Pace *et al.* (2003), DeYong (2003), Silveira (2004), Rolim (2006), Gollner (2006), Gotardelo (2006), Dami (2006), Lameira (2007), Velasquez (2008), Correia (2008), Ribeiro (2009), Rodrigues (2009), Cremers e Ferrell (2010), Bressan *et al.* (2010), Lameira *et al.* (2010), Bressan *et al.* (2011), Catapan (2012) Aguiar *et al.* (2011) e Peixoto (2012).

- **Retorno sobre o Investimento (ROI)** - Este índice de desempenho mede o retorno dos recursos investidos na empresa pelos credores e quotistas, ou seja o retorno que os quotistas e os credores recebem pelo do capital investido na empresa. Para tanto, sua representação se dá pela fórmula:

$$\text{ROI} = \frac{\text{LGAO} \times 100}{\text{RecOneroso}}$$

Em que:

ROI – Retorno sobre o Investimento

LGAO – Lucro Gerado pelo Ativo Operacional

RecOneroso – Captação composto pelos recursos onerosos captados de terceiros e os recursos próprios, ou seja, Passivo Oneroso mais Patrimônio Líquido.

Rappaport (2001) aponta que é uma medida frequentemente utilizada do desempenho divisional e que o retorno contábil sobre o investimento é utilizado por várias organizações empresariais. Ainda mais, conforme o autor, o aumento de investimentos direcionados a ativos intangíveis ao invés de ativos fixos tem tido efeito mais relevante como padrões de referência de valor.

Para análise dessa variável, foram utilizadas as pesquisas de Rappaport (2001), Rodrigues (2009) e Aguiar *et al.* (2011).

- **Retorno sobre o Ativo (ROA)** - Este índice de desempenho mede o retorno dos recursos investidos na empresa pelos credores e acionistas, ou seja, o retorno que os acionistas e os credores recebem pelo capital investido na empresa. Para tanto, está representada pela seguinte fórmula:

$$\text{ROA} = \frac{\text{SL} \times 100}{\text{ATm}}$$

Em que:

ROA – Retorno sobre o Ativo

SL – Sobra Líquida

ATm – Ativo médio (composto pela somatório do ativo total em t1 mais ativo total em t0 dividido por 2).

Rappaport (2001) aponta que é uma medida frequentemente utilizada no desempenho voltado para o acionista. Ainda, conforme o autor, essa medida é utilizada por várias organizações empresariais. Desse modo, para as cooperativas de crédito, o retorno contábil da sobra líquida sobre o ativo total da empresa melhora sua performance.

Para análise dessa variável, foram utilizadas as pesquisas de Rappaport (2001), Klapper e Love (2002), Pace et al. (2003), Silveira (2004), Boheren e Odegaard (2004), Lameira, Júnior e Motta (2005), Gollner (2006), Gotardelo (2006), Pedreira e Santos (2006), Lameira (2007), Mello (2007), Lameira (2007), Velasquez (2008), Correia (2008), Rolim (2009), Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009), Imai (2009), Rossoni (2009), Cremers e Ferrell (2010), Koerniadi, Krishamurti e Rad (2010), Almeida *et al.* (2010), Lameira et al. (2010), Bressan et al. (2010), Braga-Alves e Hastri (2011), Aguiar *et al.* (2011), Gabriel (2011), Catapan (2012), Bressan *et al.* (2011) e Peixoto (2012).

- **Margem Líquida (ML)** - Refere-se à relação entre a sobra líquida em relação ao resultado líquido da intermediação financeira. Tem como foco medir qual é a participação das sobras líquidas junto ao resultado líquido da intermediação financeira da cooperativa de crédito. Para tanto, sua representação se dá pela fórmula:

$$ML = SL / RLIN$$

Em que:

ML – Margem Líquida

SL – Sobra Líquida

RLIN – Resultado Líquido da Intermediação Financeira

Para análise dessa variável, foram utilizadas as pesquisas de Rocha (1999), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Silveira (2004), Correia (2008), Rolim (2009), Rodrigues (2009), Bressan *et al.* (2010) e Peixoto (2012).

- **Recursos utilizados em Atividade Operacional (At.Operac/CDG)** - Refere-se a dados retirados do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultado do Exercício para confecção da Demonstração de Fluxo de Caixa. As atividades operacionais correspondem aos recursos financeiros líquidos aplicados nas principais atividades das cooperativas de crédito, ou seja, somatório líquido dos recursos oriundos da captação e aplicação de recursos financeiros que irão gerar caixa para cobertura dos gastos em investimento e em financiamento, tais como: títulos e valores mobiliários, aplicações interfinanceiras de liquidez, operações de créditos, pagamento a fornecedores, captações interfinanceiras de liquidez.

Assim, indica a relação de recursos incorporados nas atividades operacionais em relação aos recursos provenientes das atividades comerciais das cooperativas de crédito. Tem como foco medir qual é a participação dos recursos líquidos aplicados nas atividades de operação e como elas se relacionam ao capital de giro das cooperativas de crédito. Para tanto, sua representação se dá pela fórmula:

$$\text{At.Operac./CDG} = \text{At.Operac./Capital de Giro}$$

Em que:

At.Operac. – Recursos líquidos em inversões em ativos e pagamento dos passivos da movimentação da atividade operacional obtido por meio da Demonstração de Fluxo de Caixa
CDG – Capital de Giro

Ressalta-se que essa peça contábil começou a ser exigida a partir da data base 31/12/2010, com o advento da Lei nº 11.638/2007 (BRASIL, 2007). Portanto, não foram localizados trabalhos científicos que tratassem desse conjunto de variáveis.

4.6.2 Variáveis Independentes – Governança Corporativa

No aspecto qualitativo foram utilizados: variáveis nominais cujos valores não têm relação de ordem entre eles e tão somente estudo das proporções; variáveis ordinárias, cujos valores não são métricos, porém, incluem relação de ordem. No aspecto quantitativo, foram utilizadas variáveis, cujos valores são medidos por meio de uma escala métrica ou intervalar de acordo com a caracterização da pergunta.

O quadro 8 apresenta as variáveis independentes para analisar a governança corporativa.

Quadro 8– Variáveis Independentes – Governança Corporativa

Variáveis Independentes – Governança Corporativa
Cooperativa participa de Central
Quantidade de PA
Grau de Instrução do Diretor Presidente
Cooperativa Participa dos Treinamentos da OCEMG/Central
Tempo de Atuação no Conselho Fiscal
Quantidade funcionários/terceirizados
Opera com outras cooperativas (Intercooperação)
Existe capacitação: dirigentes/empregados/cooperados
Tipos de Mecanismos de comunicação
Existe comunicação com o Diretor Presidente
Cooperativa tem meio de comunicação: Jornal/boletim
Existe um planejamento Estratégico
Qual a área de capacitação técnica para Dirigentes
Existe Departamento de RH
Tempo de Atuação no Conselho de Administração da Diretoria
Quantidade de Membros do Conselho de Administração
Quantidade de associados
Variação anual dos Associados
Grau de Credibilidade dos Associados
Quantidade Cooperados na Última Assembleia
Participação de associados na Última Assembleia
Qual a Dificuldade de capacitação dirigentes/função/associados
Existe dificuldade de adaptação para o mercado
Qual o tipo de treinamentos ofertado aos funcionários/Associados
Alavancagem Operacional (Cart Op.- Cart. Dep.)
Total de Impostos Arrecadados (R\$)
Patrimônio Líquido (R\$)
Ativos Totais (Tamanho da Empresa) (R\$)
Sobras Líquidas (R\$)
Total de Investimentos (Cultural/Social/Ambiental/Local) (R\$)
Salários/benefícios a empregados (R\$)

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Essas variáveis independentes relativas à governança corporativa foram criadas por meio de um questionário de pesquisa, com o objetivo de estabelecer um índice de governança corporativa. Para a montagem de tal questionário foi observada a classificação das variáveis quantitativas (discretas e contínuas) e das variáveis qualitativas categóricas (ordinal, nominais e intervalar). Cabe ainda dizer que as definições do questionário se basearam nas literaturas nacional e internacional sobre governança corporativa.

Dempsey *et al.* (1997) e Low e Siesfeld (1998) também pesquisaram medidas não-financeiras no sentido de avaliar a performance e aumentar as informações dos investidores. Na ocasião, utilizaram variáveis, tais como: habilidade da empresa em executar estratégia proposta, capacidade de alcançar metas dentro dos prazos estabelecidos, maior credibilidade da administração, avaliação da qualidade da estratégia, capacidade de inovar, capacidade de atrair e reter funcionários capazes, posicionamento de mercado, experiência dos

administradores, processo de remuneração profissional, qualidade dos principais processos produtivos e liderança em pesquisa.

Já Pace *et al.* (2003) fizeram uso de variáveis como: vendas/funcionário, participação funcional, participação nos lucros, percentual de novos funcionários, política de benefícios, envolvimento com a comunidade, alianças estratégicas, continuidade de gestão, comportamento ético do administrador, experiência/reputação do administrador, independência do conselho de administração, envolvimento do conselho de administração, desempenho em ações ambientais, participação funcional e desenvolvimento de empregos/empregados.

Caselani e Caselani (2006) pesquisaram as variáveis: qualidade e independência da gestão da empresa, administração dos recursos humanos, remuneração dos executivos, nível de qualidade dos produtos e serviços da empresa.

Outros autores pesquisaram outras variáveis como o tamanho do conselho de administração: Lipton e Lorsh (1992), Jensen (1993), Silveira (2002), Silveira (2004), Boheren e Odegaard (2004), Gotardelo (2006), Lameira (2007), Correia (2008), Lameira *et al.* (2010), Almeida (2012) e Peixoto (2012).

4.7 Técnica de Análise das Variáveis

Em face da grande quantidade de variáveis, houve a necessidade de agrupamento das mesmas para que se pudesse obter mais eficácia na pesquisa. Assim, essas variáveis foram agrupadas por meio de variáveis latentes, que correspondem a uma técnica estatística para redução de grande dimensão de dados em menor volume de forma que se apresente de maneira mais efetiva e observável o propósito da informação. Nesse contexto, representa um conceito subjacente fazendo com que se torne mais fácil para que a informação gerada seja mais bem compreendida e assimilada.

As variáveis dependentes (criação de valor e desempenho) bem como as variáveis independentes (governança corporativa) foram condensadas por meio de técnicas estatísticas em virtude da grande quantidade de variáveis. Assim, esse agrupamento teve como objetivo

fortalecer e formar um constructo mais eficiente para o entendimento e o fortalecimento do processo de tomada de decisões.

Para tal, no caso das variáveis dependentes (criação de valor e desempenho), foi utilizada a técnica estatística de análise fatorial. Já, no caso das variáveis independentes (governança corporativa), foi utilizada a técnica estatística de análise de componentes principais.

4.7.1 Variáveis Latentes Dependentes

As variáveis latentes dependentes foram segregadas em criação de valor e desempenho para que pudessem ser mais bem analisadas. Ressalta-se que foi utilizada a técnica estatística da análise fatorial para a composição dos fatores oriundos das variáveis originais de modo a constituir variáveis latentes com melhor capacidade de resposta.

4.7.1.1 Variáveis latentes dependentes – Criação de valor

As variáveis foram utilizadas como forma de atribuir as características dos dados para obter um estudo descritivo para a pesquisa, cujos critérios foram estabelecidos por meio da análise fatorial. Com isso, as variáveis foram aglutinadas em fatores conforme o quadro 9 – Indicadores dependentes – criação de valor.

Quadro 9 – Indicadores Dependentes – Criação de Valor

Constructo	Siglas	Variável	Fatores Análise Fatorial
Criação de Valor	Inv.Tot.	Total de Investimento	Agregação Valor
	EVA	Valor Econômico Agregado	Agregação Valor
	Inv.A.Fixo	Investimento em Ativo Fixo	Agregação Valor
	CDG	Investimento em Capital de Giro	Agregação Valor
	Alav_Op.	Alavancagem Operacional (%)	Alavancagem
	Alav_Financ.	Alavancagem Financeira	Alavancagem
	Tx.Cresc.Rec.	Crescimento da Receita Anual	Alavancagem
	AVA	Agregação de Valor	Desenvolver Valor
	EBITDA/AT	Lajirda/Ativo Total	Desenvolver Valor
	Marg.L.Op.	Margem de Lucro Operacional	Desenvolver Valor
	Rent.KP	Rentabilidade do Capital Próprio	Desenvolver Valor
	FCL	Fluxo de Caixa Livre	Fluxo de Caixa Livre
	Cust.Med.K	Custo Médio do Capital	Fluxo de Caixa Livre

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Para criação dos indicadores dependentes de criação de valor foram utilizadas as variáveis dependentes – criação de valor (Inv.Tot., EVA, Inv.A.Fixo, CDG, Alav_Op., Alav_Financ.,

Tx.Cresc.Rec., AVA, EBITDA/AT, Marg.L.Op., Rent.KP, FCL e Cust.Med.K), por meio da técnica estatística de análise fatorial. Dessa forma, a equação fatorial foi dada pela seguinte fórmula:

$$\mathbf{Z}_k = l_{k1}\mathbf{F}_1 + l_{k2}\mathbf{F}_2 + \dots + l_{km}\mathbf{F}_m + \varepsilon_k, \quad \text{com } k = 1, 2, \dots, 13$$

Nesse modelo, \mathbf{Z}_k com $k=1,2,\dots,13$, representa a k -ésima variável padronizada da matriz das variáveis do constructo criação de valor, \mathbf{F}_j com $j=1,2,\dots,m$, é um vetor contendo m fatores, também chamados de variáveis latentes. O vetor ε_{px1} é um vetor de erros aleatórios que corresponde aos erros de medida e variação de \mathbf{Z}_k pelos fatores comuns de \mathbf{F}_j incluídos no modelo. Os coeficientes l_{kj} , comumente chamados de *loadings* (cargas fatoriais), são os coeficientes das k -ésimas variáveis padronizadas \mathbf{Z}_k nos j -ésimos fatores \mathbf{F}_j , representando o grau de relacionamento linear entre \mathbf{Z}_k e \mathbf{F}_j . Os coeficientes l_{kj} ficam armazenados na matriz \mathbf{L}_{pxm} . A matriz \mathbf{L}_{pxm} é utilizada na busca do entendimento e interpretação dos fatores \mathbf{F}_j . No modelo fatorial, os vetores \mathbf{F}_{mx1} e ε_{px1} são independentes, o que implica dizer que os vetores \mathbf{F}_{mx1} e ε_{px1} representam duas fontes de variação distintas, relacionadas às variáveis padronizadas \mathbf{Z}_k , não havendo qualquer relacionamento entre essas fontes de informação.

Com isso tem-se que $[\text{Var}(\mathbf{Z})_k] = h_k^2 + \psi_k$, em que $h_k^2 = l_{k1}^2 + l_{k2}^2 + \dots + l_{km}^2$. A primeira parte, denotada por h_k^2 , conhecida como comunalidade, é a variabilidade de \mathbf{Z}_k explicada pelos m fatores incluídos no modelo fatorial. A segunda parte, denotada por ψ_k , é a parte da variabilidade de \mathbf{Z}_k explicada pelo erro aleatório ε_k , o qual é específico para cada variável \mathbf{Z}_k . Essa parte é chamada de unicidade. Como as variáveis \mathbf{Z}_k têm variância um, segue que $h_k^2 + \psi_k = 1$.

Para uma melhor interpretação dos fatores $\mathbf{F}_1, \mathbf{F}_2, \dots, \mathbf{F}_m$, evitando a aparição de coeficientes l_{kj} de grandeza numérica similar e não desprezível em vários fatores diferentes, foi aplicado a transformação ortogonal varimax.

Aplicando o critério de *Kaiser* (KAISER,1974), foram definidos quatro fatores ($m=4$), ou seja, somente quatro autovalores da matriz das variáveis padronizadas do constructo criação de valor apresentaram autovalor maior ou igual a 1. Com o critério de *Kaiser*, foi alcançada a

explicação de 71,3% da variabilidade total dos dados relacionados à criação de valor, fato que pode ser observado na tabela 12.

Os indicadores para o constructo criação de valor foram criados a partir dos escores provindos da análise fatorial, estimados pelo método da regressão, que é o mais utilizado para a estimação dos escores.

A partir da tabela 12, avaliando as cargas fatoriais, os quatro fatores foram nomeados como: *Agregação Valor, Desenvolver Valor, Fluxo de Caixa Livre e Alavancagem*. Para os quatro fatores, foram calculados os escores, de acordo com o método da regressão, criando, assim, o que se denominou como os indicadores relacionados à criação de valor. Quanto maiores os valores dos indicadores *Agregação Valor, Desenvolver Valor, Fluxo de Caixa Livre e Alavancagem*, tanto melhores seriam: *Agregação Valor, Desenvolver Valor, Fluxo de Caixa Livre e Alavancagem*.

As variáveis da criação de valor (Inv.Tot., EVA, Inv.A.Fixo, CDG, Alav_Op., Alav_Financ., Tx.Cresc.Rec., AVA, EBITDA/AT, Marg.L.Op., Rent.KP, FCL e Cust.Med.K), criaram as variáveis latentes dependentes (a partir da análise fatorial): *Agregação Valor, Desenvolver Valor, Fluxo de Caixa Livre, Alavancagem*, conforme tabela 12, em que se apresentam as variáveis dependentes de criação de valor.

Tabela 12– Fatores Análise Fatorial – variáveis dependentes de criação de valor

Variáveis	Fator-1	Fator-2	Fator-3	Fator-4	Comunalidade
	Agregação Valor	Desenvolver Valor	Fluxo de Caixa Livre	Alavancagem	
Inv.A.Fixo	0,980	-0,050	-0,110	0,000	0,980
Inv.Tot.	0,980	-0,040	-0,110	0,000	0,970
EVA	0,950	-0,060	0,010	0,000	0,900
CDG	0,770	0,040	-0,020	0,020	0,600
AVA	-0,010	0,930	-0,140	-0,020	0,880
Rent.KP	-0,010	0,900	-0,200	-0,040	0,850
EBITDA. AT	-0,080	0,760	0,510	0,000	0,840
Marg. L. Op.	-0,040	0,710	0,600	-0,120	0,890
FCL	-0,090	-0,020	0,900	-0,070	0,830
Cust. Med. K	0,060	0,040	-0,580	-0,100	0,360
Alav. Financ.	-0,010	0,100	-0,180	0,640	0,450
Tx. Cresc. Rec.	-0,080	0,090	-0,240	-0,590	0,420
Alav. Op.	-0,030	-0,080	0,010	0,550	0,310
Variância Explicada	26,5%	21,5%	14,9%	8,4%	
Acumulada	26,5%	48,0%	62,9%	71,3%	

(KMO = 0,672; Valor-p=0,000 (Teste de Esfericidade de Bartlett)

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Pode-se observar, por meio da carga fatorial do Fator – 1 *Agregação Valor* que esse fator corresponde a uma capacidade de resposta na ordem de aproximadamente 86% do poder de assimilação do conjunto das variáveis, apurado por meio da comunalidade. Já o Fator – 2 *Desenvolver Valor* corresponde a 87% do poder de assimilação do conjunto das variáveis, também apurado por meio da comunalidade.

Verifica-se, também, que foi alcançada a explicação de 71,3% da variabilidade total dos dados, e que o Fator – 1 *Agregação Valor* representa 26,5% desse total, o Fator – 2 *Desenvolver Valor* representa 21,5%, o Fator – 3 *Fluxo de Caixa Livre* 14,9% e por último o Fator – 4 *Alavancagem* 8,4%.

Outro ponto a observar é que o sentido das variáveis caminha na mesma direção, ou seja, no caso do Fator – 1 *Agregação Valor* à medida que as variáveis (Inv.A.Fixo, Inv.Tot., EVA, CDG) aumentam, melhoram a capacidade de predição do fator. O mesmo ocorre no Fator – 2 *Desenvolver Valor*, que, com o aumento das variáveis (AVA, Rent.KP, EBITDA. AT, Marg. L. Op.), também aumenta a predição do fator.

O mesmo não ocorre para o Fator – 3 *Fluxo de caixa livre* composto pelas variáveis (FCL, Cust. Med. K.), pois, na medida em que fluxo de caixa livre aumenta, o custo diminui. Esse fato pode ser observado devido à retração do custo de captação das fontes de recursos ocorridas nos anos de 2010 e 2012, portanto, menor custo de captação de recursos financeiros, maior recursos no fluxo de caixa, uma vez, que ao captar recursos, a cooperativa terá menores despesas financeiras aumentando, assim, a disponibilização no fluxo de caixa livre. Quanto ao Fator – 4 *Alavancagem*, composto pelas variáveis (Alav. Financ., Tx. Cresc. Rec., Alav. Op.), pode-se dizer que, à medida que aumenta a alavancagem financeira e operacional, diminui a taxa de crescimento da receita. Isso pode ser explicado em função da diminuição do *spread* que tem ocorrido ao longo dos anos no mercado financeiro.

Com o $KMO = 0,672$, uma vez que o limite para inviabilizar a análise fatorial seria 0,50, conforme Hair *et al.* (2009, p.120), tem-se que o modelo de análise fatorial pode ser adequadamente ajustado nessa amostra. O valor- $p=0,000$ no teste de esfericidade de *Bartlett* evidencia que a matriz de correlação para as variáveis da criação de valor não é identidade, o que significa que existem correlações significativas entre esse conjunto de variáveis, suposição necessária para o ajuste do modelo fatorial. Os testes de KMO e esfericidade de *Bartlett* encontram-se calculados na tabela 12.

4.7.1.2 Variáveis latentes dependentes – Desempenho

Novamente aqui se fez uso da análise fatorial para identificação de variáveis latentes e o quadro 10 os aponta.

Quadro 10 - Indicadores Dependentes – Desempenho

Constructo	Siglas	Variável	Fatores Análise Fatorial
Desempenho	CT/PL	Proporção de Endividamento	Estrutura de Capital
	MB	Resultados Intermediação Financeira/Receita	Estrutura de Capital
	At.Invest/CDG	Recursos utilizados em atividades de Investimento	Investimento CDG
	At. Financ/CDG	Recursos utilizados em atividades de Financiamento	Investimento CDG
	ROE	Retorno do Patrimônio Líquido	Rentabilidade
	ROI	Retorno sobre o Investimento	Rentabilidade
	ROA	Retorno sobre o Ativo	Rentabilidade
	ML	Margem Líquida	Rentabilidade
	At.Operac/CDG	Recursos utilizados em atividades de Operacional	Operacional CDG

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Para criação dos indicadores dependentes de desempenho, foram utilizadas as variáveis dependentes – desempenho (CT./PL, MB, At. Invest. CDG, At. Financ. CDG, ROE, ROI, ROA, ML, At. Operac. CDG.).

Dessa forma, a equação fatorial foi dada pela seguinte equação:

$$\mathbf{Z}_k = l_{k1}\mathbf{F}_1 + l_{k2}\mathbf{F}_2 + \dots + l_{km}\mathbf{F}_m + \varepsilon_k, \quad \text{com } k = 1, 2, \dots, 9$$

Nesse modelo, \mathbf{Z}_k com $k=1,2,\dots,9$, representa a k -ésima variável padronizada da matriz das variáveis do constructo de desempenho, \mathbf{F}_j com $j=1,2,\dots,m$, é um vetor contendo m fatores, também chamados de variáveis latentes. O vetor ε_{px1} é um vetor de erros aleatórios que corresponde aos erros de medida e variação de \mathbf{Z}_k pelos fatores comuns de \mathbf{F}_j incluídos no modelo. Os coeficientes l_{kj} , comumente chamados de *loadings* (cargas fatoriais), são os coeficientes das k -ésimas variáveis padronizadas \mathbf{Z}_k nos j -ésimos fatores \mathbf{F}_j , representando o grau de relacionamento linear entre \mathbf{Z}_k e \mathbf{F}_j . Os coeficientes l_{kj} ficam armazenados na matriz $\mathbf{L}_{p \times m}$. A matriz $\mathbf{L}_{p \times m}$ é utilizada na busca do entendimento e interpretação dos fatores \mathbf{F}_j . No modelo fatorial, os vetores $\mathbf{F}_{m \times 1}$ e $\varepsilon_{p \times 1}$ são independentes, o que implica dizer que os vetores $\mathbf{F}_{m \times 1}$ e $\varepsilon_{p \times 1}$ representam duas fontes de variação distintas, relacionadas às variáveis padronizadas \mathbf{Z}_k , não havendo qualquer relacionamento entre essas fontes de informação.

Com isso, tem-se que $\text{Var}(\mathbf{Z}_k) = h_k^2 + \psi_k$, em que $h_k^2 = l_{k1}^2 + l_{k2}^2 + \dots + l_{km}^2$. A primeira parte, denotada por h_k^2 , conhecida como comunalidade, é a variabilidade de \mathbf{Z}_k explicada pelos m fatores incluídos no modelo fatorial. A segunda parte, denotada por ψ_k , é a parte da variabilidade de \mathbf{Z}_k explicada pelo erro aleatório ε_k , o qual é específico para cada variável \mathbf{Z}_k . Essa parte é chamada de unicidade. Como as variáveis \mathbf{Z}_k têm variância um, segue que $h_k^2 + \psi_k = 1$.

Para uma melhor interpretação dos fatores $\mathbf{F}_1, \mathbf{F}_2, \dots, \mathbf{F}_m$, evitando a aparição de coeficientes l_{kj} de grandeza numérica similar e não desprezível em vários fatores diferentes, foi aplicada a transformação ortogonal varimax.

Aplicando o critério de *Kaiser*, foram definidos quatro fatores ($m=4$), ou seja, somente quatro autovalores da matriz das variáveis padronizadas do constructo desempenho apresentaram autovalor maior ou igual a 1. Com o critério de *Kaiser*, foi alcançada a explicação de 85,4% da variabilidade total dos dados relacionados ao desempenho, fato que pode ser observado na tabela 13.

Os indicadores para o constructo desempenho foram criados a partir dos escores provindos da análise fatorial e estimados pelo método da regressão, que é o mais utilizado para a estimação de escores.

A partir da tabela 13, avaliando as cargas fatoriais, os quatro fatores foram nomeados como: *Rentabilidade*, *Estrutura de Capital*, *Investimento CDG* e *Operacional CDG*. Para os quatro fatores, foram calculados os escores, de acordo com o método da regressão, criando, assim, o que se denominou como indicadores relacionados ao desempenho. Quanto maior os valores dos indicadores *Rentabilidade*, *Estrutura de Capital*, *Investimento CDG* e *Operacional CDG* maior, ou melhor a *Rentabilidade*, *Estrutura de Capital*, *Investimento CDG* e *Operacional CDG*.

Tabela 13 Fatores Análise Fatorial – variáveis dependentes de desempenho

Variáveis	Fator-1	Fator-2	Fator-3	Fator-4	Comunalidade
	Rentabilidade	Estrutura de Capital	Investimento CDG	Operacional CDG	
ML	0,910	0,090	-0,050	0,100	0,850
ROE	0,890	-0,260	-0,010	0,050	0,870
ROI	0,880	0,220	0,120	-0,210	0,880
ROA	0,850	0,390	-0,030	0,120	0,880
MB	-0,010	0,800	0,020	0,300	0,730
CT. PL	-0,230	-0,790	-0,070	0,280	0,760
At. Financ. CDG	-0,060	0,020	0,940	-0,110	0,900
At. Invest. CDG	0,090	0,080	0,780	0,510	0,890
At. Operac. CDG	-0,040	-0,030	-0,060	0,960	0,930
Variância Explicada	35,4%	17,2%	16,9%	15,9%	
Acumulada	35,4%	52,6%	69,4%	85,4%	

(KMO = 0,520; Valor-p=0,000 (Teste de Esfericidade de Bartlett)

Fonte - Elaborado pelo autor da tese.

Pode-se observar, por meio da carga fatorial do Fator – 1, *Rentabilidade*, que esse fator corresponde a uma capacidade de resposta na ordem de aproximadamente 87% do poder de assimilação do conjunto das variáveis, apurado por meio da comunalidade. Já o Fator – 2,

Estrutura de Capital, 75%. O Fator – 3, *Investimento CDG*, com 90% e o Fator – 4, *Operacional CDG*, com 93%.

Verifica-se, também, que foi alcançada a explicação de 85,4% da variabilidade total dos dados e que o Fator – 1, *Rentabilidade*, representa 35,4% desse total, o Fator – 2, *Estrutura de Capital*, representa 17,2%, o Fator – 3, *Investimento CDG*, 16,9%, e, por último, o Fator – 4, *Operacional CDG*, 15,9%. Observa-se que há um equilíbrio nos fatores 2, 3 e 4, com maior pujança no fator 1.

Outro ponto a observar é que o sentido das variáveis caminha na mesma direção, ou seja, no caso do Fator – 1, *Rentabilidade*, à medida que as variáveis (ML, ROE, ROI, ROA) aumentam, melhoram a capacidade de predição do fator. O mesmo ocorre no Fator – 3 *Investimento CDG*, que, com o aumento das variáveis (At.Financ. CDG, At.Investi. CDG,), também propicia aumento da predição do fator. Já o Fator – 4, *Operacional CDG*, composto pela variável (At.Operac. CDG), apresentou-se com variação positiva, o que pode ser justificado em função de quanto maior o volume das atividades operacionais em relação ao capital de giro, maior será o desempenho da cooperativa de crédito.

O mesmo não ocorre para o Fator – 2, *Estrutura de Capital*, composto pelas variáveis (MB, CT./PL.), pois à medida que a margem bruta aumenta, a relação entre o capital de terceiro e o capital próprio diminui. Esse fato pode ser observado devido ao impacto da taxa de carregamento dos depósitos e dos juros sobre o capital próprio, para aquelas cooperativas de crédito que o fazem.

Com o $KMO = 0,520$, uma vez que o limite para inviabilizar a análise fatorial seria 0,50, conforme Hair *et al.* (2009, p.120), tem-se que o modelo de análise fatorial pode ser adequadamente ajustado nessa amostra. O valor-p=0,000 no teste de esfericidade de *Bartlett* evidencia que a matriz de correlação para as variáveis da criação não é identidade, o que significa que existem correlações significativas entre esse conjunto de variáveis, suposição necessária para o ajuste do modelo fatorial. Os testes de *KMO* e esfericidade de *Bartlett* encontram-se calculados na tabela 13.

4.7.1.3 Variáveis latentes independentes – Governança corporativa

As definições das perguntas do questionário desta pesquisa se basearam nas literaturas bibliográficas nacional e internacional sobre governança corporativa, principalmente em Ventura *et al.* (2009) e na Resolução BACEN nº 3.859 de 25/07/2010 (BRASIL, 2010).

As variáveis independentes relativas à governança corporativa foram criadas por meio de um questionário de pesquisa *survey*, com o objetivo de estabelecer um índice de governança corporativa para as cooperativas de crédito.

Para criação do constructo foram observadas a solidez e a eficiência do sistema financeiro no segmento de cooperativas de crédito captador por meio do questionário. Para tal, foi utilizada a técnica econométrica de análise de componentes principais. As nomenclaturas desses constructos acompanharam a base formada por Ventura *et al.* (2009), sendo: *Direção Estratégica, Fiscalização e Controle, Gestão Executiva e Representação e Participação*.

Ainda, conforme Ventura *et al.* (2009), por meio desses constructos buscou-se maior identificação da governança corporativa aplicável às cooperativas de crédito e, também, para verificar como a adoção de boas práticas de governança corporativa poderá se equacionar e não simplesmente, transpor as práticas adotadas em outros países.

As variáveis independentes de governança corporativa foram utilizadas como forma de captar características dos dados para obter um estudo descritivo para a pesquisa, cujos critérios foram estabelecidos por meio da Análise de Componentes Principais (ACP). Assim sendo, as variáveis foram aglutinadas em componentes principais conforme quadro 11 Indicadores Independentes – Governança Corporativa.

Quadro 11- Indicadores Independentes – Governança Corporativa

Dimensão	Sub-dimensão	Variáveis
Direção Estratégica	Filiação Central	Cooperativa participa de Central
Direção Estratégica	Responsabilidade Corporativista	Quantidade de PA
Direção Estratégica	Capacitação Presidente	Grau de Instrução do Diretor Presidente
Direção Estratégica	Cooperativa Participa dos Treinamentos	Cooperativa Participa dos Treinamentos da OCEMG/Central
Fiscalização e Controle	Ética Cooperativista	Tempo de Atuação no Conselho Fiscal
Fiscalização e Controle	Colaboradores	Quantidade funcionários/terceirizados
Fiscalização e Controle	Ética Cooperativista	Opera com outras cooperativas (Intercooperação)
Fiscalização e Controle	Necessidade de Capacitação Geral	Existe capacitação: dirigentes/empregados/cooperados
Fiscalização e Controle	Comunicação Cooperativa	Tipos de Mecanismos de comunicação
Fiscalização e Controle	Comunicação Cooperativa	Existe comunicação com o Diretor Presidente
Fiscalização e Controle	Comunicação Cooperativa	Cooperativa tem meio de comunicação: Jornal/boletim
Gestão Executiva	Prestação de Contas	Alavancagem Operacional (Cart Op.- Cart. Dep.)
Gestão Executiva	Prestação de Contas	Total de Impostos Arrecadados (R\$)
Gestão Executiva	Prestação de Contas	Patrimônio Líquido (R\$)
Gestão Executiva	Prestação de Contas	Ativos Totais (Tamanho da Empresa) (R\$)
Gestão Executiva	Prestação de Contas	Sobras Líquidas (R\$)
Gestão Executiva	Prestação de Contas	Total de Investimentos (Cultural/Social/Ambiental/Local) (R\$)
Gestão Executiva	Benefício Empregados	Salários/benefícios a empregados (R\$)
Gestão Executiva	Planejamento Estratégico	Existe um planejamento Estratégico
Gestão Executiva	Capacitação Técnica Dirigentes	Qual a área de capacitação técnica para Dirigentes
Gestão Executiva	Cooperativa tem Recursos Humanos	Existe Departamento de RH
Representação e Participação	Transparência	Tempo de Atuação no Conselho de Administração da Diretoria
Representação e Participação	Transparência	Quantidade de Membros do Conselho de Administração
Representação e Participação	Representação Corporativa	Quantidade de associados
Representação e Participação	Representação Corporativa	Variação anual dos Associados
Representação e Participação	Representação Corporativa	Grau de Credibilidade dos Associados
Representação e Participação	Representação Corporativa	Quantidade Cooperados na Última Assembleia
Representação e Participação	Representação Corporativa	Participação de associados na Última Assembleia
Representação e Participação	Dificuldade de Capacitação Geral	Qual a Dificuldade de capacitação dirigentes/função/associados
Representação e Participação	Dificuldade de Capacitação Geral	Existe dificuldade de adaptação para o mercado
Representação e Participação	Educação Cooperat func./associados	Qual o tipo de treinamentos ofertado aos funcionários/Associados

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Nesta pesquisa, foram consideradas 63 variáveis representativas dos mecanismos da governança corporativa, que formaram os constructos *Direção Estratégica*, *Fiscalização e Controle*, *Gestão Executiva* e *Representação e Participação*, conforme quadro 11. Também, devido ao alto número de variáveis e ao fato de serem correlacionadas entre elas, foi necessário aplicar técnicas econométricas para reduzir o número de dimensões e, consequentemente, produzir um indicador capaz de representar todas as variáveis.

Para construção do indicador de governança foram utilizados quatro métodos, de modo a verificar se eles produziam resultados semelhantes. O primeiro método, IGC igualmente ponderado, foi utilizado unicamente para uma validação interpretativa dos demais, sendo construído a partir da média aritmética de todas as 63 variáveis dos mecanismos da governança padronizadas. O segundo método, IGC_PAD, foi extraído da análise de componentes principais, sendo definido como a média ponderada de todas as componentes,

sendo suas variâncias (autovalores) os pesos. O terceiro método, IGC_PAD_KAISER, segue o mesmo princípio do segundo método, porém utiliza, na média ponderada, somente as componentes com variância maior que 1. Para o quarto método, IGC_PAD_PRIM, foi considerada somente a primeira componente.

A criação do índice de governança corporativa, IGC_PAD, foi fundamentada sobre a metodologia proposta por Nagar e Basu (2002). Segundo os mesmos autores, essa técnica calcula um índice sobre a média ponderada de todas as componentes principais obtidas na Análise de Componentes Principais (ACP), sendo que os pesos correspondem às variâncias proporcionais de cada um deles, o que possibilita a elaboração de variáveis sintéticas, que não existem isoladamente, mas que são representadas por combinações lineares de outras variáveis.

A técnica de ACP converte uma matriz de dados X , com N observações de K indicadores, em um conjunto novo de K variáveis ortogonais, de modo que a primeira delas tenha a máxima variância possível (NAGAR e BASU, 2002). Com isso, o conjunto das 63 variáveis relacionadas às boas práticas de governança foi substituído por um número igual de componentes principais, de forma que a variância total dos indicadores fosse representada por tais componentes. Em síntese, o método da ACP busca explicar a estrutura de variância e covariância de um vetor aleatório, mediante combinações lineares das variáveis aleatórias. As combinações lineares construídas são denominadas *componentes principais*, sendo que de K variáveis é possível obter K componentes principais. No procedimento proposto, todas as variáveis causais são substituídas por igual número de componentes, explicando, assim, 100% das variações (NAGAR e BASU 2002).

De acordo com Krishnakumar e Nagar (2008), o primeiro componente principal e a média ponderada de todas as componentes geradas na análise, com ponderações dadas por seus respectivos autovalores, são os dois métodos para criação de índices mais frequentemente empregados, quando se utilizam componentes principais. No entanto, quando se considera somente a primeira componente, tem-se o problema de uma pequena explicação da variabilidade dos dados, enquanto, quando se consideram todos, tem-se o problema que as últimas componentes apresentam uma variância menor que 1, ou seja, contribuem menos que uma única variável padronizada. Dessa forma, adotou-se um método intermediário, que se denominou IGC_PAD_KAISER, que segue o mesmo princípio do método proposto por

Nagar e Basu (2002), porém é realizada média ponderada somente dos componentes com variância maior que 1.

Para obter os componentes principais, o primeiro passo a ser adotado é padronizar as variáveis, para evitar o problema de que as ponderações sejam feitas com base nas diferenças de unidades de medida. A padronização implica, para cada variável, subtrair sua média e dividir o resultado pelo desvio-padrão. Dessa forma, considerando a matriz X, com N observações com as 63 variáveis do mecanismo de governança, tem-se que

$$X = \begin{bmatrix} X_{1,1} & \dots & X_{1,63} \\ \vdots & & \vdots \\ X_{N,1} & \dots & X_{N,63} \end{bmatrix}$$

Sendo que cada uma das variáveis foi padronizada da seguinte forma, $X_k = \frac{X_k - \bar{X}_k}{\sigma_{X_k}}$, com $k=1,2,\dots,N$. Em que \bar{X}_k é a média aritmética e σ_{X_k} o desvio-padrão da variável X_k .

O segundo passo consiste em obter a matriz de correlação das variáveis e em resolver a seguinte equação determinística para λ : $|R - \lambda I| = 0$, em que R é a matriz de correlação das variáveis padronizadas.

O terceiro passo consiste em encontrar os autovetores (α) correspondentes a cada λ , mediante a resolução da equação matricial $(R - \lambda I)\alpha = 0$, sujeita a restrição $\alpha^t \alpha = 1$.

Por fim, encontram-se as componentes principais dadas por:

$$\begin{cases} PC_1 = a_{1,1}X_1 + a_{1,2}X_2 + \dots + a_{1,63}X_{63} \\ PC_2 = a_{2,1}X_1 + a_{2,2}X_2 + \dots + a_{2,63}X_{63} \\ \vdots \\ PC_{63} = a_{63,1}X_1 + a_{63,2}X_2 + \dots + a_{63,63}X_{63} \end{cases}$$

Para extrair o índice de governança ponderado proposto por Nagar e Basu (2002), foram realizados os seguintes passos:

$$IGC = \left[\frac{\lambda_1 PC_1 + \lambda_2 PC_2 + \dots + \lambda_{63} PC_{63}}{\lambda_1 + \lambda_2 + \dots + \lambda_{63}} \right],$$

em que $\lambda_1 = \text{var}(PC_1)$, sendo que $\lambda_k(\text{pesos}) = \frac{\lambda_k}{\sum_{k=1}^{63} \lambda_k}$.

Para padronizar o índice IGC para um escala de 0 a 1, sendo os maiores valores indicativos de uma governança corporativa de alta qualidade e os menores valores indicativos de uma governança corporativa de baixa qualidade, utilizou-se a seguinte equação:

$$IGC_{PAD} = \left[\frac{IGC_k - \min(IGC_k)}{\max(IGC_k) - \min(IGC_k)} \right]$$

Segundo Nagar e Basu (2002), para se obter a importância relativa de cada uma das variáveis que fazia parte do índice de governança, foi necessário substituir os componentes principais (PC_1, PC_2, \dots, PC_k) pela combinação linear que eles representam. A partir daí, a reorganização dos termos da equação possibilitou que se calculassem os pesos de cada variável. Logo, com base em Correia (2008), trabalhou-se com os seguintes passos:

$$IGC = \left[\frac{\lambda_1 PC_1 + \lambda_2 PC_2 + \dots + \lambda_{63} PC_{63}}{\lambda_1 + \lambda_2 + \dots + \lambda_{63}} \right],$$

$$IGC = [\lambda_1(a_{1,1}X_1 + a_{1,2}X_2 + \dots + a_{1,63}X_{63}) + \dots + \lambda_{63}(a_{63,1}X_1 + a_{63,2}X_2 + \dots + a_{63,63}X_{63})] * \frac{1}{\sum_{k=1}^{63} \lambda_k},$$

$$IGC = \left[\lambda_1(a_{1,1} \left(\frac{X_1 - \bar{X}_1}{\sigma_{X_1}} \right) + a_{1,2} \left(\frac{X_2 - \bar{X}_2}{\sigma_{X_2}} \right) + \dots + a_{1,63} \left(\frac{X_{63} - \bar{X}_{63}}{\sigma_{X_{63}}} \right)) + \dots + \lambda_{63}(a_{63,1} \left(\frac{X_1 - \bar{X}_1}{\sigma_{X_1}} \right) + a_{63,2} \left(\frac{X_2 - \bar{X}_2}{\sigma_{X_2}} \right) + \dots + a_{63,63} \left(\frac{X_{63} - \bar{X}_{63}}{\sigma_{X_{63}}} \right)) \right] \frac{1}{\sum_{k=1}^{63} \lambda_k}$$

$$IGC = \left[-\bar{X}_1 \left(\frac{\lambda_1 a_{1,1} + \dots + \lambda_{63} a_{63,1}}{\sigma_{X_1}} \right) - \dots - \bar{X}_{63} \left(\frac{\lambda_1 a_{1,63} + \dots + \lambda_{63} a_{63,63}}{\sigma_{X_{63}}} \right) \right] * \frac{1}{\sum_{k=1}^{63} \lambda_k} + \left[X_1 \left(\frac{\lambda_1 a_{1,1} + \dots + \lambda_{63} a_{63,1}}{\sigma_{X_1}} \right) + \dots + X_{63} \left(\frac{\lambda_1 a_{1,63} + \dots + \lambda_{63} a_{63,63}}{\sigma_{X_{63}}} \right) \right] * \frac{1}{\sum_{k=1}^{63} \lambda_k}$$

Decompondo a primeira parcela dessa equação (parte sombreada) de Y, tem-se que

$$IGC = \gamma + \left[\frac{1}{\sigma_{X_1}} \left(\frac{\lambda_1 a_{1,1} + \dots + \lambda_{63} a_{63,1}}{\lambda_1 + \dots + \lambda_{63}} \right) \right] X_1 + \dots + \left[\frac{1}{\sigma_{X_{63}}} \left(\frac{\lambda_1 a_{1,63} + \dots + \lambda_{63} a_{63,63}}{\lambda_1 + \dots + \lambda_{63}} \right) \right] X_{63}$$

Sendo $\left[\frac{1}{\sigma_{x_1}} \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{1,1} + \dots + \lambda_{63} \alpha_{63,1}}{\lambda_1 + \dots + \lambda_{63}} \right) \right]$ o peso para x_1 e assim respectivamente.

De acordo com Peixoto (2012), os pesos representam a ordem de relevância das variáveis na composição do índice. Em suma, eles representam a parcela de contribuição de cada variável no valor total do Índice de Governança Corporativa (IGC). Esses pesos foram também padronizados, admitindo valores entre 0 e 1, permitindo, com o resultado, verificar a contribuição das quatro dimensões da governança no índice IGC, conforme tabela 14 – Índice de Governança Corporativa – Pesos, sendo *Gestão Executiva*; *Representação e Participação*; *Fiscalização e Controle*; e *Direção Estratégica*.

Os índices IGC_PAD_KAISER e IGC_PAD_PRIM seguiram a mesma metodologia apresentada acima, proposta por Nagar e Basu (2002), sendo que IGC_PAD_KAISER considerou somente as componentes com os autovalores (λ) maiores que 1 e IGC_PAD_PRIM considerou somente a primeira componente.

Assim como em Peixoto (2012), é importante destacar que a primeira etapa dos cálculos (até a obtenção do IGC_PAD), foi realizada para todos os três índices propostos nesta pesquisa (IGC_PAD, IGC_PAD_KAISER e IGC_PAD_PRIM). Mas a segunda etapa (obtenção dos pesos X_1, \dots, X_k) foi efetuada apenas para o IGC_PAD. Procedeu-se, dessa forma, visto que o objetivo era verificar o percentual de contribuição das 63 variáveis, entre as quatro dimensões propostas: *Direção Estratégica*, *Fiscalização e Controle*, *Gestão Executiva* e *Representação e Participação*.

A tabela 14 Índice de Governança Corporativa - Pesos, apresenta os pesos atribuídos para cada dimensão do índice de governança corporativa.

Tabela 14 - Índice de Governança Corporativa - Pesos

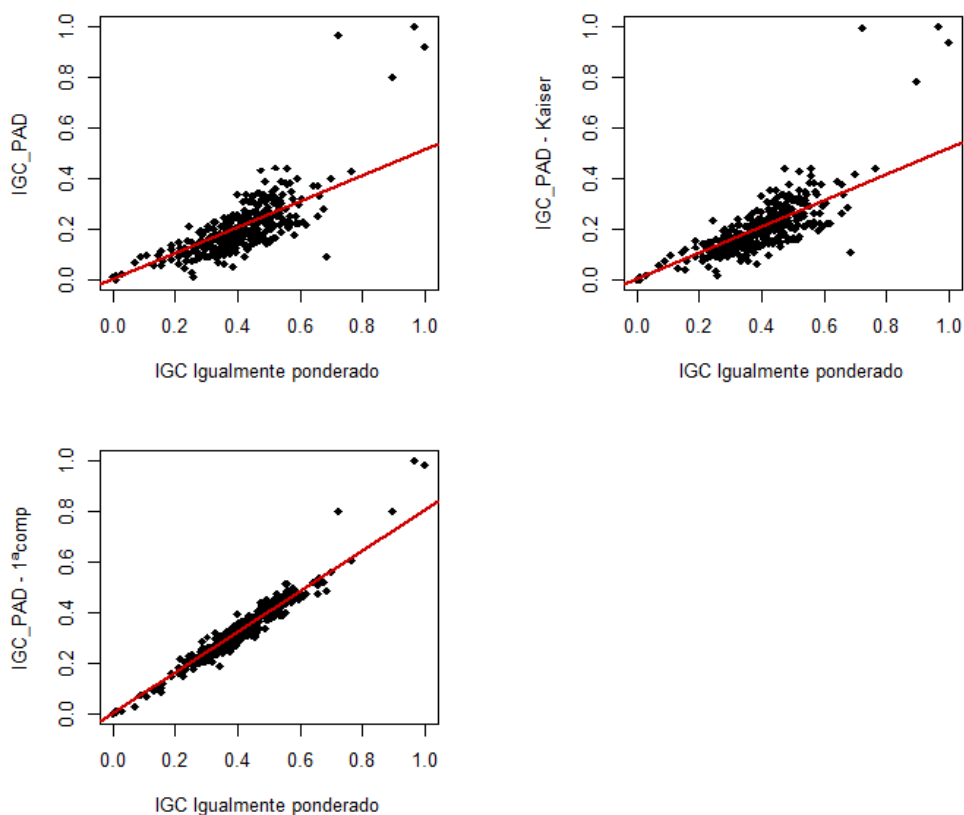
Constructos da Governança Corporativa	Pesos
GESTÃO EXECUTIVA	40,31%
Capacitação Técnica Dirigentes	23,33%
Prestação de Contas	9,11%
Benefício Empregado	3,64%
Planejamento Estratégico em TI	2,75%
Cooperativa tem Recursos Humanos	1,47%
REPRESENTAÇÃO E PARTICIPAÇÃO	34,07%
Educação Cooperativista Funcionários e Associados	18,56%
Representação Corporativa	7,89%
Dificuldade de Capacitação Geral	4,02%
Transparência	3,60%
FISCALIZAÇÃO E CONTROLE	18,28%
Comunicação Cooperativa	5,76%
Necessidade de Capacitação Geral	5,39%
Ética Cooperativista	3,56%
Colaboradores	3,58%
DIREÇÃO ESTRATÉGICA	7,34%
Capacitação Funcionários	1,82%
Responsabilidade Cooperativista	1,78%
Capacitação Presidente	1,52%
Cooperativa Participa dos Treinamentos	1,19%
Filiação Central	1,04%

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Na tabela 14 Índices de Governança Corporativa – Pesos, encontram-se os pesos somados por dimensão. Nela se observa que *Gestão Executiva* foi a dimensão mais importante, representando 40,31% da importância do índice de governança corporativa, seguido da dimensão *Representação e Participação* com 34,07% da importância do índice de governança corporativa. Dentro da *Gestão Executiva*, pode-se destacar a capacitação técnica dos dirigentes representando 23,33% dos 40,31% da importância da dimensão *Gestão Executiva*. Já, para a dimensão *Representação e Participação*, mais da metade de sua importância vem da educação cooperativista do funcionários e associados. No quadro 11 – Indicadores Independentes – Governança Corporativa, pode-se observar cada uma das variáveis que compuseram o índice, ordenadas pela dimensão e subdimensão.

A seguir será apresentado o gráfico 5 Validação Interpretativa e Robustez dos Índices de Governança Corporativa, que tem o objetivo de confirmar os testes aplicados.

Gráfico 5 - Validação Interpretativa e Robustez dos Índices de Governança Corporativa



Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Por meio do gráfico 5, podem-se verificar os índices IGC_PAD, IGC_PAD_KAISER e IGC_PAD_PRIM, face ao índice IGC igualmente ponderado. Pode-se notar que existe uma forte relação linear entre eles, validando a interpretação dos índices construídos: que quanto mais o valor do índice se aproxima de um, maior a qualidade da governança corporativa. Naturalmente, quanto menos o valor do índice se aproxima de zero, menor a qualidade da governança corporativa.

A tabela 15, Teste de *Mann-Whitney* para o Índice de Governança Corporativa, apresenta as técnicas estatísticas descritivas e o Teste de *Mann-Whitney* aplicável para validar o índice de governança corporativa entre os anos 2010 e 2012.

Tabela 15 – Teste de *Mann-Whitney* para o Índice de Governança Corporativa

IGC	Ano	N	Média	E.P.	1ªQ	2ªQ	3ªQ	Valor-p
IGC_PAD	2010	165	0,197	0,008	0,140	0,179	0,240	0,3141
	2012	158	0,211	0,010	0,136	0,191	0,256	
IGC_PAD_KAISER	2010	165	0,200	0,008	0,145	0,183	0,238	0,2810
	2012	158	0,215	0,010	0,140	0,196	0,261	
IGC_PAD_PRIM	2010	165	0,321	0,010	0,247	0,319	0,397	0,3698
	2012	158	0,333	0,009	0,257	0,331	0,397	

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Com base na tabela 15 Teste de *Mann-Whitney* para o índice de governança corporativa, pode-se verificar que, independentemente da metodologia do índice, a qualidade da governança corporativa média na amostra pesquisada é baixa, de acordo com o (IGC_PAD: 0,197 em 2010 e 0,211 em 2012). Em todos os outros índices houve um aumento da qualidade da governança corporativa de 2010 quando comparado com 2012, sendo (IGC_PAD_KAISER de 0,200, em 2010, e de 0,215, em 2012) e, (IGC_PAD_PRIM de 0,321 em 2010 e de 0,3333, em 2012). Porém, de acordo com o Teste de *Mann-Whitney*, não houve diferença significativa entre os anos 2010 e 2012, indicando que a melhora percebida em dois anos pode ter sido ocasionada por variação amostral, uma vez que o valor-p não foi significativo, sendo (IGC_PAD 0,3141), (IGC_PAD_KAISER 0,2810) e (IGC_PAD_PRIM 0,3698). Em relação aos quartis²³ (Q) e ao erro-padrão²⁴ (E.P.), não ocorreram variações relevantes.

4.7.2 Variáveis de Controle

Nesta seção, os fatores de controle utilizados constituem-se das variáveis que ajudam a explicar os indicadores independentes de criação de valor e de desempenho, de modo a mitigar a possibilidade de distorções nos resultados devido à influência das variáveis omitidas dos modelos apresentados.

Assim, essas variáveis foram incorporadas de forma a utilizar corretamente os métodos propostos e essa prática tem como meta a obtenção de resultados que possam informar adequadamente a relação entre governança corporativa e criação de valor e desempenho, apresentando resultados mais utilizados para a pesquisa.

²³ Medida de posição que representa o quadrante da variável.

Desse modo, as variáveis de controle são ajustadas de modo a proporcionar maior eficácia para os modelos. Nesse contexto, as variáveis de controle têm como função ajudar a explicar cada um dos aspectos avaliados em relação à criação de valor e desempenho.

Para Stock e Watson (2004), as variáveis de controle correspondem a regressores que controlam os fatores que determinam a variável dependente. Correia (2008, p. 145) explica que “[...] a não inclusão de variáveis importantes em um modelo implica má especificação”.

Tendo como base a literatura acerca das variáveis de controle, as mesmas foram selecionadas com o objetivo de isolar sua influência sobre a relação entre as variáveis de interesse deste estudo. Assim é que a tabela 19 – Composição dos Indicadores e das Variáveis dos Modelos, traz uma posição detalhada das variáveis de controles utilizadas na pesquisa.

4.7.2.1 Variáveis de controle – Criação de valor

Com o propósito de ajudar na explicação dos indicadores independentes do índice de governança corporativa, especificamente no caso dos indicadores dependentes de *criação de valor* foram escolhidas as variáveis de *desempenho*, a saber: CT/PL, ROE, ROA, ML isso porque não seria proveitoso utilizar uma variável de controle de criação de valor constante da própria variável de criação de valor. Assim sendo, quando da análise da variável dependente *criação de valor* foram escolhidos variáveis de controle do construto *desempenho*.

Mecanismos similares foram utilizados nas pesquisas de Bohren e Odegaard (2004), Silveira, Barros e Fama (2005), Gollner (2006), Dami (2006), Rolim (2009), Lameira, Júnior e Motta (2005), Alencar e Lopes (2005) e Peixoto (2012).

4.7.2.2 Variáveis de controle – Desempenho

Com o propósito de auxiliar na explicação dos indicadores independentes do índice de governança corporativa, especificamente no caso dos indicadores dependentes de *desempenho*, foram escolhidas as variáveis de *criação de valor*, a saber: Alav_op, EBITDA/AT, Tx.Cresc.Rec., Marg.L.Op., Cust.Med.K. Como no caso anterior, a ideia é de

²⁴ Corresponde a uma medida de precisão da média amostral, calculado dividindo-se o desvio-padrão pela raiz quadrada do tamanho da amostra.

não utilizar uma variável de controle de *desempenho* constante da própria variável de *desempenho*. Assim sendo, quando da análise da variável dependente *desempenho* foram escolhidas variáveis de controle do construto *criação de valor*.

Mecanismos similares foram utilizados nas pesquisas de Bohren e Odegaard (2004), Silveira, Barros e Fama (2005), Dami (2006), Salmasi (2007), Velásquez (2008), Rolim (2009) e Peixoto (2012).

4.8 Análise Descritiva das Variáveis Utilizadas nos Modelos

Serão apresentadas as variáveis latentes criadas a partir das variáveis de *criação de valor*, *desempenho* e *governança corporativa*.

4.8.1 Variáveis que formaram as Variáveis Latentes - Criação de Valor

Por meio da tabela 16 – Análise descritiva – Criação de valor, são apresentadas as variáveis dependentes que formaram as variáveis latentes que compõem os modelos de regressão com dados em painel.

Tabela 16 – Análise descritiva – Criação de valor

Criação de Valor	Ano = 2010			Ano = 2012		
	N	Média	D.P.	N	Média	D.P.
Alav. Op.	165	2,829	20,448	158	27,428	315,999
AVA	165	0,117	0,129	158	0,118	0,091
Inv.Tot./1.000.000	165	1,451	3,578	158	2,400	7,826
Alav. Financ*10 ¹¹	165	-0,0044	0,1280	158	-0,0033	0,0182
EBITDA./AT	165	0,036	0,029	158	0,035	0,026
Tx.Cresc.Rec.	165	1,189	0,415	158	1,117	0,135
FCL	165	1,477	1,621	158	1,419	1,526
EVA/1.000.000.000	165	1316,5	11199,4	158	2511,7	21191,1
Inv.A.Fixo/1.000.000	165	2,338	5,105	158	3,684	11,033
Marg. L. Op.	165	0,165	0,127	158	0,165	0,111
CDG/1.000.000	165	7,719	10,291	158	10,834	12,634
Cust.Med.K	165	3,270	3,043	158	3,257	3,091
Rent.KP	165	0,181	0,257	158	0,181	0,149

DP=Desvio-padrão (medida de dispersão que indica quanto os dados afastam da média).

N=Número de observações.

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Por meio da tabela 16, observa-se que as variáveis Alav.Op. Inv.Tot. EVA, e, Inv.A.Fixo, apresentaram aumento relevante na média ao longo do período analisado. Cabe ressaltar que as variáveis Alav.Op. e EVA tiveram, também, crescimento expressivo no desvio-padrão, o que revela afastamento da média.

Ainda, na tabela 16, ressalta-se que as variáveis AVA, Alav.Financ., EBITDA/AT, Tx.Cresc.Rec., FCL, EVA, Marg.L.Op., CDG, Cust.Me.K. e, Rent.Kp., não apresentaram variações relevantes em suas características ao longo do período analisado.

4.8.2 Variáveis que formaram as Variáveis Latentes - Desempenho

Por meio da tabela 17 – Análise descritiva – Desempenho, são apresentadas as variáveis que formaram as variáveis latentes que compõem os modelos de regressão com dados em painel.

Tabela 17– Análise Descritiva – Desempenho

Desempenho	Ano = 2010			Ano = 2012		
	N	Média	D.P.	N	Média	D.P.
CT.PL	165	3,549	3,640	158	3,285	2,833
ROE	165	0,124	0,129	158	0,130	0,095
ROI	165	0,061	0,071	158	0,064	0,050
ROA	165	0,038	0,031	158	0,037	0,027
ML	165	0,255	0,237	158	0,239	0,154
MB	165	0,422	0,370	158	0,469	0,292
At.Operac.CDG	165	-0,064	0,594	158	-0,115	0,285
At.Invest.CDG	165	0,082	0,468	158	0,173	0,255
At.Financ.CDG*1.000.000	165	0,073	0,671	158	0,041	0,090

DP=Desvio-padrão (medida de dispersão que indica quanto os dados afastam da média).

N=Número de observações.

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Por meio da tabela 17, observa-se que a variável At.Invest.CDG, apresentou aumento relevante na média ao longo do período analisado, porém, com redução em seu desvio-padrão; As variáveis CT.PL. e, At.Financ.CDG. revelaram uma retração em relação a média ao longo do período e, ainda redução em seus desvios-padrão.

Ainda, na tabela 17, ressalta-se que as variáveis ROE, ROI, ROA, ML, MB e, At.Operac.CDG. não apresentaram variações relevantes em suas estatísticas ao longo do período analisado.

4.8.3 Variáveis que formaram as Variáveis Latentes – Governança corporativa

Por meio da tabela 18 – Análise descritiva – Governança corporativa, são apresentadas as variáveis que formaram as variáveis latentes que compõem os modelos de regressão com dados em painel, com suas estatísticas de média e desvio-padrão.

Tabela 18 – Análise descritiva – Governança corporativa

Governança Corporativa	Ano = 2010			Ano = 2012		
	N	Média	D.P.	N	Média	D.P.
Cooperativa participa de Central	165	0,903	0,297	158	0,905	0,294
Quantidade de Membros do Conselho de Administração	165	3,273	1,504	158	3,025	1,359
Tempo de atuação do Conselho Fiscal	165	2,012	0,911	158	2,229	1,169
Tempo de atuação no Conselho de Administração da Diretoria	165	3,931	4,278	158	4,653	5,154
Variação anual dos Associados	165	325,84	628,31	158	473,41	1080,97
Grau de Credibilidade dos Associados	165	7,643	9,375	158	0,067	0,175
Quantidade de associados	165	419,70	1799,95	158	410,97	2525,41
Quantidade Cooperados na última Assembleia	165	0,091	0,171	158	0,076	0,153
Quantidade funcionários/terceirizados	165	35,170	37,833	158	39,481	40,962
Participação de associados na última Assembleia	165	3,473	7,701	158	4,665	12,302
Quantidade de PA	165	3,715	6,919	158	3,956	7,135
Grau de Instrução do Presidente	165	0,018	0,134	158	0,025	0,158
Existe capacitação: dirigentes/empregados/cooperados	165	0,242	0,430	158	0,291	0,456
Qual a dificuldade de capacitação dirigentes/funcion./associados	165	0,188	0,392	158	0,209	0,408
Existe dificuldade de adaptação para o mercado	165	0,067	0,250	158	0,082	0,276
Existe um planejamento Estratégico	165	0,503	0,502	158	0,627	0,485
Tipos de mecanismos de comunicação	165	0,400	0,491	158	0,449	0,499
Existe comunicação com o Diretor Presidente	165	0,218	0,414	158	0,342	0,476
Cooperativa tem meio de comunicação: Jornal/boletim	165	2,000	0,975	158	2,222	0,795
Cooperativa participa dos Treinamentos da OCEMG/CENTRAL	165	0,861	0,347	158	0,873	0,334
Qual a área de capacitação técnica para Dirigentes	165	0,939	0,239	158	0,962	0,192
Tipo de treinamentos ofertado aos funcionários/Associados	165	0,794	0,406	158	0,797	0,403
Existe Departamento de RH	165	0,467	0,500	158	0,513	0,501
Alavancagem Operacional (Cart Op. - Cart. Dep.)	165	1,566	65,331	158	-10,349	115,579
Opera com outras cooperativas (Intercooperação)	165	0,770	0,422	158	0,797	0,403
Total de Impostos Arrecadados (R\$)	165	0,578	1,351	158	0,697	1,219
Total de Investimentos (Cultural/Social/Ambiental/Local (R\$)	165	0,334	0,693	158	0,373	0,495
Patrimônio Líquido (R\$)	165	9,917	14,667	158	12,004	17,292
Ativos Totais (Tamanho da Empresa (R\$)	165	52,49	153,13	158	67,16	188,03
Sobras Líquidas (R\$)	165	7,852	89,446	158	1,283	1,975
Salários/benefícios a empregados (R\$)	165	0,826	1,276	158	1,070	1,555

DP=Desvio Padrão (medida de dispersão, indica quanto os dados afastam da média);

N=Número de observações;

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

A tabela 18 informa que inúmeras variáveis apresentaram crescimento relevante em média, ao passo que algumas poucas revelaram queda ou mesmo não tiveram variação relevante.

4.9 Análise das Variáveis do Modelo para Regressão com Dados em Painel

A seguir, tem-se o conjunto de indicadores e variáveis que irão compor os estudos econométricos que servirão de base para atender aos objetivos e responder o problema desta pesquisa.

A tabela 19 - Composição dos indicadores e das variáveis dos modelos, apresenta um resumo representativo dos indicadores criados a partir das variáveis latentes e das variáveis de controle para aplicação dos testes econométricos.

Tabela 19 – Composição dos indicadores e das variáveis dos modelos

Indicadores Dependentes	Variáveis de Controle	Indicador Independente
Agregação Valor	CT/PL; ROE; ROA; ML	Índice de Governança
Alavancagem	CT/PL; ROE; ROA; ML	Índice de Governança
Desenvolver Valor	CT/PL; ROE; ROA; ML	Índice de Governança
Fluxo de Caixa Livre	CT/PL; ROE; ROA; ML	Índice de Governança
Estrutura de Capital	Alav_Op.; EBITDA/AT; Tx.Cresc. Rec.; Marg.L.Op.; Cust.Med.K	Índice de Governança
Investimento CDG	Alav_Op.; EBITDA/AT; Tx.Cresc.Rec.; Marg.L.Op.; Cust.Med.K	Índice de Governança
Rentabilidade Operacional CDG	Alav_Op.; EBITDA/AT; Tx.Cresc.Rec.; Marg.L.Op.; Cust.Med.K	Índice de Governança

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Na tabela 19 – Composição dos indicadores e das variáveis dos modelos, pode-se verificar os indicadores dependentes, variáveis de controle e os indicadores independentes que compuseram os modelos pesquisados.

Observa-se que os critérios para validação dos índices de governança foram aplicados nos testes de suposição e diagnóstico consoante da figura 10 – Testes de validação dos modelos com dados em painel.

Figura 10 – Teste de Validação dos modelos com dados em painel

Lagrange Multiplier (LM)	H0 $p > 0,05$ H1 $p < 0,05$	Intercepto = Intercepto <>	Agrupado Aleatório/Fixo
Hausman	H0 $p > 0,05$ H1 $p < 0,05$	Aleatório Fixo	
Breusch-Pagan Homocedasticidade	H0 $p > 0,05$ H1 $p < 0,05$	Homocedasticidade Não Homocedasticidade	
Wooldridge Autocorrelação	H0 $p > 0,05$ H1 $p < 0,05$	Não houve autocorrelação Houve autocorrelação	
HAC (Andrews) <i>Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent</i>		Se não ocorrer a posição ideal aplica-se o HAC, para correção	
Durbin-Wu-Hausman Endogeneidade	H0 $p > 0,05$ H1 $p < 0,05$	Não Endogeneidade Endogeneidade	

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Para análise e validação dos modelos de dados em painel foram observados a sequência dos testes de validação dos modelos verificando: o primeiro critério, teste de Lagrange Multiplier (LM), para identificar qual o modelo melhor se adapta em relação às variáveis, se o (valor- $p > 0,05$), será utilizado o modelo de dados em painel agrupado, ou seja, o efeito entre as unidades *cross section* e agrupado em um único intercepto, caso o (valor- $p < 0,05$) será analisado, qual o modelo para dados em painel entre o modelo aleatório ou fixo; o segundo critério, teste de Hausman, para verificar qual modelo melhor se adapta para aplicação de dados em painel, se o (valor- $p > 0,05$), se aplica o modelo com dados em painel aleatório, o que corresponde dizer que será utilizado um intercepto aleatório para as unidades *cross section*, se o (valor- $p < 0,05$), se aplica, então, o modelo com dados em painel fixo, ou seja, admite que cada unidade de *cross section* tenha seu próprio intercepto; o terceiro critério, teste de Andrews, caso haja heterocedasticidade e autocorrelação, com o intuito de corrigir a heteroscedasticidade e a autocorrelação; e o quarto critério, teste de Durbin-Wu-Hausman para analisar a endogeneidade, se (valor- $p < 0,05$), se aplica o teste de Durbin-Wu-Hausman para correção da endogeneidade.

5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

Este capítulo se ocupa de relatar os resultados da pesquisa quanto à relação existente entre indicadores de criação de valor e de desempenho face à governança corporativa. Inclusive, com a geração de um índice que indica a efetividade alcançada pelas cooperativas de crédito junto às práticas para seus associados ao par da alocação de boas práticas de governança corporativa.

5.1 Criação de Valor

A seguir serão mostrados os índices de governança corporativa validados por meio do gráfico 5 – Validação interpretativa e robustez dos índices de governança corporativa, de modo a confirmar os testes aplicados. Assim, são analisados os índices IGC_PAD, IGC_PAD_KAISER e IGC_PAD_PRIM, relacionando o Índice de Governança Corporativa (IGC), com os indicadores dependentes e as variáveis de controle, conforme proposto na tabela 19 – Composição dos indicadores e as variáveis dos modelos.

5.1.1 Índice de Governança Corporativa IGC_PAD

São apresentadas as variáveis dependentes relacionadas com a Criação de Valor (Agregação Valor, Desenvolver Valor; Fluxo de Caixa Livre e Alavancagem) que compuseram o índice de governança corporativa, no modelo de regressão com dados em painel IGC_PAD.

5.1.1.1 *Índice de governança corporativa dimensão - Agregação valor*

Por meio da tabela 20 – Regressão para a dimensão da agregação valor – IGC_PAD, apresentou-se o modelo de regressão com dados em painel para a validação do índice de governança corporativa baseado na dimensão de Criação de Valor.

A tabela 20 – Regressão para as dimensões da agregação valor – IGC_PAD, apresenta a validação do índice de governança padronizado para as dimensões de *Criação de Valor*, analisado a seguir.

Tabela 20– Regressão para as dimensões da agregação valor – IGC_PAD

Variáveis	Agregação Valor	
	β	Valor-p*
IGC-PAD	5,063	0,049
log(CT/PL)	-0,092	0,194
ROE	0,580	0,193
ROA	-3,194	0,298
ML	0,352	0,281
Constante	-1,022	0,015
Modelo Realizado	Aleatório	
Teste Lagrange Multiplier	0,000	
Teste de Hausman	0,063	
Teste de Homocedasticidade	0,000	
Teste de Autocorrelação	0,867	
Teste de Endogeneidade	0,294	
R2 ajustado	0,395	

* Inferência realizada utilizando o estimador HAC para estimar a matriz de covariância.

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Para *Agregação Valor*, foi rejeitada a hipótese de que os interceptos sejam iguais entre as unidades *cross-section* pelo teste Lagrange Multiplier (valor-p=0,00). Descartando-se, assim, a possibilidade de se ajustar o modelo de efeito agrupado. Pelo teste de *Hausman*, foi verificada a preferência pelo modelo de efeito aleatório ao invés do modelo de efeito fixo (valor-p=0,063).

Dessa forma, foi estimado o seguinte modelo de efeito aleatório:

$$\text{Agreg.de valor}_{it} = (-1,02 + \gamma_i) + 5,06(\text{IGC}_{PAD}_{it}) - 0,09 \log\left(\frac{CT}{PL}_{it}\right) + 0,58(\text{ROE}_{it}) - 3,19(\text{ROA}_{it}) + 0,35(\text{ML}_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Pelo valor-p do teste de endogeneidade de *Durbin-Wu-Hausman*, não se têm evidências para rejeitar a hipótese de que o índice IGC_PAD seja exógeno. Foi verificado, pelo teste de *Breusch-Pagan* (BREUSCH e PAGAN 1979), a existência de heterocedasticidade dos resíduos, violando a premissa básica de homocedasticidade. Pelo teste de autocorrelação de *Wooldridge*, não houve evidências de autocorrelação dos resíduos. Para obter estimadores consistentes para os erros-padrão (erros-padrão robustos a heterocedasticidade e autocorrelação) foi adotado o estimador HAC para a matriz de covariância. Dessa forma, pode-se interpretar que

- mantendo constantes as variáveis de controle, o índice de governança corporativa impacta significativamente (valor-p=0,049) de forma positiva a *Agregação Valor*, sendo que a cada unidade que se aumenta no índice de governança corporativa, espera-se um aumento médio de 5,063 unidades na variável latente *Agregação Valor*;
- mantendo constantes as demais variáveis inseridas no modelo, as variáveis de controle Log(CT/PL), ROE, ROA e ML não impactam significativamente o (valor-p>0,05), na variável *Agregação Valor*;
- o índice de governança corporativa foi capaz de explicar 39,5% da variabilidade existente na variável latente *Agregação Valor*.

5.1.1.2 Índice de governança corporativa dimensão - Desenvolver valor

É apresentada, por meio da tabela 21 – Regressão para a dimensão desenvolver valor – IGC_PAD, o modelo de regressão com dados em painel para a criação do índice de governança corporativa baseado na dimensão de *Criação de Valor*.

A tabela 21 – Regressão para as dimensões da desenvolver valor – IGC_PAD, apresenta a validação do índice de governança padronizado para as dimensões de *Desenvolver Valor*, analisado a seguir.

Tabela 21– Regressão para as Dimensões da Desenvolver Valor – IGC_PAD

Variáveis	Desenvolver Valor	
	β	Valor-p*
IGC-PAD	0,256	0,012
log(CT/PL)	0,042	0,001
ROE	5,154	0,000
ROA	6,884	0,000
ML	1,489	0,000
Constante	-1,356	0,000
Modelo Realizado	Aleatório	
Teste Lagrange Multiplier	0,000	
Teste de Hausman	0,134	
Teste de Homocedasticidade	0,000	
Teste de Autocorrelação	0,654	
Teste de Endogeneidade	0,187	
R2 ajustado	0,963	

* Inferência realizada utilizando o estimador HAC para estimar a matriz de covariância.

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Para *Desenvolver Valor* foi rejeitada a hipótese de que os interceptos sejam iguais entre as unidades *cross-section* pelo teste *Lagrange Multiplier* (valor-p=0,000) descartando, assim, a possibilidade de se ajustar o modelo de efeito agrupado. Pelo teste de *Hausman*, foi verificada a preferência pelo modelo de efeito aleatório ao invés do modelo de efeito fixo (valor-p=0,134). Dessa forma, foi estimado o seguinte modelo de efeito aleatório:

$$\text{Cria. de valor}_{it} = (-1,95 + \gamma_i) + 0,25(\text{IGC}_{PAD}_{it}) + 0,04 \log\left(\frac{CT}{PL}_{it}\right) + 5,15(\text{ROE}_{it}) + 6,88(\text{ROA}_{it}) + 1,48(\text{ML}_{it}) + \varepsilon_{it}$$

O valor-p do teste de endogeneidade de *Durbin-Wu-Hausman* não oferece evidências para rejeitar a hipótese de que o índice IGC-PAD seja exógeno. Foi verificada pelo teste de *Breusch-Pagan* (BREUSCH e PAGAN 1979) a existência de heterocedasticidade dos resíduos, violando a premissa básica de homocedasticidade. Pelo teste de autocorrelação de *Wooldridge*, não houve evidências de autocorrelação dos resíduos. Para obter estimadores consistentes para os erros-padrão (erros-padrão robustos a heterocedasticidade e autocorrelação) foi adotado o estimador HAC para a matriz de covariância. Dessa forma, pode-se interpretar que

- mantendo constantes as variáveis de controle, o índice de governança corporativa impacta significativamente (valor-p=0,012) de forma positiva *Desenvolver Valor*, sendo que a cada unidade que se aumenta no índice de governança, espera-se um aumento médio de 0,256 unidade na variável latente *Desenvolver Valor*;
- mantendo constantes as demais variáveis inseridas no modelo, as variáveis de controle $\log(CT/PL)$, ROE, ROA e ML impactam significativamente (valor-p<0,05) de forma positiva na variável *Desenvolver Valor*;
- o índice de governança corporativa mais as variáveis de controle foram capazes de explicar 96,3% da variabilidade existente na variável latente *Desenvolver Valor*.

5.1.1.3 Índice de governança corporativa dimensão – Fluxo de caixa livre

Apresentou-se, por meio da tabela 22 – Regressão para a dimensão fluxo de caixa livre – IGC_PAD, o modelo de regressão com dados em painel para a criação do índice de governança corporativa baseado na dimensão *Criação de Valor*.

A tabela 22 – Regressão para as dimensões fluxo de caixa livre – IGC_PAD, apresenta a validação do índice de governança padronizado para as dimensões *Fluxo de Caixa Livre*.

Tabela 22– Regressão para as dimensões fluxo de caixa livre – IGC_PAD

Variáveis	Fluxo Caixa Livre	
	β	Valor-p*
IGC-PAD	0,361	0,220
log(CT/PL)	-0,355	0,000
ROE	-2,577	0,000
ROA	5,323	0,003
ML	2,083	0,000
Constante	-	-
Modelo Realizado	Fixo	
Teste Lagrange Multiplier	0,000	
Teste de Hausman	0,000	
Teste de Homocedasticidade	0,000	
Teste de Autocorrelação	0,000	
Teste de Endogeneidade	0,024	
R2 ajustado	0,953	

* Inferência realizada utilizando o estimador HAC para estimar a matriz de covariância.

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Para o *Fluxo de Caixa Livre* foi rejeitada a hipótese de que os interceptos sejam iguais entre as unidades *cross-section* pelo teste *Lagrange Multiplier* (valor-p=0,000), descartando, assim, a possibilidade de se ajustar o modelo de efeito agrupado. Pelo teste de *Hausman* foi verificada a preferência pelo modelo de efeito fixo ao invés do modelo de efeito aleatório (valor-p=0,000). Dessa forma, foi estimado o seguinte modelo de efeito fixo:

$$F.C.livre_{it} = \beta_{0i} + 0,36(IGC_{PAD_{it}}) - 0,355 \log\left(\frac{CT}{PL_{it}}\right) - 2,57(ROE_{it}) + 5,32(ROA_{it}) + 2,00(ML_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Pelo valor-p do teste de endogeneidade de *Durbin-Wu-Hausman*, houve evidências suficientes para rejeitar a hipótese de que o índice IGC_PAD seja exógeno. Foi verificado, pelo teste de *Breusch-Pagan* (BREUSCH e PAGAN 1979), a existência de heterocedasticidade dos resíduos, violando a premissa básica de homocedasticidade. Pelo teste de autocorrelação de

Wooldridge também houve evidências de autocorrelação dos resíduos. Para obter estimadores consistentes para os erros-padrão (erros-padrão robustos, a heterocedasticidade e autocorrelação) foi adotado o estimador HAC para a matriz de covariância. Dessa forma, pode-se interpretar que

- mantendo constantes as variáveis de controle, o índice de governança corporativa não impacta significativamente (valor-p=0,220) o *Fluxo de Caixa Livre*;
- mantendo constantes as demais variáveis inseridas no modelo, as variáveis de controle Log(CT/PL) e ROE impactam significativamente (valor-p<0,05) de forma negativa no *Fluxo de Caixa Livre*;
- mantendo constantes as demais variáveis inseridas no modelo, as variáveis de controle, ROA e ML, impactam significativamente (valor-p<0,05) de forma positiva no *Fluxo de Caixa Livre*;
- as variáveis de controle foram capazes de explicar 95,3% da variabilidade existente na variável latente *Fluxo de Caixa Livre*.

5.1.1.4 Índice de governança corporativa dimensão – Alavancagem

Está apresentada, por meio da tabela 23 – Regressão para a dimensão alavancagem – IGC_PAD, o modelo de regressão com dados em painel para a criação do índice de governança corporativa baseado na dimensão *Criação de Valor*.

A tabela 23 – Regressão para as dimensões alavancagem – IGC_PAD, apresenta a validação do índice de governança padronizado para a dimensão *Alavancagem*.

Tabela 23– Regressão para as dimensões alavancagem – IGC_PAD

Variáveis	Alavancagem	
	β	Valor-p*
IGC-PAD	0,509	0,487
log(CT/PL)	-1,320	0,000
ROE	9,350	0,002
ROA	-37,67	0,000
ML	0,506	0,524
Constante	-	-
Modelo Realizado	Fixo	
Teste Lagrange Multiplier	0,000	
Teste de Hausman	0,000	
Teste de Homocedasticidade	0,000	
Teste de Autocorrelação	0,000	
Teste de Endogeneidade	0,643	
R2 ajustado	0,563	

* Inferência realizada utilizando o estimador HAC para estimar a matriz de covariância.

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Para a *Alavancagem* foi rejeitada a hipótese de que os interceptos são iguais entre as unidades *cross-section* pelo teste *Lagrange Multiplier* (valor-p=0,000), descartando, assim, a possibilidade de se ajustar o modelo de efeito agrupado. Pelo teste de *Hausman* foi verificada a preferência pelo modelo de efeito fixo ao invés do modelo de efeito aleatório (valor-p=0,000). Dessa forma, foi estimado o seguinte modelo de efeito fixo:

$$Alavan_{it} = \beta_{0i} + 0,509(IGC_{PAD_{it}}) - 1,32 \log\left(\frac{CT}{PL_{it}}\right) + 9,35(ROE_{it}) - 37,67(ROA_{it}) + 0,50(ML_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Pelo valor-p do teste de endogeneidade de *Durbin-Wu-Hausman*, não houve evidências suficientes para rejeitar a hipótese de que o índice IGC_PAD seja exógeno. Foi verificado, pelo teste de *Breusch-Pagan* (BREUSCH e PAGAN 1979), a existência de heterocedasticidade dos resíduos, violando a premissa básica de homocedasticidade. Pelo teste de autocorrelação de *Wooldridge*, também houve evidências de autocorrelação dos resíduos. Para obter estimadores consistentes para os erros-padrão (erros-padrão robustos, a heterocedasticidade e autocorrelação) foi adotado o estimador HAC para a matriz de covariância. Dessa forma, pode-se interpretar que

- mantendo constantes as variáveis de controle, o índice de governança corporativa não impacta significativamente (valor-p=0,487) a *Alavancagem*;

- mantendo constantes as demais variáveis inseridas no modelo, as variáveis de controle log(CT/PL) e ROA impactam significativamente (valor-p<0,05) de forma negativa na *Alavancagem*;
- mantendo constantes as demais variáveis inseridas no modelo, a variável de controle ROE impacta significativamente (valor-p<0,05) de forma positiva na *Alavancagem*;
- mantendo constantes as demais variáveis inseridas no modelo, a variável de controle ML não impacta significativamente (valor-p>0,05) na variável *Alavancagem*;
- as variáveis de controle foram capazes de explicar 56,3% da variabilidade existente na variável latente *Alavancagem*.

5.1.2 Índice de Governança Corporativa IGC_PAD_KAISER

São apresentadas, por meio da tabela 24 – Regressões para todas as dimensões da criação de valor - IGC_PAD_KAISER, para as variáveis dependentes relacionadas com a *Criação de Valor (Agregação Valor, Desenvolver Valor, Fluxo de Caixa Livre e Alavancagem)* que compuseram o índice de governança corporativa, no modelo de regressão com dados em painel IGC_PAD_KAISER.

Tabela 24– Regressão para todas as dimensões de criação de valor – IGC_PAD_KAISER

Variáveis	Agregação Valor		Desenvolver Valor		Fluxo Caixa Livre		Alavancagem	
	β	Valor-p*	β	Valor-p*	β	Valor-p*	β	Valor-p*
IGC-PAD-KAISER	5,342	0,050	0,254	0,014	0,350	0,242	0,514	0,464
Log(CT/PL)	-0,107	0,175	0,042	0,001	-0,354	0,000	-1,318	0,000
ROE	0,639	0,162	5,153	0,000	-2,575	0,000	9,355	0,002
ROA	-3,804	0,260	6,869	0,000	5,300	0,003	-37,71	0,000
ML	0,397	0,247	1,491	0,000	2,084	0,000	0,507	0,523
Constante	-1,084	0,018	-1,356	0,000	-	-	-	-
Modelo Realizado	Aleatório		Aleatório		Fixo		Fixo	
Teste Lagrange Multiplier	0,000		0,000		0,000		0,000	
Teste de Hausman	0,247		0,123		0,000		0,000	
Teste de Homocedasticidade	0,000		0,000		0,000		0,000	
Teste de Autocorrelação	0,700		0,624		0,000		0,000	
Teste de Endogeneidade	0,341		0,186		0,025		0,642	
R2 ajustado	0,406		0,973		0,954		0,563	

* Inferência realizada utilizando o estimador HAC para estimar a matriz de covariância.

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Na tabela 24, a fim de validar as relações encontradas dos índices de governança corporativa com as variáveis latentes do constructo Criação de Valor, foi substituído o IGC_PAD pelo IGC_PAD_KAISER. Dessa forma, pode-se verificar que, para o índice IGC_PAD_KAISER, foram encontradas relações bastante semelhantes, ao nível de significância estatística, em relação ao índice IGC_PAD. Logo, pode-se concluir que adotando-se a metodologia por (NAGAR e BASU, 2002) para construção do índice de governança ou a adaptação de sua metodologia, considerando somente as componentes com os autovalores (λ) maiores que 1, foram equivalentes nas relações com *Criação de Valor*.

5.1.3 Índice de Governança Corporativa IGC_PAD_PRIM

São apresentadas, por meio da tabela 25 – Regressões para todas as dimensões da criação de valor a partir do índice de governança corporativa IGC_PAD_PRIM, para as variáveis dependentes relacionadas com a *Criação de Valor* (*Agregação Valor*, *Desenvolver Valor*, *Fluxo de Caixa Livre* e *Alavancagem*) que compuseram o índice de governança corporativa, no modelo de regressão com dados em painel IGC_PAD_PRIM.

Tabela 25– Regressão para todas as dimensões de criação de valor – IGC_PAD_PRIM

Variáveis	Agregação Valor		Desenvolver Valor		Fluxo Caixa Livre		Alavancagem	
	β	Valor-p*	β	Valor-p*	β	Valor-p*	β	Valor-p*
IGC-PAD-PRIM	0,268	0,075	-0,060	0,690	-0,392	0,148	0,282	0,753
log(CT/PL)	-0,193	0,014	0,059	0,125	-0,361	0,000	-1,322	0,000
ROE	0,656	0,111	5,186	0,000	-2,626	0,000	9,351	0,002
ROA	-3,435	0,298	7,760	0,000	5,525	0,002	-37,56	0,000
ML	0,590	0,158	1,197	0,000	2,076	0,000	0,498	0,527
Constante	-	-	-	-	-	-	-	-
Modelo Realizado	Fixo		Fixo		Fixo		Fixo	
Teste Lagrange Multiplier	0,000		0,000		0,000		0,000	
Teste de Hausman	0,000		0,040		0,000		0,000	
Teste de Homocedasticidade	0,000		0,000		0,000		0,000	
Teste de Autocorrelação	0,000		0,000		0,000		0,000	
Teste de Endogeneidade	0,260		0,202		0,019		0,648	
R2 ajustado	0,814		0,974		0,954		0,563	

* Inferência realizada utilizando o estimador HAC para estimar a matriz de covariância.

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Na tabela 25, o índice de IGC_PAD foi substituído pelo índice IGC_PAD_PRIM criado utilizando somente a primeira componente da análise de componentes principais. Neste índice não foi mais encontrada influência significativa do índice de governança corporativa sobre as

variáveis latentes *Agregação Valor* e *Desenvolver Valor*, conforme apresentado nas tabelas 20 e 21 (IGC_PAD) e na tabela 24 (IGC_PAD_KAISER). Isso demonstra a fragilidade desse método para criação do índice de governança corporativa, uma vez que, ao utilizar uma matriz com 63 itens, a primeira componente tende a explicar uma parcela muito reduzida da variabilidade dos dados. Neste estudo, a primeira componente explicou somente 12,78% da variabilidade total das variáveis da governança corporativa.

5.2 Desempenho

A seguir serão mostrados os índices de governança corporativa validados por meio do gráfico 5 – Validação interpretativa e robustez dos índices de governança corporativa, de modo a confirmar os testes aplicados. Assim, são analisados os índices IGC_PAD, IGC_PAD_KAISER e IGC_PAD_PRIM, relacionando os Índices de Governança Corporativa (IGC), com os indicadores dependentes e as variáveis de controle, conforme proposto na tabela 19 – Composição dos indicadores e as variáveis dos modelos.

5.2.1 Índice de Governança Corporativa IGC_PAD

São apresentadas as variáveis dependentes relacionadas com o *Desempenho* (*Rentabilidade*, *Estrutura de Capital*, *Investimento CDG* e *Operacional CDG*) que compuseram o índice de governança corporativa, no modelo de regressão com dados em painel IGC_PAD.

5.2.1.1 Índice de governança corporativa dimensão - Rentabilidade

É apresentado por meio da tabela 26 – Regressão para a dimensão da rentabilidade – IGC_PAD, o modelo de regressão com dados em painel para a criação do índice de governança corporativa baseado na dimensão de *Desempenho*.

A tabela 26 – Regressão para as dimensões da rentabilidade – IGC_PAD, apresenta a validação do índice de governança padronizado para as dimensões de *Rentabilidade*.

Tabela 26– Regressão para as Dimensões Rentabilidade – IGC_PAD

Variáveis	Rentabilidade	
	β	Valor-p
IGC –PAD	0,172	0,526
Alav-Op.(%)	0,0001	0,000
EBITDA/AT	27,63	0,000
Tx.Cresc.Rec.	0,067	0,204
Marg.L.Op.	1,735	0,000
Cust.Med.K	0,030	0,004
Constante	-1,482	0,000
Modelo Realizado	Aleatório	
Teste Lagrange Multiplier	0,000	
Teste de Hausman	1,000	
Teste de Homocedasticidade	0,201	
Teste de Autocorrelação	0,095	
Teste de Endogeneidade	0,691	
R2 ajustado	0,848	

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Para *Rentabilidade* foi rejeitada a hipótese de que os interceptos sejam iguais entre as unidades *cross-section* pelo teste *Lagrange Multiplier* (valor-p=0,000), descartando, assim, a possibilidade de se ajustar o modelo de efeito agrupado. Pelo teste de *Hausman*, foi verificada a preferência pelo modelo de efeito aleatório ao invés do modelo de efeito fixo (valor-p=1,000). Dessa forma, foi estimado o seguinte modelo de efeito aleatório:

$$Rentabil_{it} = (-1,48 + \gamma_i) + 0,172(IGC_PAD_{it}) - 0,0001(AlavOp_{it}) + 27,63\left(\frac{EBITDA}{AT}\right) + 0,067(Tx.Cresc.Rec_{it}) + 1,735(Marg.L.Op_{it}) + 0,03(Cust.Med.K_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Pelo valor-p do teste de endogeneidade de *Durbin-Wu-Hausman*, não se têm evidências para rejeitar a hipótese de que o índice IGC_PAD seja exógeno. Foi verificado, pelo teste de *Breusch-Pagan* (BREUSCH e PAGAN 1979), a não existência de heterocedasticidade dos resíduos e, pelo teste de autocorrelação de *Wooldridge*, não houve evidências de autocorrelação dos resíduos, logo, não foi necessário utilizar os estimadores consistentes para os erros-padrão. Sendo assim, pode-se interpretar que

- mantendo constantes as variáveis de controle, o índice de governança corporativa não impacta significativamente (valor-p=0,526) a *Rentabilidade*;
- mantendo constantes as demais variáveis inseridas no modelo, a variável de controle Alav-Op, EBITDA/AT, Marg.L.Op. e Cust.Med.K impactam significativamente (valor-p<0,05) de forma positiva na *Rentabilidade*;

- mantendo constantes as demais variáveis inseridas no modelo, as variáveis de controle Tx.Cresc.Rec. não impacta significativamente no (valor- $p > 0,05$) na variável *Rentabilidade*;
- as variáveis de controle Alav-Op, EBITDA/AT, Marg.L.Op. e Cust.Med.K foram capazes de explicar juntas 84,8% da variabilidade da *Rentabilidade*.

5.2.1.2 Índice de governança corporativa dimensão – Estrutura de capital

É apresentado, por meio da tabela 27 – Regressão para a dimensão da estrutura de capital – IGC_PAD, o modelo de regressão com dados em painel para a criação do índice de governança corporativa baseado na dimensão de *Desempenho*.

A tabela 27 – Regressão para as dimensões da estrutura de capital – IGC_PAD, apresenta a validação do índice de governança padronizado para as dimensões de *Estrutura de Capital*.

Tabela 27– Regressão para as Dimensões Estrutura de Capital – IGC_PAD

Variáveis	Estrutura Capital	
	β	Valor-p*
IGC -PAD	0,354	0,317
Alav-Op.(%)	0,0001	0,000
EBITDA/AT	-1,300	0,597
Tx.Cresc.Rec.	-0,331	0,000
Marg.L.Op.	1,250	0,029
Cust.Med.K	-0,009	0,441
Constante	-	-
Modelo Realizado		Fixo
Teste Lagrange Multiplier		0,000
Teste de Hausman		0,000
Teste de Homocedasticidade		0,000
Teste de Autocorrelação		0,000
Teste de Endogeneidade		0,583
R2 ajustado		0,933

* Inferência realizada utilizando o estimador HAC para estimar a matriz de covariância.

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Para *Estrutura de Capital* foi rejeitada a hipótese de que os interceptos são iguais entre as unidades *cross-section* pelo teste *Lagrange Multiplier* (valor- $p=0,000$), descartando, assim, a possibilidade de se ajustar o modelo de efeito agrupado. Pelo teste de *Hausman*, foi verificada a preferência pelo modelo de efeito fixo ao invés do modelo de efeito aleatório (valor- $p=0,000$). Dessa forma, foi estimado o seguinte modelo de efeito fixo:

$$Estr. Cap_{it} = \beta_{0i} + 0,354(IGC_PAD_{it}) + 0,0001(Alav_Op_{it}) - 1,30\left(\frac{EBTIDA}{AT}\right) - 0,33(Tx.Cresc.Rec_{it}) + 1,25(Marg.L.Op_{it}) - 0,009(Cust.Med.K_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Pelo valor-p do teste de endogeneidade de *Durbin-Wu-Hausman*, não se têm evidências para rejeitar a hipótese de que o índice IGC_PAD seja exógeno. Foi verificado, pelo teste de *Breusch-Pagan* (BREUSCH e PAGAN 1979), a existência de heterocedasticidade dos resíduos e, pelo teste de autocorrelação de *Wooldridge*, a existência de autocorrelação. Logo, foi necessário utilizar os estimadores consistentes para os erros-padrão. Sendo assim, pode-se interpretar que

- mantendo constantes as variáveis de controle, o índice de governança corporativa não impacta significativamente (valor-p=0,317) na *Estrutura de Capital*;
- mantendo constantes as demais variáveis inseridas na regressão, tem-se que as variáveis de controle Alav-Op e Marg.L.Op. impactam significativamente (valor-p<0,05) e de forma positiva na *Estrutura de Capital*;
- mantendo constantes as demais variáveis inseridas na regressão, tem-se que as variáveis de controle Tx.Cresc.Rec. impactam significativamente (valor-p<0,05) e de forma negativa na *Estrutura de Capital*;
- as variáveis de controle Alav-Op, Tx.Cresc.Rec. e Marg.L.Op. foram capazes de explicar juntas 93,3% da variabilidade na *Estrutura de Capital*.

5.2.1.3 Índice de governança corporativa dimensão – Investimento CDG

É apresentado, por meio da tabela 28 – Regressão para a dimensão Investimento CDG – IGC_PAD, o modelo de regressão com dados em painel para a criação do índice de governança corporativa baseado na dimensão *Desempenho*.

A tabela 28 – Regressão para as dimensões investimento CDG – IGC_PAD, apresenta a validação do índice de governança padronizado para as dimensões de *Investimento CDG*.

Tabela 28 – Regressão para as Dimensões Investimento CDG – IGC_PAD

Variáveis	Investimento CDG	
	β	Valor-p*
IGC -PAD	-0,192	0,642
Alav-Op.(%)	0,000	0,350
EBITDA/AT	-3,577	0,574
Tx.Cresc.Rec.	1,702	0,114
Marg.L.Op.	0,599	0,641
Cust.Med.K	-0,014	0,533
Constante	-1,851	0,098
Modelo Realizado	Agrupado	
Teste Lagrange Multiplier	0,286	
Teste de Hausman	0,006	
Teste de Homocedasticidade	0,000	
Teste de Autocorrelação	0,000	
Teste de Endogeneidade	0,495	
R2 ajustado	0,296	

* Inferência realizada utilizando o estimador HAC para estimar a matriz de covariância.

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Para *Investimento CDG*, não foi rejeitada a hipótese de que os interceptos são iguais entre as unidades *cross-section* pelo teste *Lagrange Multiplier* (valor-p=0,286), o que prioriza, assim, o ajuste do modelo de efeito agrupado. Dessa forma, foi estimado o seguinte modelo de efeito agrupado:

$$Invest.CDG_{it} = -0,185 - 0,192(IGC_{it}) + 0,000(Alav_{Op, it}) - 3,57\left(\frac{EBITDA}{AT}\right) + 1,70(Tx.Cresc.Rec._{it}) + 0,599(Marg.L.Op._{it}) - 0,014(Cust.Med.K_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Pelo valor-p do teste de endogeneidade de *Durbin-Wu-Hausman*, não se têm evidências para rejeitar a hipótese de que o índice IGC_PAD seja exógeno. Foi verificada, pelo teste de *Breusch-Pagan* (BREUSCH e PAGAN 1979), a existência de heterocedasticidade dos resíduos e, pelo teste de autocorrelação de *Wooldridge*, a existência de autocorrelação. Logo, foi necessário utilizar os estimadores consistentes para os erros-padrão. Sendo assim, pode-se interpretar que:

- mantendo constantes as variáveis de controle, o índice de governança corporativa não impacta significativamente (valor-p=0,642) no *Investimento CDG*;
- embora não significativas todas as variáveis inseridas no modelo, as mesmas foram capazes de explicar juntas 29,6% da variabilidade do *Investimento CDG*.

5.2.1.4 Índice de governança corporativa dimensão – Operacional CDG

É apresentada, por meio da tabela 29 – Regressão para a dimensão operacional CDG – IGC_PAD, o modelo de regressão com dados em painel para a criação do índice de governança corporativa baseado na dimensão *Desempenho*.

A tabela 29 – Regressão para as dimensões operacional CDG – IGC_PAD, apresenta a validação do índice de governança padronizado para as dimensões de *Operacional CDG*”.

Tabela 29– Regressão para as Dimensões Operacional CDG – IGC_PAD

Variáveis	Operacional CDG	
	β	Valor-p*
IGC -PAD	-1,342	0,049
Alav-Op.(%)	-0,0001	0,025
EBITDA/AT	-4,244	0,396
Tx.Cresc.Rec.	0,352	0,365
Marg.L.Op.	0,208	0,893
Cust.Med.K	0,086	0,004
Constante	-0,294	0,533
Modelo Realizado	Agrupado	
Teste Lagrange Multiplier	0,164	
Teste de Hausman	0,000	
Teste de Homocedasticidade	0,000	
Teste de Autocorrelação	0,000	
Teste de Endogeneidade	0,832	
R2 ajustado	0,478	

* Inferência realizada utilizando o estimador HAC para estimar a matriz de covariância.

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Para *Operacional CDG*, não foi rejeitada a hipótese de que os interceptos são iguais entre as unidades *cross-section* pelo teste *Lagrange Multiplier* (valor-p=0,164), o que prioriza, assim, o ajuste do modelo de efeito agrupado. Dessa forma, foi estimado o seguinte modelo de efeito agrupado:

$$Operac.CDG_{it} = -0,294 - 1,342(IGC_{PAD}_{it}) - 0,0001(Alav_{Op}_{it}) - 4,244\left(\frac{EBITDA}{AT}\right) + 0,35(Tx.Cresc.Rec_{it}) + 0,208(Marg.L.Op_{it}) + 0,086(Cust.Med.K_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Pelo valor-p do teste de endogeneidade de *Durbin-Wu-Hausman*, não se têm evidências para rejeitar a hipótese de que o índice IGC_PAD seja exógeno. Foi verificado, pelo teste de *Breusch-Pagan* (BREUSCH e PAGAN 1979), a existência de heterocedasticidade dos resíduos e, pelo teste de autocorrelação de *Wooldridge*, a existência de autocorrelação, logo,

foi necessário utilizar os estimadores consistentes para os erros padrão. Sendo assim, pode-se interpretar que

- mantendo constantes as variáveis de controle, o índice de governança corporativa impacta significativamente (valor-p=0,049) e, de forma negativa na Operacional CDG, sendo que, a cada unidade que se aumenta no IGC_PAD, espera-se uma diminuição média de 1,342 na *Operacional CDG*;
- mantendo constantes as demais variáveis inseridas na regressão, tem-se que a variável de controle Alav-Op impacta significativamente (valor-p<0,05) e, de forma negativa, na *Operacional CDG*;
- mantendo constantes as demais variáveis inseridas na regressão, tem-se que a variável de controle Cust.Med.K impacta significativamente (valor-p<0,05) e, de forma positiva, na *Operacional CDG*;
- o índice de governança corporativa mais as variáveis de controle foram capazes de explicar 47,8% da variabilidade existente na *Operacional CDG*.

5.2.2 Índice de Governança Corporativa IGC_PAD_KAISER

Apresenta-se, por meio da tabela 30 – Regressões para todas as dimensões de desempenho a partir do índice de governança corporativa IGC_PAD_KAISER, para as variáveis dependentes relacionadas com o *Desempenho (Rentabilidade, Estrutura de Capital, Investimento CDG e Operacional CDG)* que compuseram o índice de governança corporativa, no modelo de regressão com dados em painel IGC_PAD_KAISER.

Tabela 30 – Regressão para todas as Dimensões de Desempenho – IGC_PAD_KAISER

Variáveis	Rentabilidade		Estrutura Capital		Investimento CDG		Operacional CDG	
	β	Valor-p	β	Valor-p*	β	Valor-p*	β	Valor-p*
IGC-PAD-KAISER	0,202	0,521	0,558	0,136	-0,167	0,684	-1,379	0,047
Alav_Op.(%)	0,0001	0,000	0,0001	0,000	0,000	0,356	-0,0002	0,031
EBITDA/AT	27,60	0,000	-1,387	0,573	-3,555	0,576	-4,111	0,408
Tx.Cresc.Rec.	0,067	0,307	-0,330	0,000	1,702	0,115	0,355	0,363
Marg.L.Op.	1,741	0,004	1,259	0,028	0,598	0,641	0,164	0,914
Cust.Med.K	0,030	0,004	-0,009	0,430	-0,014	0,525	0,086	0,004
Constante	-1,489	0,000	-	-	-1,856	0,097	-0,281	0,550
Modelo Realizado	Aleatório		Fixo		Agrupado		Agrupado	
Teste Lagrange Multiplier	0,000		0,000		0,287		0,146	
Teste de Hausman	1,000		0,000		0,003		0,000	
Teste de Homocedasticidade	0,201		0,000		0,000		0,000	
Teste de Autocorrelação	0,095		0,000		0,000		0,000	
Teste de Endogeneidade	0,682		0,588		0,497		0,867	
R2 ajustado	0,848		0,934		0,302		0,480	

* Inferência realizada utilizando o estimador HAC para estimar a matriz de covariância.

Fonte - Elaborado pelo autor da tese.

Na tabela 30, a fim de validar as relações encontradas dos índices de governança corporativa com as variáveis latentes do constructo desempenho, foi substituído o IGC_PAD pelo IGC_PAD_KAISER. Dessa forma, pode-se verificar que, para o índice IGC_PAD_KAISER, foram encontradas relações bastante semelhantes, ao nível de significância estatística, em relação ao índice IGC_PAD. Logo, pode-se concluir que, adotando a metodologia de Nagar e Basu (2002) a construção do índice de governança ou a adaptação de sua metodologia, considerando somente as componentes com os autovalores (λ) maiores que 1, foram equivalentes nas relações com as dimensões do desempenho.

5.2.3 Índice de Governança Corporativa IGC_PAD_PRIM

São apresentadas, por meio da tabela 31 – Regressões para todas as dimensões de desempenho a partir do índice de governança corporativa IGC_PAD_PRIM, as variáveis dependentes relacionadas com o *Desempenho* (*Rentabilidade*, *Estrutura de Capital*, *Investimento CDG* e *Operacional CDG*) que compuseram o índice de governança corporativa no modelo de regressão com dados em painel IGC_PAD_PRIM.

Tabela 31– Regressão para todas as Dimensões de Desempenho – IGC_PAD_PRIM

Variáveis	Rentabilidade		Estrutura Capital		Investimento CDG		Operacional CDG	
	β	Valor-p	β	Valor-p*	β	Valor-p*	β	Valor-p*
IGC-PAD-PRIM	0,366	0,276	0,529	0,086	-0,155	0,965	-1,576	0,044
Alav_Op.(%)	0,0001	0,000	0,0001	0,000	0,000	0,385	-0,0001	0,097
EBITDA/AT	27,56	0,000	-1,268	0,608	-3,541	0,577	-3,756	0,442
Tx.Cresc.Rec.	0,069	0,329	-0,331	0,000	1,702	0,115	0,372	0,355
Marg.L.Op.	1,759	0,004	1,264	0,029	0,625	0,632	0,165	0,912
Cust.Med.K	0,028	0,012	-0,011	0,330	-0,015	0,519	0,096	0,004
Constante	-1,564	0,000	-	-	-1,856	0,097	-0,118	0,793
Modelo Realizado	Aleatório		Fixo		Agrupado		Agrupado	
Teste Lagrange Multiplier	0,000		0,000		0,274		0,247	
Teste de Hausman	1,000		0,000		0,001		0,000	
Teste de Homocedasticidade	0,053		0,000		0,000		0,000	
Teste de Autocorrelação	0,074		0,000		0,000		0,000	
Teste de Endogeneidade	0,644		0,591		0,478		0,866	
R2 ajustado	0,846		0,933		0,310		0,479	

* Inferência realizada utilizando o estimador HAC para estimar a matriz de covariância.

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Na tabela 31, o índice de IGC_PAD foi substituído pelo índice IGC_PAD_PRIM criado utilizando somente a primeira componente da análise de componentes principais. Neste índice, não foi mais encontrada a influência significativa da variável Alav-Op sobre a Operacional CDG, quando comparado com as tabelas 29 (Regressão para as dimensões operacional CDG - IGC_PAD) e a tabela 30 (Regressão para as dimensões operacional CDG - IGC_PAD_KAISER). Pode-se verificar que, para o índice IGC_PAD_PRIM, foram encontradas relações semelhantes, ao nível de significância estatística, em relação ao IGC_PAD. Logo, pode-se concluir que, adotando a metodologia proposta por Nagar e Basu (2002) para construção do índice de governança ou a adaptação de sua metodologia, considerando somente as componentes com os autovalores (λ) maiores que 1, foram equivalentes nas relações com as dimensões do desempenho.

5.3 – Resumo dos Modelos de Regressão com Dados em Painel Estatisticamente Significativos

São apresentados os modelos de regressão com dados em painel que foram estatisticamente significativos na análise dos dados e ao longo da pesquisa. Assim, a tabela 32 – Resumo dos modelos de regressão com dados em painel IGC_PAD – Estatisticamente significativos, apresenta esses resultados.

Tabela 32 – Resumo dos modelos de regressão com dados em painel IGC_PAD – Estatisticamente significativos

Variáveis (Criação de Valor)	Agregação Valor		Desenvolver Valor		Variáveis (Desempenho)	Operacional CDG	
	β	Valor-p*	β	Valor-p*		β	Valor-p*
IGC-PAD	5,063	0,049	0,256	0,012	IGC -PAD	-1,342	0,049
Log(CT/PL)	-0,092	0,194	0,042	0,001	Alav-Op.(%)	-0,0001	0,025
ROE	0,580	0,193	5,154	0,000	EBITDA/AT	-4,244	0,396
ROA	-3,194	0,298	6,884	0,000	Tx.Cresc.Rec.	0,352	0,365
ML	0,352	0,281	1,489	0,000	Marg.L.Op.	0,208	0,893
					Cust.Med.K	0,086	0,004
Constante	-1,022	0,015	-1,356	0,000	Constante	-0,294	0,533
Modelo Realizado	Aleatório		Aleatório		Modelo Realizado	Agrupado	
Teste Lagrange Multiplier	0,000		0,000		Teste Lagrange Multiplier	0,164	
Teste de Hausman	0,063		0,134		Teste de Hausman	0,000	
Teste de Homocedasticidade	0,000		0,000		Teste de Homocedasticidade	0,000	
Teste de Autocorrelação	0,867		0,654		Teste de Autocorrelação	0,000	
Teste de Endogeneidade	0,294		0,187		Teste de Endogeneidade	0,832	
R2 ajustado	0,395		0,963		R2 ajustado	0,478	

* Inferência realizada utilizando o estimador HAC para estimar a matriz de covariância.

Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

A tabela 32 – Resumo dos modelos de regressão com dados em painel IGC_PAD – Estatisticamente significativos, apresenta um resumo dos modelos de regressão com dados em painel das variáveis que se mostraram estatisticamente significativas ao longo da pesquisa e que estão compostas nas tabela 20 - Regressão para a dimensão de agregação de valor – IGC_PAD e tabela 21 – Regressão para a dimensão de desenvolver valor – IGC_PAD, ambas do *Constructo Criação de Valor*, e a tabela 29 - Regressão para a dimensão operacional CDG – IGC_PAD, do *Constructo Desempenho*.

Portanto, a respeito do Índice de Governança Corporativa (IGC) tendo como relação *Criação de Valor* e *Desempenho*, observa-se que o índice IGC_PAD – *Criação de Valor*, foi significativo nas variáveis latentes *Agregação Valor* e *Desenvolver Valor*. E no modelo IGC_PAD – *Desempenho*, foi significativo na variável latente *Operacional CDG*.

Assim, a variável *Desenvolver Valor* foi a que apresentou maior capacidade de explicar a variabilidade existente com 96,3%, de força de resposta no modelo, seguido da variável *Operacional CDG* com 47,8% e, por último, da variável *Agregação Valor*, com 39,5%.

Outro ponto a destacar é que, na medida em que cresce o IGC, é correspondido pelo crescimento também das variáveis *Agregação de Valor* e *Desenvolver Valor*. Fato que não

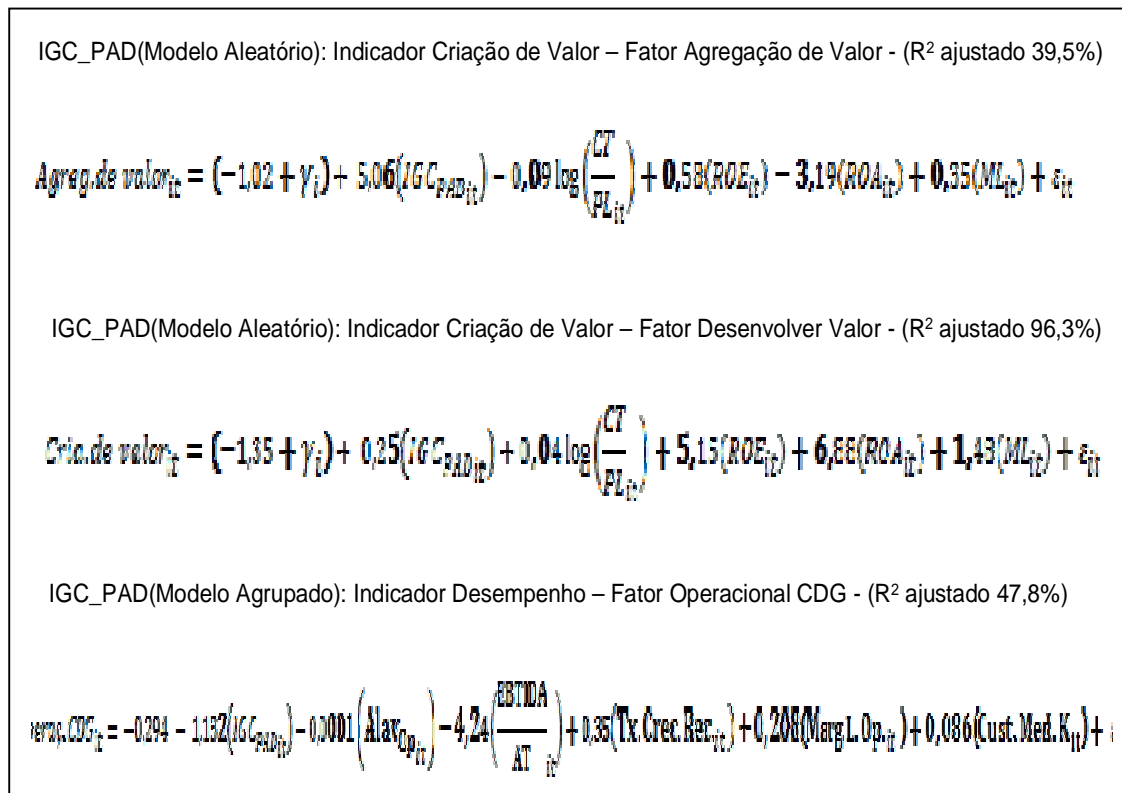
acontece com a variável *Operacional CDG*, pois, quando ocorre uma diminuição do IGC, essa variável aumenta, haja vista a associação negativa entre elas.

Considerando as variáveis inseridas no modelo *Desenvolver Valor*, ressalta-se que as variáveis de controle (Log.CT/PL; ROE; ROA; ML) impactam significativamente (valor- $p < 0,050$) e forma positiva na variável do modelo. No modelo *Operacional CDG*, a variável de controle (Alav-OP.) impactou significativamente (valor- $p < 0,050$) e, de forma negativa, a variável do modelo e a variável de controle (Cust.Med.K) impactou significativamente (valor- $p < 0,050$) e de forma positiva a variável do modelo. No modelo *Agregação Valor* nenhuma das variáveis de controle impactaram as demais variáveis inseridas no modelo, uma vez que apresentaram (valor- $p > 0,050$).

Nesse contexto e baseado nos IGC, de acordo com a tabela 14 – Índices de governança corporativa – Pesos, a dimensão *Gestão Executiva* contribui em 40,31% de importância no IGC, tendo maior impacto a variável *Capacitação Técnica Dirigente* com 23,33% do total de 40,31%. Outra dimensão relevante foi *Representação e Participação* com 34,07% de importância no IGC, tendo maior impacto *Educação Cooperativista Funcionários e Associados* com 18,56% do total de 34,07%. Assim, a manutenção de capacitação educacional/profissional/mercado, para gestores, dirigentes, funcionários e associados foi decisiva para a formação do IGC.

De modo a sintetizar a validação dos IGC's utilizados nesta pesquisa, é representado pela figura 11 – Resumo dos modelos de regressão com dados em painel IGC_PAD – Estatisticamente significativos – Estimação dos modelos.

Figura 11 – Resumo dos modelos de regressão com dados em painel IGC_PAD – Estatisticamente significativos – Estimação dos modelos



Fonte – Elaborado pelo autor da tese.

Com base na figura 11 – Resumo dos modelos de regressão com dados em painel IGC_PAD – Estatisticamente significativos – Estimação dos modelos, observa-se que o IGC que impacta significativamente as variáveis latentes alavancando o crescimento acerca da governança corporativa são os modelos que melhor se adaptaram às variáveis latentes utilizadas, sendo: IGC_PAD *Dimensão Desenvolver Valor*, com capacidade de resposta de 96,30%, seguido do modelo IGC_PAD *Dimensão Operacional CDG* com 47,80% e, por último, o modelo IGC_PAD *Dimensão Agregação Valor* com 39,50%.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O enfoque sobre a questão governança corporativa é um tema atual e eminente, visto que o Banco Central do Brasil tem regulamentado mecanismos de controle e monitoramento das cooperativas de crédito.

Alinhado à tendência de mercado e por meio do trabalho de campo, foi possível identificar quais são as melhores práticas de governança corporativa utilizadas pelas cooperativas de crédito que conduzam melhor a criação de valor nas cooperativas de crédito, levando, assim, à maior eficiência para o empreendimento. A identificação das melhores práticas de governança corporativa se deu pela aplicação de questionário junto às cooperativas de crédito do estado de Minas Gerais.

Tais práticas tornam-se relevantes uma vez que o mercado financeiro vem diminuindo o *Spread* Bruto, que corresponde à diferença entre as taxas de operações de crédito e as taxas de depósitos a prazo.

Com esta pesquisa analisou-se a relação entre governança corporativa e a criação de valor e o desempenho das cooperativas de crédito, investigando quais foram os aspectos da governança corporativa que determinaram a criação de valor.

Os objetivos específicos da tese foram direcionados a pesquisar fatores que promovem a performance de mecanismos adequados à gestão operacional, tais quais, os apresentados por Andrade e Rossetti (2006) como: *Criação de Valor* – que ocorre quando se tem uma atividade bem direcionada, gerenciada e atrativa; *Harmonização de Interesses* – mitigação de conflitos, fortalecimentos dos vínculos entre associados e administradores, monitoramento das ações da diretoria executiva e gestores capacitados, interativos e qualificados e por fim, *Divulgação das Informações* – confiabilidade, segurança nos dados, solidez da posição financeira, mitigação de riscos e proporcionando uma gestão eficiente.

Ressalta-se que o cenário atual da economia mundial se mostra com posições antagônicas, ou seja, ao mesmo tempo em que as cooperativas de crédito necessitam manter-se de forma mais competitiva no mercado, devem estar preparadas para enfrentar as instituições financeiras bancárias de grande porte que conquistam seus mercados. Daí, a grande missão é atender as

necessidades dos associados e, além disso, apresentar bons resultados de modo a agregar valor aos cooperados.

Nas cooperativas de crédito, a sobrevivência depende da sua competitividade e, para isso, é necessário profissionalizar sua gestão. Nesse contexto, surge a importância da governança corporativa aplicada às cooperativas de crédito, a inserção de um executivo técnico entre os indicados para compor a diretoria executiva e vedação de sobreposição do coordenador do conselho de administração e o diretor presidente da cooperativa, como forma de adquirir mais força técnica e profissional para as cooperativas.

Outro fato a elencar é evitar que interesses políticos e específicos dos administradores possam interferir nos negócios da cooperativa fazendo com que altere o processo de decisão, prejudique o desempenho econômico e as atividades financeiras. Nesse contexto, no caso de um resultado negativo, todos os associados deverão arcar com o prejuízo de acordo com suas atividades econômicas e financeiras movimentadas nas cooperativas de crédito naquele respectivo ano.

A proposição por um desempenho econômico satisfatório e criação de valor para o associado não é um pressuposto doutrinário estabelecido pelos princípios do cooperativismo, mas, sim, uma circunstância pela qual a cooperativa possa manter seus associados atuantes, ativos e fidedignos aos negócios da cooperativa. Assim é que seu objetivo passa a ser o de prestar serviços financeiros aos seus associados com operações ativas a custos menores e operações passivas com remuneração acima do mercado e também retornar aos associados uma remuneração satisfatória pelo capital investido. Portanto, o sucesso da cooperativa de crédito e do cooperativismo ocorrerá somente quando os benefícios econômicos obtidos pelos associados forem superiores àqueles propiciados pelo mercado bancário.

A partir dos modelos apresentados nesta pesquisa, são estatisticamente significante e atestam as técnicas econométricas com a eficácia dos procedimentos de governança corporativa indicando qual o impacto desse comportamento nos resultados das cooperativas de crédito. Nesse contexto, o propósito desta tese foi contribuir para que o sistema cooperativista possa perpassar essa discussão, por meio da existência de uma relação quantitativa, estatisticamente significativa, entre variáveis de governança corporativa nas cooperativas de crédito e sua criação de valor e desempenho. Assim, corroborando os procedimentos de análise de gestão,

obtenção de resultado, conciliação com a governança corporativa (estrutura) e criação de valor/desempenho o estudo se mostrou relevante.

Assim, verificou-se que o IGC é impactado principalmente pela *Gestão Executiva*, representando 40,31% da importância do IGC, seguido da dimensão *Representação e Participação* com 34,07% da importância do IGC. Dentro da *Gestão Executiva*, pode-se destacar a capacitação técnica dos dirigentes representando mais da metade da importância da dimensão *Gestão Executiva*, enquanto, para a dimensão *Representação e Participação*, mais da metade de sua importância vem da educação cooperativista dos funcionários e associados.

Em relação ao tratamento econométrico, foi verificado que o IGC impacta significativamente de forma positiva as variáveis latentes *Agregação Valor* e *Desenvolver Valor* e, de forma negativa, a variável latente *Operacional CDG*. Isso implica dizer que foram validados estatisticamente nesta pesquisa. Assim sendo, a aplicação nas cooperativas de crédito dessas variáveis latentes permitirão o crescimento das mesmas a partir da sua boa gestão, conforme exigência do Banco Central do Brasil via Resolução nº 3.859, de 27/05/2010 (BRASIL, 2010). Portanto, as melhores práticas tornaram-se base de vantagem competitiva e de produtividade empresarial conforme apresentado e analisado por meio de variáveis latentes estudadas nesta pesquisa. Nesse contexto, os procedimentos adotados pelos gestores, por meio dessas variáveis latentes, mostraram-se a forma segura da administração na condução dos negócios tendo como consequência a agregação de valor para os associados nas cooperativas de crédito.

Isso implica dizer que a gestão das cooperativas de crédito deve observar o constructo – *Criação de Valor* o qual se mostrou estatisticamente significativo para a agregação de valor, tendo sido gerado pela variável latente *Agregação Valor*, objeto da análise fatorial formada por meio das variáveis *Inv.Tot.*, total de investimento; *EVA*, valor econômico agregado; *Inv.A.Fixo*, investimento em ativo fixo e *CDG*, investimento em capital de giro.

Ainda, em outro constructo, apontou-se que a gestão das cooperativas de crédito deve observar o constructo – *Criação de Valor*, tendo sido gerado pela variável latente *Desenvolver Valor*, tendo sido gerado pela análise fatorial formada por meio das variáveis *AVA*, indicadores de agregação de valor; *EBITDA/AT*, Lajirda/Ativo Total; *Marg.L.Op*, margem de lucro operacional e *Rent.KP*, rentabilidade do capital próprio.

E, por último, o constructo – Desempenho gerado pela variável latente – *Operacional CDG*, objeto da análise fatorial formada por meio da variável *At.Operac/CDG*, recursos utilizados em atividade operacional, que também se mostrou estatisticamente significativa para a agregação de valor aplicada à governança corporativa.

Acredita-se que uma contribuição importante desta pesquisa foi o de construção do Índice de Governança Corporativa (IGC) aplicável às cooperativas de crédito, haja vista, a relevância do tema, tanto em nível nacional, quanto internacional. Destaca-se, ainda, o relacionamento da criação de valor/desempenho com a governança corporativa aplicável às cooperativas de crédito no sentido de serem instituições financeiras bancárias creditícias sem finalidade lucrativa. Contudo, em detrimento das necessidades dos associados/cooperados, essas instituições se veem na obrigação de apresentar retorno adequado e suficiente aos investimentos realizados pelos seus cooperados, além do risco do negócio uma vez que corresponde a uma formação jurídica de sociedade de pessoas e, não, uma sociedade de capital.

Assim, a contribuição desta pesquisa foi apresentar aspectos que podem interferir na governança corporativa utilizadas pelas cooperativas de crédito de modo a proporcionar a criação de valor e desempenho para as mesmas. Ressalta-se, entretanto, que os Índices de Governança Corporativa apresentados nesta pesquisa gestão executiva e representação e participação, vêm demonstrando situações favoráveis e eficientes para o sistema cooperativista de crédito. Portanto, esta pesquisa trouxe um balizador identificando onde e como as cooperativas de créditos podem investir recursos para que haja melhor aplicação da governança corporativa aplicada às cooperativas de crédito.

Por meio deste estudo acredita-se que foi possível delinear e esclarecer quais são os aspectos determinantes para que as cooperativas de crédito sejam mais compelidas para a aplicação da governança corporativa.

Ressalta-se que os resultados apresentados corroboraram a realidade das normas regulamentares do BACEN, pelas Centrais de Cooperativas de Crédito e, também, pela Organização das Cooperativas do Estado de Minas Gerais (OCEMG). Assim, a educação cooperativista, demonstrada por meio das técnicas estatísticas econométricas realizada neste

trabalho, torna-se indispensável para o fortalecimento do sistema de cooperativas de crédito, bem como para o desenvolvimento do Índice de Governança Corporativa (IGC), conforme apresentado nesta pesquisa.

Como limitações do estudo, observou-se a concentração dos dados quantitativos uma vez que não foi possível captar detalhes mais específicos das práticas cotidianas das cooperativas de crédito, como rentabilização segregada das carteiras de operações de crédito, custo de captação por modalidade operacional, rentabilização das prestações de serviços. Já quanto aos dados qualitativos, ocorreu na aplicação do questionário pesquisa *survey*, uma vez que o início da vigências das normas legais interpostas pelo Banco Central do Brasil começaram a ter um impacto maior a partir do ano de 2013.

Como sugestões para a realização de trabalhos futuros, outros caminhos poderão ser estudados por pesquisadores, por exemplo: o uso de outras metodologias econométricas, utilização de outras variáveis, maior horizonte temporal investigado e criação de outros indicadores.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, Andson Braga da.; PIMENTEL, René Cope.; REZENDE, Amaury José.; CORRAR, Luiz João. Análise dos direcionadores de valor em empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**. São Paulo, v. 12, nº 2, mar./abr. 2011.

AHN, S. C.; SCHMIDT, P. Efficient estimation of dynamic panel data models: alternative assumptions and simplified estimation. **Journal of Econometrics**, v. 76, n. 1-2, p. 309-21, 1997.

ALCHIAN, Armen y DEMSETZ, Harold. production, information costs and economic organization. **The American Economic Review**. vol. 62, nº 5. p. 777-95. 1972.

ALHO, M. R. S. **Índices de Governança Corporativa: o impacto dos determinantes da qualidade da governança corporativa**. 2006. 63 f. Dissertação (Mestrado Profissionalizante em Economia) – Faculdades IBMEC, Rio de Janeiro.

ALENCAR, R. C.; LOPES, A. B. Custo de capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. In: **ANAIS**. V Congresso de Controladoria E Contabilidade, 2005, São Paulo: FEA/USP, 2005.

ALMEIDA, R. S. de. **Governança corporativa: análise da composição do Conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil**. 2012. 69f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ), Departamento de Administração, Rio de Janeiro.

ALMEIDA, Moisés Araújo.; SANTOS, Joséte Florêncio dos.; FERREIRA, Lúcio Flávio Vieira de Medeiros.; TORRES, Fernando José Vieira. **Governança corporativa e desempenho: um estudo das empresas brasileiras não listadas na Bovespa**. In: Congresso Universidade de São Paulo de Controladoria e Contabilidade. São Paulo. **ANAIS**. São Paulo: USP, 2010.

ÁLVARES, Elismar; GIACOMETTI, Celso; GUSSO, Eduardo. Colaboradores Edson Carmagnani.... [et Al.] **Governança corporativa: Um modelo brasileiro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

ALVES, Sérgio Darcy da Silva. SOARES, Marden Marques. **Democratização do crédito no Brasil – Atuação do Banco Central**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2004.

AMESS, Kevin; HOWCROFT, Barry. Corporate governance structures and the comparative advantage of Credit Unions. **Corporate Governance: an International Review**, v. 9, nº 1, p. 59-65, Jan. 2001.

AMIR, Eli; LEV, Baruch. Value relevance of non-financial information: the wireless communications industry. **Journal of accounting and economics**, v.22, p.3-30, 1996.

AMMANN, Manuel; OESCH, David; SCHMID, Markus M. Corporate governance and firm value: International evidence. **Journal of Empirical Finance**, v.18, p. 35-55, 2011

ANCOSOL – Associação Nacional do Cooperativismo de Crédito da Economia Familiar e Solidária. Disponível em <[http:// www.ancosol.org.br](http://www.ancosol.org.br)> Acesso em 01 de mar. 2012.

ANDERSON, T. W.; HSIAO, C. Formulation and estimation of dynamic models using panel data. **Journal of Econometrics**, v. 18, nº 1, p. 47-82, 1982.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2006.

ANDERSON, David R; SWEENEY, Dennis J; WILLIAMS, Thomas A. Tradução Luiz Sérgio de Castro Paiva. **Estatística aplicada à administração e economia**. 2ª ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

ANDREWS, Donald. W.K. Heteroskedasticity and autocorrelation consistente covariance matrix estimation. **Econometria**, vol. 59, nº 3, p. 817-58, may 1991.

ARELLANO, M. **Panel data econometrics: advanced texts in econometrics**. New York: Oxford University Press, 2003.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 8ª ed. São Paulo: Atlas, 2008.

_____. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2010.

_____; ARAÚJO, Adriana Maria Procópio de; FREGONESI, Mariana Simões Ferraz do Amaral. Gestão baseada em valor aplicada ao terceiro setor. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, São Paulo, p. 105-18, 2006.

BACEN. **Banco Central do Brasil**. Disponível em: <www.bancenc.gov.br/>. Acesso em 20. maio 2011.

BANCO DO BRASIL. **Relações com investidores**. Disponível em: <www.bancodobrasil.com.br/ri/>. Acesso em 20. Março 2009

BANCOOB - Banco Cooperativo do Brasil S/A. Disponível em: <<http://www.bancoob.com.br/>>. Acesso em em 01 Março 2012.

BAKER, H. K. **Financial management**. New Jersey: Harcourt Brace Jovanovich, Publishers, 1987.

BALTAGI, B. H. **Econometric analysis of panel data**. 4. ed. New York: John Wiley, 2008.

BALTAGI, B. H.; GRIFFIN, J. M. Short and long run effects in pooled models. **International Economic Review**, v. 25, nº 3, p. 631-45, 1984.

BASTOS, Norton Torres de. Avaliação de desempenho de bancos brasileiros baseada em criação de valor econômico. **Revista de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo**, São Paulo. v. 34, nº 3, p.68-73, jul. /set.,2002.

BATISTA, Daiane Costa Stecanella. **A contribuição da governança corporativa para as cooperativas de crédito: um estudo de caso**. 2009. 67 f. Dissertação (Monografia em Direito) – Faculdade de Ciências Contábeis e Administração do Vale do Juruena, Mato Grosso.

BAUM, C.F. **An introduction to modern econometrics using stata**. Stata Press, 2006.

BEBCHUK, L. A.; COHEN, A.; FERRELL, A. What Matters in Corporate Governance? **Review of Financial Studies**. v. 22, nº 2, p. 783–827, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=593423>>. Acesso em: 11 mar. 2010.

BEINER, S.; DROBETZ, W.; SCHIMID, F.; ZIMMERMANN, H. **Is board size an independent corporate governance mechanism?** University of Basel, 2003, Working Paper.

BERLE, A.A.; MEANS, G.C. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan Company, 1932.

BHAGAT, Sanjai e BLACK, Bernard. The uncertain relationship between board composition and firm performance. **Business Lawyer**, v. 54, p. 921-63, 1999.

BHARGAVA, A.; FRANZINI, L.; NARENDRANATHAN, W. Serial correlation and the fixed effects model. **Review of Economic Studies**, v. 49, nº 4, p. 533-49, 1982.

BHARGAVA, A.; SARGAN, J. D. Estimating dynamic random effects models from panel data covering short time periods. **Econometrica**, v. 51, n. 6, p. 1635-1659, 1983.

BIALOSKORSKI NETO, S.; BARROSO, Marcelo Francini Girão.; REZENDE, Amaury, José. Governança cooperativa e sistemas de controle gerencial: uma abordagem teórica de custos de agência. **BBR – Brazilian Business Review**. v. 9, nº 2, p. 72-92, abr./-Jun.2012.

BIRCHAL, Johnston; Simmons, Richard. What Motivates Members to Participate in Co-operative and Mutual Businesses? **Annals of Public & Cooperativa Economics**, v. 75, nº3, p. 465-95, sep. 2004.

BITTENCOURT, Gilson Alceu. **Cooperativas de crédito solidário: constituição e funcionamento**. 2ª ed. Brasília: CNDRS (Conselho Nacional de Desenvolvimento Rural Sustentável. Estudos NEAD 4 (Núcleo de Estudos Agrários e Desenvolvimento Rural do Ministério do Desenvolvimento Agrário), 2001.

BLACK, B.; JANG, H.; KIM, W. **Does corporate governance affect firm value?** Evidence from Korea. Stanford Law School, 2003, Working Paper.

BM&FBOVESPA. **Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro S/A**. Disponível em: <www.BM&FBOVESPA.com.br > Acesso em: 05 maio 2011.

BOHREN, O.; ODEGAARD, B. A. Governance and performance revisited. ECGI – Finance Working Paper n. 28/2003, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=423461>> Acesso em 03 maio 2010.

BORNHOLDT, Werner. **Governança na empresa familiar: implementação e prática**. Porto Alegre. Editora Bookman, 2005.

BRAGA-ALVES, M. V.; SHASTRI, K. Corporate Governance, Valuation, and performance: Evidence from a Voluntary Market Reform in Brazil. **Financial Management**. v. 1, nº 1, p. 139-57, 2011.

BRAGA, José Altamir Quiroz. **Governança corporativa: Fatores que impactam o desempenho das cooperativas de crédito integrantes do SICCOB em Minas Gerais**. 2012. 65 f. Dissertação (Mestrado Profissionalizante em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória/ES.

BRAGA, Marcelo J. BRESSAN, Valéria G. Fully. COLOSIMO, Enrico A. BRESSAN, Aureliano A. Investigation the solvency of brazilian credit unions using a proportional hazard model. **Annals of Public and Cooperative Economics** 77:1, 2006. pp. 83-106

BRANCH, Brian; BAKER, Christopher. Overcoming credit union governance problems. in WESTLEY G., BRANCH B., (org.) **Safe Money**, Interamerican Development Bank, Washington. 2000, p. 203-26.

BRANDÃO, Mônica Mansur. **Governança corporativa e a influência dos acionistas minoritários no sistema de decisões estratégicas**. 2004 272f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Programa de Pós-Graduação em Administração, Belo Horizonte.

BRASIL. BANCO CENTRAL. Brasília. **Resolução nº 2.554, de 24/09/1998**. Dispõe sobre a implantação e implementação de sistema de controles internos. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/legislação>>. Acesso em 11.jan. 2012.

BRASIL. BANCO CENTRAL. Brasília. **Resolução nº 4.122, de 02/08/2012**. Dispõe sobre as condições para o exercício de cargos em órgãos estatutários de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/legislação>>. Acesso em: 11 jan 2012.

BRASIL. BANCO CENTRAL. Brasília. **Resolução nº 2.682, de 21/12/1999**. Dispõe sobre critérios de classificação das operações de crédito e regras para constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/legislação>>. Acesso em 11 jan 2012.

BRASIL. BANCO CENTRAL. Brasília. **Resolução nº 2.788, de 30/11/2000**. Dispõe sobre a constituição e o funcionamento de bancos comerciais e bancos múltiplos sob controle acionário de cooperativas centrais de crédito. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/legislação>>. Acesso em: 02 fev 2012.

BRASIL. BANCO CENTRAL. Brasília. **Resolução nº 3.198, de 27/05/2004**. Dispõe sobre Altera e consolida a regulamentação relativa à prestação de serviços de auditoria independente para as instituições financeiras, demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e para as câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/legislação>>. Acesso em: 31 ago 2011.

BRASIL. BANCO CENTRAL. Brasília. **Resolução nº 3.859, de 27/05/2010**. Dispõe sobre Constituição, autorização e alteração de funcionamento das Cooperativas de crédito. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/legislacao>>. Acesso em: 31 ago 2011.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Brasília. **Lei Complementar nº 130, de 17/04/2009**. Dispõe sobre Sistema Nacional de Crédito Cooperativo. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/legislacao>>. Acesso em 01 set 2011.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Brasília. **Instrução CVM nº 165** de 11/12/1991. Dispõe sobre requisito para aplicação do voto múltiplo para eleição de membros do conselho de administração. Disponível em: <<http://www.cnb.org.br/CNBV/instrucoes/ins165-1991.htm>>. Acesso em: 01 set 2011.

BRASIL. BANCO CENTRAL. Brasília. **Resolução nº 3.620, de 30/09/2008**. Dispõe sobre procedimentos relativos à Incorporação, fusão e Cisão. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/legislacao>>. Acesso em 07 mai 2011.

BRASIL. CÂMARA DE DEPUTADOS. Brasília. **Lei nº 11.110, de 25/04/2005**. Dispõe sobre o Programa Nacional de Microcrédito Produtivo Orientado – PNMPO. Disponível em: < <http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/2005/lei-11110-25-abril-2005-536683-norma-pl.html>>. Acesso em 27 jan 2014.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Brasília. **Lei nº 4.595, de 31/12/1964**. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/legislacao>>. Acesso em: 07 mai 2011.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Brasília. **Lei nº 5.764, de 16/12/1971**. Dispõe sobre Política Nacional de Cooperativismo. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/legislacao>>. Acesso em 07 mai 2011.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Brasília. **Lei nº 6.404, de 15/12/1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/legislacao>>. Acesso em 07 mai 2011.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Brasília. **Lei nº 9.613, de 03/03/1998**. Dispõe sobre Procedimentos de Lavagem de Dinheiro e Ocultação de Bens. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/legislacao>>. Acesso em 07 mai 2011.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Brasília. **CONSTITUIÇÃO DA REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL**. Promulgada em 05 de outubro de 1988. Disponível em: http://www.senado.gov.br/legislacao/const/con1988/CON1988_05.10.1988/CON1988.pdf. Acesso em: 01 mar 2012.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 10.303, de 31/10/2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de

Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/legislação>>. Acesso em 23 jan 2014.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 11.638, de 28/12/2007**. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. <<http://www.planalto.gov.br/legislação>>. Acesso em 23 jan 2014.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 11.941, de 27/05/2009**. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, alterando o Decreto no 70.235, de 6 de março de 1972 e dá outras providências. <<http://www.planalto.gov.br/legislação>>. Acesso em 23 jan 2014.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Investimento de capital e avaliação**. Porto Alegre: Bookman, 2006.

BRESSAN, Valéria Gama Fully. **Seguro depósito e moral hazard nas cooperativas de créditos brasileiras**. 2009. 371f. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Federal de Viçosa. Viçosa.

BRESSAN, Valéria Gama Fully.; BRAGA, Marcelo José.; BRESSAN, Aureliano Angel.; FILHO, Moisés de Andrade Resende. Uma proposta de indicadores contábeis aplicados às cooperativas de crédito brasileiras. **Revista de Contabilidade e Controladoria**. Universidade Federal do Paraná, Curitiba, v. 2, nº 4, p. 58-80, set./dez. 2010.

_____. O seguro depósito induz ao risco moral nas cooperativas de crédito brasileiras? Um estudo com dados em painel. **Revista Brasileira de Economia da FGV**. Rio de Janeiro. v. 66, nº 2, p. 167-85, Abr./ Jun. 2012.

_____. Uma aplicação do sistema PEARLS às cooperativas de crédito brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**. São Paulo, v. 46, nº 3, p. 258-74, jul./ago./set. 2011.

BREUSCH, T.; PAGAN, A. **A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation**. *Econometrica*, Menasha, v.47, p.1287–1294, 1979

BREUSCH, T. Testing for autocorrelation in dynamic linear models. **Australian Economic Papers**, 1978: 334–355.

BREUSCH, T. S.; MIZON, G. E.; SCHMIDT, P. Efficient estimation using panel data. **Econometrica**, v. 57, n. 3, p. 695-700, 1989.

BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. **Corporate governance and firm performance**. Atlanta, United States: University of Georgia, School of Accountancy, dezembro, 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=586423> Acesso em: 22 mar. 2013.

BRUNER, R., EADES, K., HARRIS, R., HIGGINS, R. Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis. **Journal of Financial Practice and Education**. Jan.1998

BRUNI, Adriano Leal.; MELO, Flávio Cropalato de.; MORAES, Cássio José Canário de.; PAIXÃO, Roberto Brasileiro.; CARVALHO JUNIOR, César Valentim de Oliveira. **Métricas de criação de valor: Uma análise de trabalhos empíricos brasileiros** (1997 a 2007). In: XI SEMEAD - Seminário em Administração FEA/USP, 28 e 29 de agosto/2008, São Paulo/SP. ANAIS, 2008 (CD ROM). Disponível em <http://www.ead.fea.usp.br/semead/11semead/resultado/an_resumo.asp?cod_trabalho=300> Acesso em: 14 jan 2014.

BURGER, Csaba. **Membership structure and dividend payout policies at hungarian cooperative banks**. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1977003> or Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1977003>> Acesso em: Mar 7 2012.

CADBURY REPORT. **The financial aspects of corporate governance**. 1992. Disponível em: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>>. Acesso em 31 ago. 2011.

CARVALHAL-DA-SILVA, André Luiz. **Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo/SP. Editora Saraiva, 2006.

CARVALHAL-DA-SILVA, André Luiz.; LEAL, Ricardo Pereira Câmara., (Orgs.) **Governança corporativa: evidências empíricas no Brasil**. Coleção Coppead de Administração. São Paulo: Atlas, 2007.

CASTELLI, C. A., e SANTOS, E. S. (2005) **Mensurando a criação de valor na Administração Pública**. Programa Avançado em gestão Pública Contemporânea. São Paulo: Fundap.

CASELANI, Denise Maria Candiotto; CASELANI, César Nazareno. A Geração de valor em companhias brasileiras através da utilização de direcionadores financeiros e não-financeiros. In: ENANPAD, 29, 2005, Brasília. ANAIS... Brasília: ANPAD, 2005a.

_____. A importância dos direcionadores financeiros e não financeiros para a geração de valor nas companhias brasileiras: evidências empíricas. In: SBFIN - Encontro Brasileiro de Finanças, 5º. 2005. ANAIS. São Paulo. São Paulo: Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2005b.

_____. Direcionadores financeiros e não-financeiros: Impacto na geração de valor. In: ENANPAD, 30, 2006, Salvador. ANAIS... Salvador: ANPAD, 2006.

CATAPAN, Anderson. **Análise da relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil**. 2012. Curitiba, 2012. 85p. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Universidade Federal do Paraná. Curitiba.

CHO, Myeong-Hyeon. Ownership structure, invest, and the corporate value: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 47, p. 103-21, 1998.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. The separation of ownership and control in East Asian corporations. **Journal of Financial Economics**, v.58, p. 81-112, 2000a

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. FAN, J. Expropriation of minority shareholders: evidence from East Asia. **World Bank Policy Research Paper**, nº 2.088, Washington, 2000b.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. Brasília. **Instrução nº 308 de 14/05/1999**. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em 20 mar 2009.

CVM. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em: <www.cvm.org.br> Acesso em 20 mar 2009.

COASE, R.H. **The nature of the firm**. *Economica*. Nº 4, p. 386-405, nov. 1937

COLES, J. W.; McWILLIANS, V. B.; SEN, N. An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. **Journal of Management**. v. 27, p. 23-50, 2001.

COPELAND, Tom et al. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. New York: John Wiley, 1994.

_____; WESTON, J. F. **Financial theory and corporate policy**. 3. ed. Massachusetts: Addison – Wesley Publishing, 1992.

CORNFORTH, Chirs. **The Governance of cooperatives and mutual associations: a paradox**. *Annals of Public and Cooperative Economics*. Vol. 75. nº 1, p. 11-32. Mar 2004.

CORREIA, Laise Ferraz. AMARAL, Hudson Fernandes. **Governança Corporativa e Proteção dos Investidores: um estudo dos efeitos das vantagens concedidas aos preferencialistas sobre indicadores de mercado das ações**. 2008. Salvador. **ANAIS**. In: Encontro de Administração Pública e Governança. ANPAD. Salvador. 2008.

CORREIA, L.F. **Um índice de governança para empresas no Brasil**. 2008. 274f. Tese (Doutorado em Administração) - Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD-FACE-UFMG), Belo Horizonte.

CPC – **Pronunciamento Conceitual Básico (R1)** Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pronunciamentosIndex.php>. Acesso em 23 Jan 2014.

CREMERS, M.; FERRELL, A. **Thirty years of corporate governance: firms valuations & stock returns**. CELS 2009 4th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper. Yale International Center for Finance Working Paper, n. 09-09. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1413133>>. Acesso em 7 mai 2010.

CROISSANT, Yves.; MILLO, Giovanni. Panel Data Econometrics in R: The plm Package. **Journal of Statistical Software**, 2008.

CUEVAS, Carlos E., FISCHER, Klaus p. **Cooperative financial institutions: issues in governance, regulation and supervision**. Whashington: The World Bank, 2006.

DAILY, Catherine; DALTON, Dan R.; CANNELLA Jr., Albert A. **Corporate governance: decades of dialogue and data**. *Academy of Management Review*, Vol. 28, nº 3, p. 371-82, jul 2003.

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

DAMODARAN, Aswath. **A face oculta da avaliação**. São Paulo: Makron, 2002.

_____. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2006.

DANCEY, Christine P. e REIDY, John. **Estatística sem matemática para psicologia**. 3. ed. Porto Alegre: Artmed, 2006.

DEL BRIO, E. B.; MAIA-RAMIREZ, E. Corporate governance mechanisms and their impact on managerial value. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 6., 2006, Rio de Janeiro. **ANAIS...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2006. CD-ROM.

DEMPSEY, S. et al. **The use of strategic performance variable as leading indicators in financial analysts’ forecasts**. 1997. Disponível em: <<http://proquest.umi.com/pqdweb>> Acesso em: 05 jan 2014.

DE PAULA, Ana Cristina Alves. **Governança corporativa nas cooperativas de crédito**. *Revista Eletrônica de Direito/UNESP*, n. 3, 2013.

DESROCHERS, Martin. FIRCHER, Klaus P. **Corporate Governance and Depository Institutions Failure: The Case of an Emerging Market Economy**. July 2002. Social Science Research network. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=345980>. Acesso em 04 jan 2011.

DeYOUNG, Robert. The failure of new entrants in commercial banking markets: a split-population duration analysis. **Review of Financial Economics**. v. 12, nº 1, p 7-33, 2003.

DGRV – Die Genossenschaften. Disponível em: <<http://www.dgrv.org>>. Acesso em 28 ago. 2009.

DROBETZ, W.; SCHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. Corporate governance and firm performance. Evidence from Germany. **European Financial Management**, v. 10, nº 2, p. 267-93, 2004.

EHRBAR, A. **EVA: valor econômico agregado – a verdadeira chave para a criação de riqueza**. Tradução de Bazán Tecnologia e Lingüística. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

ESTRADA, J. **Mean-semivariance behavior: an alternative behavioral model**. IESE Business School, 2002. Working paper. Disponível em: <<http://web.iese.edu/jestrada/Research.html>>. Acesso em: 25 jun. 2013.

FAMA, Eugene F; JENSEN, Michel C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**. vol. XXXVI, p. 301-325. June 1983.

_____. Organizational forms and investment decisions. **Journal of Financial Economics**. v.14, p. 101-19, 1985.

FARIA, Rogério Gomes de. **Mercado Financeiro: Instrumentos e Operações**. São Paulo: Prentice Hall, 2003.

FAVALLI, Ricardo Terranova. **Governança corporativa e análise do desempenho de cooperativas de crédito no Brasil**. 2010. 160 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas. Campinas/SP.

FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review**. v. 10, nº 1, p. 131-156. Vitória-ES, jan.-mar. 2013.

FÁVERO, Luiz Paulo Lopes (Org.); BELFIORE, Patrícia.; TAKAMATSU, Renata Turola.; SUZART, Janilson. **Método quantitativos com Stata: procedimentos, rotinas e análise de resultados**. 1º ed. - Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

FÁVERO, Luiz Paulo Lopes (Org.); BELFIORE, Patrícia.; SILVA, Fabiana Lopes da.; CHAN, Betty LÍlian. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. 4º ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens; BALASSIANO, Moisés. The problem of incentives in building corporate governance models. **Corporate Ownership y Control**, v. 5, n. 2, 2008.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens.; SOARES, Mardem Marques.; VENTURA, Elvira Cruvinel Ferreira. The Robe of the Board of Directors in the Context of Good Governance: A Study of the Financial Cooperative Sector in Brasil. In.: XXVII Congresso Internacional de CIRIEC, sobre Economia Pública, Social Y Cooperativa. Sevilha, 2008. **ANAIS...** Sevilha: CIRIEC. 2008.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens.; MARUCCI, José Carlos.; OLIVEIRA, Mauro José de. **Governança cooperativa: participação e representatividade em cooperativas de crédito no Brasil: Identidade, valores e governança das cooperativas**. V Encuentro de Investigadores Latinoamericanos de Cooperativismo. Movimento Cooperativo. Transnacionalización e Identidad Cooperativa en América Latina. Comitê de Pesquisa da Aliança Cooperativista Internacional. Ribeirão Preto, São Paulo, Brasil. 06-08 Agosto 2008a.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens.; MARUCCI, José Carlos.; OLIVEIRA, Mauro José de. Governança cooperativa: participação e representatividade em cooperativas de crédito no Brasil: Identidade, valores e governança das cooperativas. **Revista de Contabilidade e Organizações**, São Paulo, v2, nº 4, p. 107-25, set./dez. 2008b.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens.; VENTURA, Elvira Cruvinel Ferreira.; MARUCCI, José Carlos. Governança corporativa e o papel dos conselhos de administração: Um estudo no contexto das cooperativas de crédito. 2007. Santo Domingo. **ANAIS...** Santo Domingo. IAM, 2007.5th International Conference of the Iberoamerican Academy of Management. Santo Domingo (República Dominicana), dez. 2007.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens.; VENTURA, Elvira Cruvinel Ferreira.; OLIVEIRA, Mauro José de. Governança e participação no contexto das cooperativas de crédito. **Revista de Administração FACES**. Belo Horizonte, v.7, nº 3, p. 48-63, jul./set. 2008.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 14ª edição. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2001.

FRANCISCO, José Roberto de Souza; ALMEIDA, Mário Sérgio; AMARAL, Hudson Fernandes; BERTUCCI, Luiz Alberto. Influência da crise financeira mundial na estrutura econômica das instituições financeiras bancárias brasileiras e seus reflexos no índice de Basileia: uma abordagem comparativa. In.: XIII SEMEAD - Seminário em Administração FEA/USP, 09 e 10 de setembro/2010, São Paulo/SP. **ANAIS...**, 2010 (CD ROM). Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/13semead/a5.asp>> Acesso em: 25 mar. 2011.

FRANCISCO, José Roberto de Souza; AMARAL, Hudson Fernandes; ASSIS, Aline Rabelo; BERTUCCI, Luiz Alberto. Demonstração de Fluxo de Caixa – Atividade Operacional x Indicadores Financeiros de Liquidez: análise de gestão financeira. **Revista de Contabilidade e Controladoria - RC & C**. Curitiba, v. 3, nº 2, p. 94-111, mai./ago. 2011. ISSN 1984-6266. Universidade Federal do Paraná,

FREES, E. W. **Longitudinal and panel data: analysis and applications in the social sciences**. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

FREITAG, Viviane da Costa. **Uma cooperativa. Três agentes e sua percepções: A governança corporativa na cooperativa de crédito rural campos gerais**. 2008. 188f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Programa de Mestrado em Contabilidade do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, Universidade Federal do Paraná, Curitiba.

FREZATTI, Flávio. **Gestão de valor na empresa: uma abordagem abrangente do valuation a partir da contabilidade gerencial**. São Paulo: Atlas, 2003.

FULTON, M. E. The future of canadian agricultural cooperatives: a property rights approach. **American Journal of Agricultural Economics**, v. 77, p. 1.144 - 52, 1995.

GABRIEL, Fabiano. **Impacto da adesão às práticas recomendadas de governança corporativa no índice de qualidade da informação contábil**. 2011. 130p. Tese (Doutorado em Economia) – São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

GARCIA e SOUZA, Thelma de Mesquita. **Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas**. São Paulo/SP. Atlas, 2005.

GAWLAK, Albino; RARZKE, Fabianne Allage Y. **Cooperativismo: filosofia de vida para um mundo melhor**. 3ª Ed. Curitiba: SESCOOP/MG. 2001.

GIMENES, Régio Marcio Toesca. **Agribusiness cooperativo: viabilidade econômica da abertura direta do capital pela emissão de debêntures**. Florianópolis, 2004, 207 p. Tese

(Doutorado em Engenharia de Produção) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, UFSC.Florianópolis.

_____;GIMENES, Fátima Maria Pegorini. **Um ensaio sobre o desempenho econômico de cooperativas agropecuárias a partir do Economic Value Added (EVA)**. Revista Enfoque Reflexão Contábil. vol. 25, nº 2, 26-40, maio-ago. 2006.

GOLLNER, E. S. **Impacto das práticas de governança corporativa no desempenho das empresas: estudo no setor de siderurgia e metalurgia sob a perspectiva da teoria de agência**. 2006. 81 f. Dissertação (Mestrado Profissionalizante em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória.

GOMPERS, P. A.; ISHII, J. L.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-55, 2003.

GOTARDELO, D. R. **Estudo das práticas de governança corporativa e o desempenho organizacional: uma análise envolvendo rentabilidade, volatilidade e valor de mercado**. 2006. 142 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC-Minas), Belo Horizonte.

GREENE, William. H. **Econometric analysis**. 5º ed. New Jersey: Prentice Hall, 2003.

GROSSMAN, Sandford. HART, Oliver. Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. **Bell Journal of Economics**, v. 11, p. 42-64. 1980.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. Tradução de Maria José Gyhlar Monteiro. Rio de Janeiro. Editora Elsevier, 2006. 5ª tiragem.

HAIR, Joseph F. Junior; BLACK, William C; BABIN, Barry J; ANDERSON, Rolph E; TATHAM, Ronald L. Tradução Adonai Schulp Dant'Anna. **Análise multivariada de dados**. 6ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HAMPEL COMMITTEE (1998). **Hampel Committee Report**. London. Gee Publishing Ltd. Available at http://ww.ecgi.org/codes/country_documents/uk/hampel_index.htm. Acesso em 01 de Mar. 2012.

HAUSMAN, J.A. Specification tests in econometrics. **Econometria**, v. 46, nº 3, p.1.251-72, 1978.

HEIJ, C.; BOER, P.; FRANCES, P. H.; KLOEK, T.; DIJK, H. K. **Econometric methods with applications in business and economics**. New York: Oxford University Press., 2004.

HENDRIKSEN, Eldon; BREDA, Michael. **Accounting theory**. 5. ed. Boston: Irwin, 1992.

HOLTZ-EAKIN, D.; NEWAY, W.; ROSEN, H. S. Estimating vector auto regressions with panel data. **Econometrica**, v. 56, n. 6, p. 1371-95, 1988.

HSIAO, C. **Analysis of panel data**. 2. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. Disponível: em <www.ibgc.org.br.> Acesso em 05 mai. 2011.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Guia das melhores práticas de governança para Fundações e Institutos Empresariais / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. – São Paulo, SP: IBGC, 2009

IMAI, M. Political influence and declarations of bank insolvency in Japan. **Journal of Money, Credit and Banking**, Columbus, v.41, n.1, p.131-58, Feb. 2009.

ISLAM, N. Growth empirics: a panel data approach. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 110, nº 4, p. 1.127-70, 1995.

ITTNER, C. D.; LARCKER, D. F. Innovations in performance measurement: trends and research implications. **Journal of Management Accounting Research**, v.10, p.205-39, 1998.

JENSEN, Michael C; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, nº 4, p. 305-60, 1976.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**. v. 48, nº 3, p. 831-80, 1993.

JONES, D. C.; KALMI, P.; MÄKINEN, M. The productivity effects of stock option schemes evidence from Finnish panel data. **Journal of Productivity Analysis**, v. 33, nº 1, p. 67-80, 2010.

KAISER, H.F. **An index of factorial simplicity**. Psychometrika, 1974: 31-36.

KANITZ, S.C. **Como prever falências**. São Paulo: McGraw-Hill, 1978.

KAPLAN, R.S.; NORTON, D. The balanced scorecard-measures that drive performance. **Harvard Business Review**. v. 1, nº 1, p. 71-79, jan./feb. 1992.

KASSAI, José Roberto.; ASSAF NETO, Alexandre.; SANTOS, Ariosvaldo dos.; CASA NOVA, Silvia Pereira de. **Retorno de investimento: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial** 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2005.

KAZUO, K.E. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível – intensivas**: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas. 2002. Tese (Doutorado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

KENNEDY, P. **Manual de Econometria**. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2009.

KERR, Roberto Borges. **Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Pearson Prentice. 2011.

KLAPPER, Leora.; LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v.10, p. 703-728, 2004.

KOERNIADI, H.; KRISHNAMURTI, C.; RAD, A. T. Corporate Governance and the Variability of Stock Returns: Evidence from New Zealand Companies. **Finance and Corporate Governance Conference Paper**. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1535082>>. Acesso em: 11 mar. 2013.

KREPS, David. **A course in microeconomic theory**. Princeton: Princeton University Press. 1990.

KRISHNAKUMAR, J.; NAGAR, A. L. On Exact Statistical Properties of Multidimensional Indices Based on Principal Components, Factor Analysis, MIMIC and Structural Equation Models. **Social Indicators Research**. v. 86, n. 3, p. 481-96, 2008.

KRISHNAKUMAR, J.; RONCHETTI, E. (Ed.) **Panel data econometrics: future directions**. Amsterdam: North Holland, 2000.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Governança corporativa, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras – uma análise do relacionamento entre s práticas de governança corporativa, o risco e o desempenho das companhias abertas braseiras**. 2007. Tese (Doutorado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

LAMEIRA, Valdir de Jesus.; JÚNIOR, Walter Lee Ness.; SILVA, Patrícia Pereira.; MOTTA, Luiz Felipe Jacques da.; KLÖTZLE Marcelo Cabús. Governança, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras. **Revista de Economia e Administração**, v. 9, n. 1, 2010.

LAMEIRA, Valdir de Jesus.; JÚNIOR, Walter Lee Ness.; SOARES, T.D. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. In: V Encontro Brasileiro de Finanças, Sociedade Brasileira de Finanças, **ANAIS...2005**.

LAMEIRA, Valdir de Jesus.; JÚNIOR, Walter Lee Ness.; MOTTA, Luiz Felipe Jacques da. Governança corporativa: existe evidências empíricas de impactos no _ e D- _. In: V Encontro Brasileiro de Finanças, Sociedade Brasileira de Finanças, **ANAIS...2005**.

LAZZARINI, S. G.; BIALOSKORSKI NETO, S. **Decisões financeiras em cooperativas: fontes de ineficiência e possíveis soluções**. Elaborado para discussão no PENSA. São Paulo: FEA/USP, 1998. Working Paper.

LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1.113-55, 1998.

LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the wold. **Journal of Finance**, v.54, p. 471-518, 1999.

_____. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-28, 2000.

_____. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, v. 53, nº 3, 2002.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. **Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil**. COPPEAD/UFRJ Working Paper, 2004

_____. **Corporate governance, value and dividend payout in Brazil and Chile**. **Inter-American Development Bank**. outubro, 2005. Research Network Working Paper R-516.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração**. São Paulo. v. 39, nº 4, p. 327-37, out/nov/dez.2004

LEE, Charles M.C. **Financial analysis and planning: theory and application**. Reading: Addison-Wesley, 1985

LEITE, Jacqueline Rosadine de Freitas; SENRA, Ricardo Belízio de Faria. (Coords). **Aspectos jurídicos das cooperativas e crédito**. Belo Horizonte: Mandamentos, 2005.

LEMES JUNIOR, Antônio Barbosa; RIGO, Cláudio Miessa; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

LETHBRIDGE, Eric. **Governança Corporativa**. BNDES. Disponível em <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em: 25 mar. 2011.

LEGGETT, Keith J.; STEWART, Ynonne H. Multiple common bond credit unions and the allocation of benefits. **Journal of Economics and Finance**, v. 23, nº 3, p. 235-45, Fall, 1999.

LIMA, Romeu Eugênio de; ARAÚJO, Marcelo, Bicalho Viturino de; AMARAL, Hudson Fernandes. Conflito de Agência: Um estudo comparativo dos aspectos inerentes a empresas Tradicionais e Cooperativas de crédito. **Revista de Contabilidade e Organizações**. v.2. nº 4, 2008.

LIPTON, M.; LORSCH, J. A modest proposal for improved corporate governance. **Business Lawyer**. v. 48, n. 1, p. 59-77, 1992.

MELLO, J. S. F. **O impacto da governança corporativa no valor de mercado das companhias de capital aberto no Brasil – uma reaplicação**. 2007. 108 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD-FACEUFMG), Belo Horizonte.

LODI, João Bosco. **Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. Rio de Janeiro. Elsevier, 8ª impressão. 2000.

LOTTI, R.: MENSING, P.:VALENTI, D.. A Cooperative Solution: This self governing corporate structure **Management Quarterly**; Fall v. 47 n. 3 p.2, 2006

LOW, Jonathan.; SIESFELD, Tony.; Measures that matter: non-financial performance. **Strategy & Leadership**. 1998, v. 26, nº 2, p. 24-38

MDA. **Ministério do Desenvolvimento Agrário**. Disponível em <<http://portal.mda.gov.br/portal/saf/programas/pronaf>> Acesso em 05 mai. 2011.

MADDALA, G. S. **The econometrics for panel data**. Brookfield: Elgar, 1993.

MATIAS, Alberto Borges. (Coord). **Finanças corporativas de curto prazo**, v. 1: a gestão do valor de capital de giro. São Paulo: Atlas, 2007.

MÁTYÁS, L.; SEVESTRE, P. (Ed.). **The econometrics of panel data: fundamentals and recent developments in theory and practice**. 3. ed. New York: Springer, 2008.

MATTEN, Chris. **Managing bank capital: capital allocation and performance measurement**. second edition. 340 p. Lavoisier.fr, Wiley, 2000.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços**. São Paulo: Atlas, 2010.

MARTIN, John D.; PETTY, J. William. **Value based management: the corporate response to the shareholder revolution**. New York: HBS Press, 2000.

MARTINS, Henrique Cordeiro. **Governança Corporativa em Cenário de Mudanças: Evidências Empíricas das Alterações dos Atributos, Papéis e Responsabilidades do Conselho de Administração das Empresas Brasileiras**. 2004. 256p. Tese (Doutorado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração da Faculdade de Ciências Econômica da Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais. Belo Horizonte.

MARTINS, M.S. **A previsão de insolvência pelo modelo de Cox: uma contribuição para a análise de companhias abertas brasileiras**. 2003. 102f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

McCRAW, Thomas K. (Org.) **Alfred Chandler: ensaios para uma teoria histórica da grande empresa**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 1998.

MEIRELLES, Beatriz. **Cooperativismo de crédito como alternativa a crise**. 2008. Disponível em: <<http://www.uasf.sebrae.com.br>>. Acesso em: 7 jan.2009.

MENDES, Frederico. **A gestão baseada no valor nas instituições financeiras: um modelo aplicado a bancos múltiplos**. São Paulo, 2004. 145p. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo.

MENEZES, R. M. de. **A estrutura de propriedade e a governança corporativa têm relação com o valor e desempenho das empresas no novo cenário de mercado de capitais brasileiro?** 2009. 106 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória.

MICHEL, Maria Helena. **Metodologia e pesquisa científica em ciências Sociais** – um guia prático para acompanhamento da disciplina e elaboração de trabalhos monográficos. São Paulo: Atlas, 2005.

MINGOTI, Sueli Aparecida. **Análise de dados através de métodos de estatística multivariada: uma abordagem aplicada**. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2007.

MOLLER, L. G., FEATHERSTONE, A. M., BARTON, D. G. (1996) "Sources of financial stress in agricultural cooperatives", **Journal of Cooperatives**, v. 11, p. 38-50.

MOTTA, Nomaston Rodrigues. CKAGNAZAROFF, Ivan Beck. Governança corporativa e as melhores práticas: estudo de caso de uma Organização Não Governamental. In: Encontro de Administração Pública e Governança. 2008. Salvador. **ANAIS...** Salvador: ANPAD, 2008.

MULLER, Aderbal N.; TELO, Admir Roque. Modelos de avaliação de empresas. **Revista da Faculdade de Administração Economia**. Curitiba. v. 6, nº 2, p. 97-112, maio/dez.2003.

MORCK, R; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of financial Economics**, v. 20 nº 1, p. 293-315, 1988.

NAGAR, A. L.; BASU, S. R. Weighting sócio-economic indicators of human **development: a latente variable approach**. In: ULLAH et al. (Org.). **Handbook of applied econometrics and statistical inference**. New York: Marcel Dekker, 2002, Cap. 29.

NOVKOVIC, s. Reflections on the International Symposium of Co-operative Governance. **Journal of Co-operative organization and Management**. v. 1, nº 2, p. 93-95, Dec. 2013.

OCB. Organização das Cooperativas Brasileiras. **Anuário do cooperativismo brasileiro**. Brasília. 2011.

OCDE. **Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico**. Disponível em <www.ocde.org> Acesso em: 20 mai. 2011.

OCEMG. **Organização das Cooperativas do Estado de Minas Gerais**. Disponível em: <<http://www.minasgerais.coop.br/pagina/109/home.aspx>> Acesso em 20 abr. 2011.

OECD. **Guia OECD de governança corporativa de empresas estatais**. Disponível em: <www.ibgc.org.br> Acesso em: 20 mar. 2009.

OECD. Organization for Economic Co-operation and Development. **Principles of corporate governance**. Paris: OECD. Disponível em: <http://www.oecd.org/pages/0,3417,en_36734052_36734103_1_1_1_1_1,00.html>. Acesso em: 25 mar. 2011.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças de. **Governança corporativa na prática: integrando acionistas, conselho de administração e diretoria executiva na geração de resultados**. São Paulo: Atlas, 2006.

OKIMURA, Takashi Rodrigo. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) –

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

PACE, Eduardo Sérgio Ulrich.; BASSO, Leonardo Fernando Cruz.; SILVA, Marcos Alessandro da. Indicadores de desempenho como direcionadores de valor. **Revista de Administração Contemporânea**. v. 7, nº 1, Jan/Mar. 2003.

PADOVEZE, Clóvis Luis. **Contabilidade gerencial: um enfoque em sistema de informação contábil**. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2008.

PAULA, Ana Paula Paes de. **Teoria crítica nas organizações**. São Paulo: Thomson Learning, 2008. (Coleção Debates em Administração).

PATROCÍNIO, Maurício Réa. KAYO, Eduardo Kazuo. KIMURA, Hebert. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **RAUSP – Revista de Administração**. São Paulo, v. 42, nº 2, p, 208, abr./mai/jun.2007.

PARLIAMENT, C. LERMAN, Z. Risk and equity in agricultural cooperatives. **Journal of Agricultural Cooperation**, v. 8, p. 1-14, 1993.

PEDREIRA, E. B.; SANTOS, J. O. Análise da relação entre o Índice de Governança Corporativa, preço das ações e desempenho dos três principais bancos privados brasileiros. In: VI Congresso de Controladoria e Contabilidade. **ANAIS...** São Paulo: FEA/USP, 2006.

PEIXOTO, Fernanda Maciel. **Governança corporativa, desempenho, valor e risco: Estudo das mudanças em momento de crise** 2012. 216f. Tese (Doutorado em Administração) - Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD-FACE-UFMG), Belo Horizonte.

PEREZ, M.; MARTINS, R. Decifrando a geração de valor ao acionista. In: ENANPAD, 29, 2005, Brasília. **ANAIS...**, Brasília: ANPAD, 2005.

PERROW, C. **Sociologia de las organizaciones**. España: McGraw-Hill, 1991.

PÉRILLEUX, Anaïs. **Les coopératives d'épargne et de crédit en microfinance face aux problématiques de gouvernance et de croissance**. CEB – Centre Emile Bernheim. Solvay Business School. Université Libre de Bruxelles, v. 8/025, 2008. Working papers.

PIMENTEL, R. C. **Accounting earnings properties and determinants of earnings response coefficient in Brazil**. 2009. 162 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo.

PINHEIRO, Marcos Antônio Henriques. **Cooperativismo de crédito: história da evolução normativa no Brasil**. 6ª ed. Brasília: Banco Central do Brasil, 2008.

PINHO, Diva Benevides; PALHARES, Valdecir Manuel Affonso. **O Cooperativismo de Crédito no Brasil: do século XX ao século XXI**. São Paulo: ESETec Editores Associados, 2004, Edição Comemorativa.

PINTO, Gilze Mary Vasconcelos de Souza. **Governança corporativa e o desempenho das cooperativas de crédito do Brasil.** 2008. 69 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - FUCAPE, Vitória/ES, 2008.

PORTELLA, G. Modelos de avaliação de empresas baseados em demonstrações financeiras e a importância relativa do balanço patrimonial e da demonstração de resultado. In: ENANPAD, 24, 2000, Florianópolis. **ANAIS...** Florianópolis: ANPAD, 2000.

PURIFICAÇÃO, Carlos Alberto da. **Contabilidade Bancária.** São Paulo: Atlas, 1995.

RAPPAPORT, Alfred. **Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores.** Tradução de Alexandre L. G. Alcântara; Revisão técnica: José Carlos Guimarães. São Paulo/SP. Atlas, 2001.

_____. **Creating Shareholder value: a guide for managers and investors.** 2. ed. New York: The Free Press. Cap. 1-3, 1998.

REQUEJO, L. M. H. Desafios para o gerenciamento financeiro das cooperativas brasileiras. In: XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo. Organização das cooperativas Brasileiras. Brasília, **ANAIS...** Brasília:OCB, 1997, p. 96-111.

RIBEIRO, M. C. V. **Governança Corporativa: um estudo do impacto de seus mecanismos internos sobre o desempenho financeiro e o valor de mercado de bancos brasileiros.** 2009. 189 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD-FACE-UFMG), Belo Horizonte.

RICHEZ-BATTESTI, Nadine. **Gouvernance coopérative et reconquête du sociétariat: une aventure inachevée? Le cas des banques coopératives en France.** In: Communication at the XXI Ind international conference on cooperative research. CIRIEC n° 2007/04. 2006.

ROCHA, F. **Previsão de falência bancária: um modelo de risco proporcional.** Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro, v.29, n.1, p.137-152, abr. 1999.

RODRIGUES, Margarida Maria da Silva. **Estudo comparativo das empresas do setor energético que aderiram a níveis diferenciados de governança corporativa.** 2009, 107 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD- FACEUFMG), Belo Horizonte, 2009.

RODRIGUES, R. Novos rumos do cooperativismo. In: XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo. 1997. Brasília. **ANAIS...** Brasília. p. 90-96, novembro de 1997.

ROLIM, F. M. C. **Governança corporativa, desempenho e valor: estudo comparativo entre empresas familiares e não-familiares de capital aberto do Brasil.** 2009. 173 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Universidade de Fortaleza (UNIFOR), Fortaleza.

ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph; JAFFE, Jeffrey. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

ROSSONI, L. **Governança corporativa, legitimidade e desempenho das organizações listadas na Bovespa**. 2009. 207 f. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal do Paraná (UFPR), Curitiba.

ROWE, W. Glenn. Liderança estratégica e criação de valor. **RAE – Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v. 42, nº 1, p. 16, jan./mar.2002.

SALMASI, S. V. **Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil**. 2007. 130 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo.

SANTOS, J. O.; SANTOS, J. A. Avaliação de empresa e análise de seus direcionadores de valor: um estudo de caso. In: XXX ENANPAD, 2006, Salvador. **ANAIS...** Salvador: ANPAD, 2006.

SANTOS, Ercílio. **Criação de valor econômico em cooperativas agroindustriais**. Departamento de Administração e Economia. Lavras: UFLA, 2002.

SANTOS, J.; MUSSA, A.; MULLER, W. Análise da geração de valor medida pelo EVA e por vetores de desempenho de natureza contábil: um estudo de caso abordando a Companhia Vale do Rio Doce. In: XXXI ENANPAD, 2007, Rio de Janeiro. **ANAIS...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

SANTOS, José O. dos; WATANABE, Roberto. Uma análise da correlação entre o EVA e o MVA(...) no contexto das empresas brasileiras de capital aberto. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 12, n. 1, p. 19-32, jan./mar. 2005.

SCHARDONG, Ademar. **Cooperativa de crédito**: instrumento de organização econômica da sociedade. 1ª. Ed. Porto Alegre: Rigel, 2002.

SEBRAE. Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas. **Cooperativismo de Crédito**. Brasília. 2006.

_____. Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas. Brasília. Disponível em: <<http://www.sebrae.com.br>>. Acesso em: 05 fev. 2012.

SESCOOP. Serviço Nacional de Aprendizagem do Cooperativismo. **Manual de orientação para a constituição e registro de cooperativas**. 8ª ed. Brasília: SESCOOP, 2003.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, nº 2, p. 737-83, 1997.

SICOOB BRASIL. **Confederação Sicoob Brasil**. Disponível em: <http://www.sicoob.com.br/Paginas_do_site/Homepage/default.aspx>. Acesso em: 31 ago. 2011.

SICREDI – Sistema de Crédito Cooperativo. Disponível em: <<http://www.sicredi.com.br>>. Acesso em: 01 mar. 2012.

SIFFERT FILHO, N.F. **A teoria dos contratos econômicos e a firma**. 1996. Tese (Doutorado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas e conselho de administração**. São Paulo: Atlas, 2006^a.

SILVA, José Pereira da. **Gestão e análise de risco de crédito**. São Paulo: Atlas, 2006b.

SILVA JR., Reinilson Rodrigues da Silva; JUNQUEIRA, Luis Renato; BERTUCCI, Luiz Alberto. **A relação entre a adoção das práticas da governança corporativa e a alavancagem financeira das empresas brasileiras do setor energético no ano de 2008**. Revista Eletrônica Gestão e Sociedade. Belo Horizonte. v. 3, n° 6. p. 315-34. 2009.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 251p. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo.

_____. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250p. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo.

_____. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo/SP. Saint Paul, 2006.

_____. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. A Qualidade da Governança Corporativa Influencia o Valor das Companhias Abertas no Brasil? In: XXIX Encontro Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), Brasília, 2005. **ANAIS...** Brasília, ANPAD, 2005.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C; SILVEIRA, Héber Pessoa da. **Determinantes da Concentração do Direito de Controle nas Companhias Abertas Brasileiras**. IV Encontro Brasileiro de finanças Rio de Janeiro, 22 e 23 de julho, Anais, 2004 (CD ROM). Disponível em <http://www.sbfin.org.br/>. Acesso em: 25 mar. 2011

SINKEY Jr, Joseph F. **Commercial bank financial management.**, 6. ed., New Jersey: Printice Hall. 2002.

SIQUEIRA, Luciana Cardoso. **Conselho fiscal e auditoria em cooperativas agropecuárias: uma análise sobre a adoção de práticas de monitoramento**. 2011. 159 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.

SLOMSKI, Valmor. **Controladoria e governança na gestão pública**. 1ª edição. São Paulo: Atlas, 2007.

SOARES, Marden. MELO SOBRINHO, Abelardo. **Microfinanças: o papel do Banco Central do Brasil e a importância do cooperativismo de crédito**. 2ª edição, revista e ampliada. Brasília: Banco Central do Brasil, 2008.

SOARES, Marden Marques.; VENTURA, Elvira Cruvinel Ferreira. Governança Cooperativa: as funções estratégicas e executivas em cooperativas de crédito no Brasil: Identidade, Valores e Governança das Cooperativas. In.: V Encuentro de Investigadores Latinoamericanos de Cooperativismo. Movimento Cooperativo. Transnacionalización e Identidad Cooperativa en América Latina. 2008a. Ribeirão Preto. **ANAIS...** Ribeirão Preto: Comitê de Pesquisa da Aliança Cooperativista Internacional. 2008a.

SOARES, Marden Marques.; VENTURA, Elvira Cruvinel Ferreira. Governança Cooperativa: as funções estratégicas e executivas em cooperativas de crédito no Brasil. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central**. /Banco Central do Brasil. Procuradoria-Geral – Brasília, v. 2, nº 1, p. 139-63, jun. 2008b.

STAUB, Irineu Dário; MARTINS, Henrique Cordeiro; RODRIGUES, Suzana Braga. Governança corporativa e criação de valor para o acionista: da teoria à prática, os impactos organizacionais e financeiros. **Revista Economia e Gestão**. Belo Horizonte. v. 2, nº 3. p. 36-55. Jan./Jun. 2002.

STEINBERG, Herbert. **A dimensão a governança corporativa: pessoas criam as melhores e piores práticas**. São Paulo: Editora Gente, 2003

TABACHNICK, B.; FIDELL, L.S. **Using Multivariate Statistics**. Addison Wesley, 5ª ed., 2007.

TARANTINO, Anthony. **Governance, Risk, and Compliance Handbook: Technology, Finance, Environmental, and International Guidance and Best Practices**. Wiley, 2008.

THENÓRIO FILHO, Luiz Dias. **Pelos caminhos do cooperativismo** – com destino ao crédito mútuo. 2ª Ed. São Paulo: Central das Cooperativas de crédito do Estado de São Paulo, 2002.

THOMSEN, S; PEDERSEN, T. **European ownership concentration: causes and consequences**. Institute of International Economics and Management/Copenhagen: Business School, 1997.

TOPORCOV, Vinícius Pedro. **Eco-eficiência e eco-efetividade como direcionador de geração de valor em projetos – Uma aplicação em uma empresa no Brasil**. 2009. Dissertação (Mestrado) – Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

TOSINI, Maria de Fátima Cavalcante.; BASTOS, Alexandre Martins. **Governança corporativa: as funções de fiscalização e controle em cooperativas de crédito no Brasil**. In.: V Encuentro de Investigadores Latinoamericanos de Cooperativismo. Movimento

Cooperativo. Transnacionalización e Identidad Cooperativa en América Latina. Comitê de Pesquisa da Aliança Cooperativista Internacional. 2008. Ribeirão Preto. **ANAIS...** Ribeirão Preto. São Paulo, Brasil. 06-08 Agosto 2008.

TRINDADE, Luana Zanetti; BIALOSKORSKI NETO, Sigismundo. Uma análise da separação entre a propriedade e a gestão nas cooperativas de crédito brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 6, n. 16, p. 95-118, 2012.

TYLECOTE, Andrew; VISINTIN, Francesca. **Corporate governance, finance and the technological advantage of nations**. Routledge, 2008.

UFMG – Universidade Federal de Minas Gerais. **Roteiro de Análise**. Comitê de Ética em Pesquisa. <<http://www.ufmg.br/coep/word/RoteiroAnalise.doc>>. Acesso em 04 de Mai. 2012.

ULIANA, Clóvis; GIMENES, Régio Marcio Toesca. Avaliando o desempenho de cooperativas agropecuárias a partir do EVA - Economic Value Added: resultados de uma investigação empírica. In.: XVIII Congresso Brasileiro de Contabilidade. **ANAIS...** Gramado-RS: Editora do CFC, 2008. v. 1. p. 38-54.

UNICRED - Cooperativa de Economia e Crédito Mútuo dos profissionais de nível superior da área da saúde, das empresas e instituições do setor. Disponível em: <<http://www.unicred.com.br>>. Acesso em 01 mar. 2012.

UYEMURA, Dennis G.; KANTOR, Charles C.; PETTIT, Justin M. EVA for banks: value creation, risk management, and profitability measurement. **Journal of Applied Corporate Finance**. 1996, v. 9 n° 2, p. 94-109.

VALLADARES, Gustavo Souza.; GOMES, Eliane Gonçalves.; MELLO, João Carlos C.B. Soares de.; PEREIRA, Marcos Gervasio.; ANJOS, Lúcia Helena Cunha dos., EBELING, Aderson Givalni.; BENITES, Vinícius de Melo,. Análise dos componentes principais e métodos multicritério ordinais no estudo de Organossolos e solos afins. **Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, y Portugal. Sistema de Información Científica**. v. 32, n° 1, p. 285-96 2008.

VAN HORNE, James C. **Financial management and policy**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1995.

VELASQUEZ, M. D. P. **A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas no N1, N2 e Novo Mercado da Bovespa**. 2008. 195 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Santa Maria (UFSM), Santa Maria.

VENKATRAMAN, N. and RAMANUJAM, V. A note on the dimensionality of the firm financial performance construct using accounting, market, and subjective measures. **Journal of Management**, v. 13, n. 1, p. 109-22, 1987.

VENTURA, Elvira Cruvinel Ferreira. Governance in financial cooperatives and proposals for the brazilian system. In.: XXVII Congresso Internacional de CIRIEC, sobre Economia Pública, Social Y Cooperativa. 2008. Sevilla. **ANAIS...** Sevilla: CIRIEC, 2008.

VENTURA, Elvira Cruvinel Ferreira (Coord.Geral.); FILHO, Joaquim Rubens Fontes (Coord.); SOARES, Marden Marques (Coord.); SOBRINHO, Abelardo Duarte de Melo.; BASTOS, Alexandre Martins.; COELHO, Fabiano Costa.; BALLIANA, Gilson Marcos.; MARUCCI, José Carlos.; FELTRIM, Luia Edson.; OLIVEIRA, Márcia Maria Rezende de.; TOSINI, Maria de Fátima Cavalcanti.; OLIBEIRA, Mauro José. **Governança Cooperativa: Diretrizes e mecanismos para fortalecimento da governança em cooperativas de crédito.** Brasília: BCB, 2009.

WEBER, Ciro. **Cooperativismo de crédito, valor econômico e social: ênfase sistema SICREDI.** 2004. 176f. Dissertação (Mestrado em Economia com ênfase em Controladoria). Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas. Departamento de Ciências Econômicas, Porto Alegre.

WERNKE, R.; LEMBECK, M. **Análise de rentabilidade dos segmentos de mercado de empresa distribuidora de mercadorias.** Revista de Contabilidade e Finanças da USP, v. 15, n. 35, p. 68-83, 2004.

WESTON, J. Fred.; BRIGHAM, Eugene. **Essentials of managerial finance.** New York: Holt Rinehart and Winston, 1968.

WILLIAMSON, Oliver E. **Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications.** 1ª edição. The Free Press. 1975.

_____. **The economic institutions of capitalism.** New York. The Free Press. 1987.

_____. The theory of the firm as governance structure: from choice to contract. Source: **The Journal of Economic Perspectives**, v. 16, Nº 3, p. 171-95, summer 2002.

WOCCU – **World Concil of Credit Unions.** Disponível em: <http://www.woccu.org>. Acesso em: 13 jan 2014.

WOCCU – World Concil of Credit Unions. 2012 **Statistical Report. 2012.** Disponível em: <<http://www.woccu.org>.> Acesso em: 13 jan. 2014.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M., **Introdução à econometria: uma abordagem moderna;** tradução Rogério César de Souza, José Antônio Ferreira, revisão técnica Nelson Carvalheiro. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

_____. **Econometric analysis of cross section and panel data.** 2ª. ed. Cambridge: MIT Press, 2010.

YANAKA, Guilherme.; HOLLAND, Marcio. **Basiléia II e Exigência de Capital para Risco de Crédito dos Bancos no Brasil.** Revista Brasileira de Finanças. Vol. 8, nº 2, p. 167-195, 2010.

YOUNG, D. S.; O'BYRNE, S. F. **EVA e gestão baseada em valor: guia prático para implementação.** Porto Alegre: Bookman, 2003.

ZELLER, Richard A.; CARMINES, Edward G. **Measurement in the social sciences: The link between theory and data.** CUP Archive, 1980.

ANEXOS E APÊNCIDES

ANEXO A – Decálogo das Melhores Práticas de Governança Corporativa - IBGC

Fonte - IBGC (2011).

- 1) A boa governança se desenvolve em torno dos princípios básicos da transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa;
- 2) Seus maiores objetivos são a criação de valor para os sócios e para os demais parceiros, a melhoria do desempenho operacional e a maior facilidade de captação de recursos a custos baixos, assegurando a perenidade da organização e atendendo a seus objetivos econômicos, ambientais e sociais;
- 3) Os Agentes da Governança Corporativa são aqueles que possuem interesse e responsabilidade sobre os atos da sociedade. Eles incluem proprietários, conselheiros, diretores, conselheiros fiscais, auditores e demais partes interessadas;
- 4) Deve haver clara distinção de papéis entre "propriedade" e "administração", e a esfera de atuação de cada grupo deve estar refletida no estatuto (contrato) social e nos regimentos internos;
- 5) O princípio da equidade recomenda que a cada ação (ou cota de capital) corresponda um voto. Isso significa a inexistência de "capital sem voto";
- 6) Independentemente de sua forma societária, e de ser companhia aberta ou fechada, toda sociedade deve ter um conselho de administração, eleito pelos sócios, sem perder de vista as demais partes interessadas (stakeholders), o objeto social e a sustentabilidade da sociedade no longo prazo. Os conselheiros devem sempre decidir no melhor interesse da sociedade, sem influência da parte que os indicou ou elegeu;
- 7) A missão do conselho de administração é proteger e valorizar o patrimônio da companhia bem como maximizar o retorno do investimento. Entre as competências do conselho de administração, devem ser destacados a definição da estratégia, a eleição e a destituição do principal executivo, o acompanhamento da gestão, o monitoramento dos riscos e a indicação e substituição dos auditores independentes. O Conselho da sociedade deve ser

formado, em sua maioria, por conselheiros independentes, contratados por meio de processos formais com escopo de atuação e qualificação bem-definidos;

- 8) As funções de fiscalização e controle devem ser exercidas, de forma independente e integrada, pela Auditoria Interna, Auditoria Externa, Conselho Fiscal e Comitê de Auditoria. O Conselho Fiscal não substitui o Comitê de Auditoria. Enquanto este é o órgão de controle com funções delegadas pelo conselho de administração, aquele é o instrumento de fiscalização com atribuições definidas diretamente pelos sócios;
- 9) Toda a sociedade deve ter um código de conduta baseado em princípios éticos, aprovado pelo conselho de administração e aplicável a todos os colaboradores e administradores. O primeiro objetivo desse código deverá ser minimizar os conflitos de interesses;
- 10) Os conflitos entre sócios e entre estes e a sociedade devem ser resolvidos preferencialmente por meio de arbitragem.

ANEXO B – Tabela de Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa – por País

Fonte - Carvalhal-da-Silva (2006).

País	Título do Código	Instituição	Ano	Disponível em:
Alemanha	Code of Best Practice for German Corporate Governance	German Panel on Corporate Governance	2000	www.ecgi.de/codes/menu_europe.htm
Alemanha	German Code of Corporate Governance	Berlin Initiative Group	2000	www.ecgi.de/codes/menu_europe.htm
Brasil	Níveis Diferenciados e Novo Mercado	BM&FBOVESPA	2000	www.BM&FBOVESPA.com.br
Brasil	Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa	IBGC	1999	www.ibgc.org.br
Brasil	Cartilha de Governança Corporativa	CVM	2002	www.cvm.gov.br
EUA	Corporate Governance Code	CALPERS	1998	www.calpers-governance.org/principles/domestic
EUA	Principles & Guidelines Global Corporate Governance	CALPERS	1999	www.calpers-governance.org/principles/international
EUA	TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance	TIAA-CREF Council of Institutional Investors (CII)	2000	www.ecgi.de/codes/menu_americas.htm
EUA	Corporate Governande Policies	The Business Roundtable Association	2001	www.ecgi.de/codes/menu_americas.htm
EUA	Statement on Corporate Governance	Franaise des Entreprises Priviers (AFEP)	1997	www.ecgi.de/codes/menu_americas.htm
França	Recommendations of the Committee on Corporate Governance - Vienot Report	Corporate Governance Forum of Japan	1999	www.ecgi.de/codes/menueurope.htm
Japão	Principles - a Japanese view (interim Report)	OECD	1997	www.ecgi.org/codes/menueasia_pacific.htm
OECD	OECD Principles of Corporate Governance	London Stock Exchange	1999	www.oecd.org
Reino Unido	Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance - Cadbury Report	EGCI	1992	www.ecgi.de/codes/menueurope.htm
Reino Unido	Greenbury Recommendations	London Stock Exchange	1995	www.ecgi.de/codes/menueurope.htm
Reino Unido	Committee on Corporate Governance - Hampel Report	London Stock Exchange	1998	www.ecgi.de/codes/menueurope.htm
Reino Unido	The Combined Code - Principles of Good Governance and Code of Best Practice	London Stock Exchange	2000	www.ecgi.de/codes/menueurope.htm
União Européia	Euroshareholders Corporate Governance Guidelines	Euroshare-holders	2000	www.ecgi.de/codes/menueurope.htm

ANEXO C – Cartilha com recomendações sobre a Governança Corporativa - CVM
Fonte - CVM (2002).

RECOMENDAÇÕES DA CVM SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Junho de 2002

Esta cartilha contém recomendações da Comissão de Valores Mobiliários – CVM relativas a boas práticas de governança corporativa. A adoção de tais práticas comumente significa a utilização de padrões de conduta superiores aos exigidos pela lei, ou pela regulamentação da própria CVM. Por isto, esta cartilha não constitui uma norma cujo descumprimento seja passível de punição pela CVM.

Sem prejuízo do que acima se afirmou, a CVM exigirá brevemente a inclusão nas informações anuais das companhias abertas de indicação do nível de adesão às práticas aqui recomendadas, na forma “pratique ou explique”, isto é, ao não adotar uma recomendação, a companhia poderá explicar suas razões.

Importante: Em reunião realizada no dia 09/02/2010, o Colegiado da CVM considerou que esta cartilha não se encontrava atualizada, tendo em vista o relevante desenvolvimento do mercado de capitais, a significativa evolução das práticas de governança corporativa adotadas pelos emissores, bem como o surgimento de práticas e problemas que eram desconhecidos ou incipientes à época da edição do material. Naquela oportunidade, o Colegiado observou que instituições privadas e entidades autorreguladoras já haviam assumido papel central na edição de códigos e orientações sobre as melhores práticas de governança corporativa, dando conta, inclusive, da permanente discussão e atualização dos padrões sugeridos ou adotados.

INTRODUÇÃO

Governança corporativa é 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.

Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.

Quando investidores financiam companhias, eles sujeitam-se ao risco de apropriação indevida, por parte de acionistas controladores ou de administradores da companhia, de parcela do lucro do seu investimento. A adoção de boas práticas de governança corporativa constitui, também, um conjunto de mecanismos através dos quais investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia.

Companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos.

Com a publicação desta cartilha, a CVM busca estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro por meio da divulgação de práticas de boa governança corporativa. Seu objetivo é orientar nas questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários. A CVM ressalta que esta cartilha não pretende esgotar o assunto, e, portanto, entende que as companhias podem e devem ir além das recomendações aqui incluídas. Para a elaboração desta cartilha, utilizou-se a experiência de 25 anos de CVM e analisou-se a experiência de diversos países, além de relatórios de pesquisas e códigos de governança nacionais e internacionais.

A CVM procurou adaptar alguns conceitos de governança corporativa internacional às características próprias da realidade brasileira, notadamente a predominância de companhias com controle definido. Cabe ressaltar que alguns conceitos importantes de governança

corporativa já fazem parte da estrutura legal no Brasil, razão pela qual não se faz referência a eles.

I. TRANSPARÊNCIA: ASSEMBLÉIAS, ESTRUTURA ACIONÁRIA E GRUPO DE CONTROLE

Forma da Convocação e Pauta da Assembleias Gerais de Acionistas

I.1 As assembleias gerais devem ser realizadas em data e hora que não dificultem o acesso dos acionistas. O edital de convocação de assembleias gerais deve conter descrição precisa dos assuntos a serem tratados. O conselho deve incluir na pauta matérias relevantes e oportunas sugeridas por acionistas minoritários, independentemente do percentual exigido por lei para convocação de assembleias geral de acionistas.

É recomendável que a assembleia geral ordinária realize-se na data mais próxima possível ao fim do exercício fiscal a que ela se refere. As recomendações visam facilitar a participação de acionistas no conclave, assegurar a perfeita informação dos acionistas sobre os assuntos a serem tratados em assembleia e permitir que o maior número possível de assuntos de interesse da companhia seja submetido à assembleia geral, evitando convocação de novas assembleias.

Prazo de Convocação de Assembleias Gerais

I.2 Quando os assuntos objeto da pauta forem complexos, a companhia deve convocar a assembleia com antecedência mínima de 30 dias. Companhias com programas de certificado de depósito de valores mobiliários no exterior, como *ADR-American Depositary Receipt* e *GDR-Global Depositary Receipt* (aqui definidos como “DR”), representativos de ações ordinárias ou de ações preferenciais que detenham direito de voto em determinadas matérias, devem convocar a assembleia com antecedência mínima de 40 dias.

A primeira recomendação visa tornar desnecessário o pleito dos acionistas minoritários à CVM, como previsto em lei, para prorrogação do prazo de convocação em casos de matérias complexas, poupando a companhia e seus acionistas desse desgaste. A recomendação para companhias com programas de DR visa permitir a maior participação em assembleias gerais

dos detentores de DRs, considerando as dificuldades operacionais inerentes ao exercício do direito de voto por tais acionistas.

Acordos de Acionistas

I.3 A companhia deve tornar plenamente acessíveis a todos os acionistas quaisquer acordos de seus acionistas de que tenha conhecimento, bem como aqueles em que a companhia seja interveniente.

A recomendação visa enfatizar que o conhecimento do acordo de acionistas, assim como do estatuto social, é fundamental para que o acionista faça uma perfeita avaliação dos seus direitos e do funcionamento da sociedade.

Relação de Acionistas

I.4 A companhia deve adotar e dar publicidade a procedimento padrão que facilite ao acionista obter a relação dos acionistas com suas respectivas quantidades de ações, e, no caso de acionista detentor de pelo menos 0,5% (meio por cento) de seu capital social, de seus endereços para correspondência.

A lei já prevê hipóteses de obtenção da relação de acionistas e de suas quantidades de ações, mas a experiência revela que muitos acionistas encontram dificuldades práticas no momento de obter tais listas. A padronização de procedimentos visa simplificar o acesso periódico à lista. Além disto, para facilitar seu uso, a lista deve também ser entregue em meio eletrônico de padrão comum no mercado.

A facilidade na obtenção desta lista é importante, pois a lei estabelece percentuais mínimos sobre o capital para a efetivação de alguns atos societários relevantes (instalação de conselho fiscal, convocação de assembléia, prestação de informações na assembléia e outros), e o acesso às listas facilita a organização dos acionistas.

Os endereços para correspondência poderão ser endereços eletrônicos. Caso o acionista deseje e arque com os custos, pode pedir ao agente escritural que envie em seu nome correspondência a todos os acionistas.

Processo de Votação

I.5 O estatuto deve regular com clareza as exigências necessárias para voto e representação de acionistas em assembleias, tendo como objetivo facilitar a participação e votação.

A companhia deve adotar, na fiscalização da regularidade documental da representação do acionista, o princípio da boa-fé, presumindo verdadeiras as declarações que lhe forem feitas. Nenhuma irregularidade formal, por exemplo, a apresentação de documentos por cópia, ou falta de autenticação de cópias ou reconhecimento de firma, deve ser motivo para impedimento do voto.

II. ESTRUTURA E RESPONSABILIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Função, Composição e Mandato do Conselho de Administração

II.1 O conselho de administração deve atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objeto social e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento. O conselho de administração deve ter de cinco a nove membros tecnicamente qualificados, com pelo menos dois membros com experiência em finanças e responsabilidade de acompanhar mais detalhadamente as práticas contábeis adotadas. O conselho deve ter o maior número possível de membros independentes da administração da companhia. Para companhias com controle compartilhado, pode se justificar um número superior a nove membros. O mandato de todos os conselheiros deve ser unificado, com prazo de gestão de um ano, permitida a reeleição.

A recomendação sobre o número de membros leva em conta que o conselho de administração deve ser grande o suficiente para assegurar ampla representatividade, e não tão grande que prejudique a eficiência. Mandatos unificados facilitam a representação de acionistas minoritários no conselho.

Funcionamento e Comitês do Conselho de Administração

II.2 O conselho deve adotar um regimento com procedimentos sobre suas atribuições e periodicidade mínima das reuniões, além de dispor sobre comitês especializados para analisar certas questões em profundidade, notadamente relacionamento com o auditor e operações entre partes relacionadas. O conselho de administração deve fazer anualmente uma avaliação formal do desempenho do executivo principal. Os conselheiros devem receber os materiais para suas reuniões com antecedência compatível com o grau de complexidade da matéria.

O regimento do conselho também deve incluir disposições sobre método de convocação de reuniões, direitos e deveres dos conselheiros, relacionamento com a diretoria e procedimentos para solicitação de informações por conselheiros. O conselho deve ser autorizado a solicitar a contratação de especialistas externos para auxílio em decisões, quando considerar necessário. O estatuto deve autorizar qualquer membro do conselho a convocar reuniões em caso de necessidade, quando o conselheiro que é encarregado não o faz.

Os comitês especializados devem ser compostos por alguns membros do conselho de administração para estudar seus assuntos e preparar propostas, as quais deverão ser submetidas à deliberação do conselho de administração.

Participação de Preferencialistas no Conselho de Administração

II.3 A companhia deve permitir imediatamente que os acionistas detentores de ações preferenciais elejam um membro do conselho de administração, por indicação e escolha próprias.

Embora até 2006 a Lei de S.A. estabeleça que os acionistas preferencialistas podem escolher um membro do conselho de administração a partir de lista tríplice elaborada pelo controlador, entende-se que tal tutela não se justifica, à luz das melhores práticas de governança corporativa, e, por isto, a companhia deve incluir em seu estatuto regra que assegure desde já aos acionistas titulares de ações preferenciais que não integrem o grupo de controle o direito de indicar e eleger livremente um membro e seu suplente para o conselho de administração.

Presidente do Conselho de Administração e Presidente da Diretoria

II.4 Os cargos de presidente do conselho de administração e presidente da diretoria (executivo principal) devem ser exercidos por pessoas diferentes.

O conselho de administração fiscaliza a gestão dos diretores. Por conseguinte, para evitar conflitos de interesses, o presidente do conselho de administração não deve ser também presidente da diretoria ou seu executivo principal.

III. PROTEÇÃO A ACIONISTAS MINORITÁRIOS

Decisões Relevantes

III.1 As decisões de alta relevância devem ser deliberadas pela maioria do capital social, cabendo a cada ação um voto, independente de classe ou espécie. Dentre as decisões de maior importância, destacam-se: (1) aprovação de laudo de avaliação de bens que serão incorporados ao capital social; (2) alteração do objeto social; (3) redução do dividendo obrigatório; (4) fusão, cisão ou incorporação; e (5) transações relevantes com partes relacionadas.

Em certas matérias, dentre as quais as citadas, a restrição de direito de voto que houver sido imposta às ações preferenciais não deve subsistir, pois, dada a relevância das decisões, seu impacto nos direitos dos acionistas dar-se-á sem distinção. Em transações relevantes com partes relacionadas, as partes interessadas não poderão votar.

***Tag-along* para Companhias Constituídas antes da Entrada em Vigor da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**

III.2 A alienação de ações representativas do controle da companhia somente deve ser contratada sob a condição de que o adquirente realize oferta pública de aquisição de todas as demais ações da companhia pelo mesmo preço, independente de espécie ou classe.

De acordo com a lei, o adquirente é obrigado a fazer oferta pública de aquisição das ações ordinárias não integrantes do bloco de controle por, no mínimo, 80% do preço pago por cada ação de controle. Segundo as boas práticas de governança corporativa, o adquirente deve dar tratamento igual a todas as classes ou espécies de ações. Portanto, o preço ofertado aos acionistas ordinários minoritários deve se estender a todas as demais ações da companhia, independente de espécie ou classe.

***Tag-along* para Companhias Constituídas Após a Entrada em Vigor da Lei nº 10.303/2001**

III.3 Para companhias constituídas após a entrada em vigor da Lei nº 10.303/2001, o adquirente deve oferecer o mesmo preço pago pelas ações de controle a todas as classes ou espécies de ações.

O objetivo é que companhias novas se constituam de forma a superar a recomendação III.2, garantindo tratamento igual a todos os acionistas na troca de controle, sejam eles minoritários ou controladores, independente de espécie ou classe.

Transações entre Partes Relacionadas

III.4 O conselho de administração deve se certificar de que as transações entre partes relacionadas estão claramente refletidas nas demonstrações financeiras e foram feitas por escrito e em condições de mercado. O estatuto da companhia deve proibir contratos de prestação de serviços por partes relacionadas com remuneração baseada em faturamento/receita e, a princípio, contratos de mútuo com o controlador ou partes relacionadas.

Independentemente das cautelas ordinariamente adotadas para que a prova de contratos celebrados seja feita da melhor forma possível, é imperativo que se dê a devida transparência aos contratos entre partes relacionadas, de forma a facultar aos acionistas o exercício do direito essencial de fiscalização e acompanhamento dos atos de gestão da companhia, sem prejuízo do dever de promover sua ampla divulgação ao mercado, quando a contratação configure fato relevante ou quando da divulgação das demonstrações financeiras.

Contratos entre partes relacionadas devem ser formalizados por escrito, detalhando-se as suas características principais (direitos, responsabilidades, qualidade, preços, encargos, prazos, indicativos de comutatividade, etc.). Nas assembleias para discutir tais contratos, caso os acionistas minoritários julguem necessário, poderão pedir um parecer a uma entidade independente, a ser pago pela companhia.

Em regra, contratos de mútuo entre a companhia e partes relacionadas devem ser proibidos. A companhia não deve conceder créditos em favor de partes relacionadas, pois freqüentemente estes não são concedidos em condições de mercado. Já que a lei exige que tais contratos sejam celebrados em condições de mercado (prazo, taxa e garantias), se a parte relacionada busca crédito, deve fazê-lo com terceiros, e não por intermédio da companhia.

Contratos de prestação de serviços entre a companhia e o controlador ou partes relacionadas devem estar alinhados com os interesses de todos os acionistas da companhia. Em especial, tais contratos não deverão ser baseados em faturamento/receita, pois parte da remuneração do controlador ou da parte relacionada independará do desempenho operacional da companhia.

Direito a Voto para Ações Preferenciais no não Pagamento de Dividendos

III.5 O estatuto da companhia deverá determinar que, se a assembleia geral não deliberar pelo pagamento dos dividendos fixos ou mínimos às ações preferenciais ou a companhia não pagá-los no prazo permitido por lei, tais ações adquirirão imediatamente o direito a voto. Se a companhia não pagar dividendos por 3 anos, todas as ações preferenciais adquirirão direito de voto.

As companhias em que existam ações preferenciais com dividendo fixo ou mínimo deverão conferir imediatamente direito de voto se não forem pagos os dividendos devidos e quaisquer ações preferenciais que não recebam dividendos por 3 anos adquirirão direito de voto.

Arbitragem Para Questões Societárias

III.6 O estatuto da companhia deve estabelecer que as divergências entre acionistas e companhia ou entre acionistas controladores e acionistas minoritários serão solucionadas por arbitragem.

A adoção da arbitragem visa acelerar a solução de impasses, sem prejuízo da qualidade do julgamento. A eficácia de uma tal disposição estatutária depende de que sejam escolhidas câmaras arbitrais cujos membros tenham reconhecida capacidade em matérias societárias.

Proporção de Ações Ordinárias e Preferenciais

III.7 As companhias abertas constituídas antes da entrada em vigor da Lei nº 10.303/2001 não devem elevar a proporção de ações preferenciais acima do limite de 50%, que foi estabelecido pela referida lei para novas companhias abertas. Companhias que já tenham mais de 50% de seu capital representado por ações preferenciais não devem emitir novas ações dessa espécie.

O objetivo é estimular que as companhias tenham cada vez mais o capital composto por ações com direito a voto.

IV. AUDITORIA E DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Discussão e Análise da Administração

IV.1 Trimestralmente, em conjunto com as demonstrações financeiras, a companhia deve divulgar relatório preparado pela administração com a discussão e análise dos fatores que influenciaram preponderantemente o resultado, indicando os principais fatores de risco a que está sujeita a companhia, internos e externos.

O relatório de discussão e análise da administração deve explicar mudanças expressivas na demonstração de resultados e no balanço. Os acontecimentos relevantes do período coberto devem ser comentados, tanto do ponto de vista contábil-financeiro, como do ponto de vista estratégico. A companhia também deve orientar o acionista quanto às perspectivas de seu ambiente de negócios e detalhar a política adotada pela administração para criar valor para seus acionistas. A descrição dos fatores de risco deve incluir fatores internos da companhia, fatores da concorrência e ambiente de negócios e fatores macroeconômicos de suas áreas e regiões de atuação.

Composição e Funcionamento do Conselho Fiscal

IV.2 O conselho fiscal deve ser composto por, no mínimo, três e, no máximo, cinco membros. Os titulares de ações preferenciais e os titulares de ações ordinárias, excluído o controlador, terão direito de eleger igual número de membros eleitos pelo controlador. O controlador deve renunciar ao direito de eleger sozinho o último membro (terceiro ou quinto membro), o qual deverá ser eleito pela maioria do capital social, em assembléia na qual a cada ação corresponda um voto, independente de sua espécie ou classe, incluindo as ações do controlador. O conselho fiscal deve adotar um regimento com procedimentos sobre suas atribuições, com foco no relacionamento com o auditor, e que não limite a atuação individual de nenhum conselheiro.

Segundo os princípios da boa governança corporativa, a maioria do conselho fiscal não deve ser eleita pelo acionista controlador. Além disto, visando à eficácia da atuação do próprio órgão, o regimento deve incluir disposições sobre periodicidade e método de convocação de reuniões do conselho fiscal, disponibilização antecipada de materiais a serem discutidos, direitos e deveres dos conselheiros, relacionamento com a administração e auditores e procedimentos para solicitação de informações. O conselho fiscal também deve se reunir quando requerido de forma fundamentada por representante dos minoritários. O conselho de administração deve prover meios adequados para o bom funcionamento do conselho fiscal, como convocação e local das reuniões, elaboração de agenda e assistência aos pedidos de informações dos conselheiros fiscais.

Relacionamento com Auditor Independente

IV.3 Um comitê de auditoria, composto por membros do conselho de administração com experiência em finanças e incluindo pelo menos um conselheiro que represente os minoritários, deve supervisionar o relacionamento com o auditor. Como parte da análise das demonstrações da companhia, o conselho fiscal e o comitê de auditoria devem se reunir regular e separadamente com os auditores sem a presença da diretoria.

Esta recomendação tem por finalidade a disseminação e discussão detalhada das demonstrações financeiras da companhia por agentes capazes de analisá-las e propor ao conselho de administração as alterações que se façam necessárias para que reflitam mais adequadamente a situação financeira, econômica e patrimonial da companhia. Naturalmente, caso um executivo da companhia seja membro do conselho de administração, este não deve ser membro do comitê de auditoria. Qualquer membro do comitê de auditoria pode solicitar reunião individual com diretor ou auditor, quando achar necessário.

Auditoria

IV.4 O conselho de administração deve proibir ou restringir a contratação do auditor da companhia para outros serviços que possam dar origem a conflitos de interesse. Quando permitir a contratação do auditor para outros serviços, o conselho de administração deve, no mínimo, estabelecer para quais outros serviços o auditor pode ser contratado, e que proporção máxima anual tais serviços prestados pelo auditor poderá representar em relação ao custo de auditoria.²⁵

As práticas de boa governança recomendam a completa independência dos auditores como requisito da qualidade de sua atuação. A restrição à prestação de outros serviços visa evitar a perda dessa independência, ao longo do tempo.

Acesso a Informações

²⁵ A Instrução nº 308 da CVM já dispõe sobre certos assuntos tratados no item IV.4-Auditoria, mas no momento da publicação desta cartilha esta Instrução está parcialmente suspensa por liminar.

IV.5 A companhia deve disponibilizar informações a pedido de qualquer membro do conselho fiscal, sem limitações relativas a exercícios anteriores, desde que tais informações tenham relação com questões atuais em análise, e a informações de sociedades controladas ou coligadas, desde que não viole o sigilo imposto por lei.

A capacidade de fiscalização do conselheiro fiscal deve ser a mais ampla possível, em virtude inclusive das responsabilidades que a lei lhe impõe, em caso de má conduta. Desde que possam influenciar os números fiscalizados, todos os documentos e informações sobre os quais não recaia dever legal de sigilo devem ser disponibilizados.

Informações Contábeis

IV.6 A companhia deve adotar, além dos princípios de contabilidade em vigor no Brasil, normas internacionais de contabilidade promulgadas pelo *International Accounting Standards Board (IASB)* ou utilizadas nos Estados Unidos da América (*United States Generally Accepted Accounting Principles-US GAAP*), atestados por auditor independente.

Os principais mercados estão caminhando para um padrão internacional de contabilidade que facilite aos investidores analisar o desempenho da companhia e compará-lo com seus pares. Os países da União Européia vão adotar as normas da *IASB* até 2005, e a Organização Internacional das Comissões de Valores (*IOSCO*), em sua reunião de 2002, recomendou que todos os seus membros cooperassem para que suas normas contábeis convergissem em direção a este padrão contábil.

Empresas de pequeno porte, para as quais o custo de produzir as demonstrações em padrões internacionais seja elevado, devem ao menos incluir uma demonstração de fluxo de caixa. Transações relevantes que não são obrigatoriamente incluídas nas demonstrações financeiras (“*off balance-sheet transactions*”) devem ser detalhadas nas notas explicativas.

Recomendações dos Auditores

IV.7 O documento de recomendações dos auditores deve ser revisado por todos os membros do conselho de administração e do conselho fiscal.

Esta recomendação leva em conta o fato de que, freqüentemente, os auditores, além de elaborarem seu parecer, apresentam à administração da companhia uma lista de recomendações incluindo procedimentos que melhorariam a qualidade das demonstrações financeiras ou das próprias rotinas da companhia. Tal documento deve ser apresentado ao conselho de administração, e ao conselho fiscal, visando à discussão e adoção, se for o caso, das medidas propostas.

ANEXO D – Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa - para Empresas de Controle Estatal

Fonte - OCDE (2009).

DIRETRIZES DA OCDE SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA PARA EMPRESAS DE CONTROLE ESTATAL**PREÂMBULO**

Em vários países da OCDE, as empresas controladas pelo Estado (estatais) ainda representam uma parte substancial do PIB, emprego e capitalização de mercado. Além disso, as empresas controladas pelo Estado são freqüentemente prevalentes em serviços públicos e indústrias de infra-estrutura, tais como energia, transportes e telecomunicações, cujo desempenho é de grande importância para grande parte da população e para outras partes do setor de negócios. Conseqüentemente, a governança das estatais será fundamental para assegurar uma contribuição positiva para a eficiência econômica e competitividade geral do país. A experiência da OCDE também mostrou que uma boa governança corporativa de empresas estatais é um pré-requisito importante para uma privatização economicamente eficaz, já que tornará as empresas mais atraentes a potenciais compradores e aumentará seu valor.

Uma quantidade de países não-membros da OCDE também tem um setor de estatais significativo, o que configura, em alguns casos, até uma característica dominante da economia. Esses países estão, muitas vezes, reformando a maneira como organizam e administram suas empresas estatais, e têm procurado compartilhar suas experiências com países da OCDE de forma a apoiar reformas em nível nacional.

É baseado nesse cenário que o Grupo Dirigente da OCDE em Governança Corporativa, em junho de 2002, solicitou ao Grupo de Trabalho de Privatização e Governança Corporativa de Bens de Propriedade do Estado o desenvolvimento de um conjunto de diretrizes não obrigatórias e melhores práticas em governança corporativa de empresas estatais. O grupo de trabalho, que inclui representantes dos países-membros da OCDE, do Banco Mundial e do FMI como observadores, realizou consultas abrangentes durante o desenvolvimento dessas diretrizes. O grupo obteve orientação com uma grande variedade de outros grupos

interessados, tais como membros do conselho e diretores-executivos das estatais, entidades de auditoria de estatais, sindicatos e parlamentares, e conduziu extenso processo de consulta com países não-membros. Uma versão preliminar das diretrizes foi publicada na página da OCDE na *internet* para comentários públicos, resultando em um número expressivo de comentários úteis e construtivos, que também foram publicados na página.

Estas Diretrizes devem ser vistas como um complemento aos Princípios de Governança Corporativa da OCDE²⁶, nos quais as diretrizes foram baseadas e com as quais são totalmente compatíveis. Estas diretrizes estão orientadas explicitamente a assuntos que são específicos para governança corporativa de empresas estatais e, conseqüentemente, trazem a perspectiva do Estado como proprietário, enfocando políticas que assegurem boa governança corporativa. Apesar de tudo, as diretrizes não foram destinadas e nem pretendem criar efeitos que contradigam ou desencorajem os países da OCDE ou países não-membros da OCDE a empreender qualquer política ou programa de privatização.

Durante anos, o argumento para propriedade estatal de empresas comerciais variou entre países e indústrias, e normalmente abrangeu uma mistura de interesses sociais, econômicos e estratégicos. Exemplos incluem política industrial, desenvolvimento regional, o fornecimento de bens públicos e a existência dos chamados monopólios “naturais”. Nas últimas décadas, porém, a globalização dos mercados, mudanças tecnológicas e a desregulamentação de mercados anteriormente monopolistas exigiram o reajuste e a reestruturação do setor de estatais. Esses avanços foram avaliados em dois relatórios recentes da OCDE, que serviram como insumo para essas diretrizes²⁷.

Para poder cumprir suas responsabilidades de proprietário, o Estado pode se beneficiar do uso de ferramentas que são aplicáveis ao setor privado, incluindo os Princípios de Governança Corporativa da OCDE. Eles são especialmente válidos para as estatais de capital aberto, ou seja, aquelas com ações negociadas em bolsas de valores. Porém, as estatais também encaram alguns desafios de governança únicos. Primeiramente, as estatais podem sofrer tanto por intervenção indevida e interferências políticas, como por um Estado totalmente passivo ou distante como proprietário. Pode também existir uma diluição da responsabilidade de

²⁶ Princípios de Governança Corporativa da OCDE, 2004.

²⁷ “*The Corporate Governance of State-Owned Enterprises in OECD Countries*”, OCDE, 2005 e “*Privatising State-Owned Enterprise, An Overview of Policies and Practices in OECD Countries*”, OCDE, 2003.- 3

prestação de contas. As estatais são muitas vezes protegidas de duas importantes ameaças à administração de políticas em empresas do setor privado, que são a incorporação e a falência. Mais essencialmente, as dificuldades da governança corporativa derivam do fato de que a prestação de contas do desempenho das estatais envolve uma complexa cadeia de fatores (administração, conselho, entidades proprietárias, ministérios, governo), sem princípios clara e facilmente identificáveis, ou remotos. Estruturar essa complexa rede de prestação de contas de forma a assegurar decisões eficientes e uma boa governança corporativa é um desafio.

Como as Diretrizes são destinadas a fornecer conselhos gerais que ajudarão os governos a aprimorar o desempenho das empresas estatais, a decisão de aplicar as Diretrizes à governança de determinadas empresas estatais deve ser tomada de forma pragmática. As Diretrizes são principalmente orientadas a empresas estatais que possuem forma legal distinta (isto é, aquelas que não pertencem à administração pública direta) e desempenham atividade comercial (isto é, aquelas cuja maior parte dos rendimentos seja proveniente de vendas e taxas), que persigam ou não um objetivo de política pública. Essas estatais podem estar em setores da economia competitivos ou não. Quando necessário, as Diretrizes distinguem entre estatais de capital aberto e as que não possuem capital aberto, ou entre estatais de propriedade total, de controle majoritário ou minoritário, já que as questões de governança corporativa são diferentes em cada caso. As Diretrizes podem também ser aplicadas às subsidiárias dessas entidades supracitadas, sendo de capital aberto ou não.

As Diretrizes são principalmente destinadas a atingir empresas comerciais de propriedade do governo central e federal, mas as autoridades também podem utilizá-las em níveis sub-nacionais de governos que possuem empresas estatais. As Diretrizes também são úteis para empresas estatais não comerciais que sevem a propósitos de políticas públicas essencialmente especiais, de forma corporativa ou não. É de interesse governamental e público que todas essas categorias de estatais sejam dirigidas de forma profissional e que apliquem práticas de boa governança.

Ao longo das Diretrizes, o termo “estatal” (empresas de controle estatal) refere-se às empresas onde o Estado tem controle significativo, através de controle acionário total, majoritário ou participação minoritária significativa. Porém, muitas das Diretrizes são úteis também nos casos onde o Estado retém uma participação relativamente pequena em uma empresa, mas deve, entretanto, agir como um acionista responsável e informado. Na mesma linha, o termo

“*entidade proprietária*” se refere à entidade estatal responsável por executar os direitos de propriedade do Estado, seja um departamento específico dentro de um ministério, uma agência autônoma, ou outros. Finalmente, como nos Princípios da OCDE, o termo «Conselho» utilizado neste documento abrange os diferentes modelos nacionais de estruturas de conselho encontrados nos países-membros ou não da OCDE. No sistema típico de dois níveis, encontrado em alguns países, “conselho” refere-se a “conselho supervisor”, enquanto “executivo-chave” refere-se ao “conselho executivo”.

O documento seguinte é dividido em duas partes. As Diretrizes apresentadas na primeira parte do documento abrangem as seguintes áreas: I) Assegurar uma Estrutura Reguladora e Legal Efetiva para Empresas de Propriedade Estatal; II) O Estado na Qualidade de Proprietário; III) Tratamento Equitativo de Acionistas; IV) Relações com as Partes Interessadas (*stakeholders*); V) Transparência e Divulgação; VI) As Responsabilidades dos Conselhos das Empresas de Propriedade do Estado. Cada uma das seções é encabeçada por uma única Diretriz, que aparece em negrito e em itálico, seguida por um número de Diretrizes secundárias de apoio. Na segunda parte do documento, as Diretrizes são suplementadas por anotações que contêm comentários às Diretrizes, e têm o intuito de ajudar os leitores a entender o raciocínio. As anotações podem também conter descrições de tendências dominantes e propor métodos alternativos de implementação e exemplos que podem ser úteis em tornar as Diretrizes operacionais.

I. ASSEGURAR UMA ESTRUTURA REGULADORA E LEGAL EFETIVA PARA EMPRESAS DE PROPRIEDADE DO ESTADO

A estrutura reguladora e legal das empresas de propriedade do Estado deve assegurar um nível de igualdade em mercados onde empresas de propriedade estatal e empresas do setor privado possam competir, de forma a evitar distorções de mercado. A estrutura deve estar alicerçada e ser totalmente compatível com os Princípios de Governança Corporativa da OCDE.

A. Deve existir uma separação clara entre as funções de propriedade do Estado e outras funções estatais que possam influenciar as condições das empresas de propriedade estatal, particularmente no que diz respeito às regulamentações do mercado.

B. Os governos devem se esforçar para simplificar e otimizar as práticas operacionais e os formatos legais sob os quais as estatais operam. Seu formato jurídico deve permitir aos credores entrar com ações e iniciar procedimentos de insolvência.

C. Quaisquer obrigações e responsabilidades exigidas das estatais em termos de serviços públicos além da norma geralmente aceita devem ser claramente determinadas por meio de leis ou regulamentações. Tais obrigações e responsabilidades devem ser também divulgadas ao público em geral, e os custos relacionados devem ser cobertos de forma transparente.

D. As estatais não devem ser isentas da aplicação de leis gerais e regulamentações. As partes interessadas, incluindo competidores, devem ter acesso a reparações eficientes e decisões justas quando considerarem que seus direitos tenham sido violados.

E. A estrutura legal e reguladora deve permitir flexibilidade suficiente para ajustes na estrutura de capital das estatais quando isto for necessário para atingir os objetivos da empresa.

F. As estatais devem enfrentar condições competitivas com relação ao acesso a recursos financeiros. Suas relações com bancos e instituições financeiras de propriedade do Estado e outras empresas estatais devem ser estabelecidas em níveis puramente comerciais.

II. O ESTADO NA QUALIDADE DE PROPRIETÁRIO

O Estado deve agir como um proprietário informado e ativo, e estabelecer uma política de propriedade clara e consistente, assegurando que a governança de empresas de propriedade estatal seja desempenhada de maneira transparente e responsável, com o nível necessário de profissionalismo e eficiência.

A. O governo deve desenvolver e divulgar uma política de propriedade que defina os objetivos gerais da propriedade estatal, a função do Estado na governança corporativa das estatais, e como irá implementar sua política de propriedade.

B. O governo não deve ser envolvido na administração diária das estatais, e sim permitir que tenham total autonomia operacional para atingir seus objetivos.

C. O Estado deve permitir que os conselhos das estatais exerçam suas responsabilidades e respeitar sua independência.

D. O exercício dos direitos de propriedade deve ser claramente identificado dentro da administração do Estado. Isso pode ser facilitado por meio da formação de uma entidade coordenadora, ou, mais apropriadamente, por meio da centralização da função de propriedade.

E. A entidade coordenadora ou proprietária deve ser responsável por prestar contas aos órgãos de representação, tais como Congresso, e ter relações claramente definidas com órgãos públicos relevantes, incluindo as instituições de auditoria de instância superior.

F. O Estado na qualidade de proprietário ativo deve exercer seus direitos de proprietário de acordo com a estrutura legal de cada empresa. Suas responsabilidades principais incluem:

1. Ser representado em assembléias gerais de acionistas e votar pela parcela que cabe ao Estado;
2. Estabelecer processos bem estruturados e transparentes de nomeação de membros do conselho em estatais de propriedade total ou de controle majoritário e, participar ativamente das nomeações de todos os conselhos das estatais.
3. Implantar sistemas de elaboração de relatórios de forma a permitir um monitoramento e avaliação regular do desempenho da estatal;
4. Quando permitido pelo sistema legal e pelo nível de propriedade estatal, manter diálogos contínuos com auditores externos e organizações de controle estatal específicas;
5. Assegurar que esquemas de remuneração para os membros do conselho das estatais estimulem o interesse na empresa no longo-prazo, e possam atrair profissionais motivados e de qualidade.

III. TRATAMENTO EQÜITATIVO DOS ACIONISTAS

O Estado e as empresas de propriedade estatal devem reconhecer os direitos de todos os acionistas e, em conformidade com os Princípios de Governança Corporativa da OCDE, assegurar seu tratamento eqüitativo e acesso igual às informações corporativas.

A. A entidade coordenadora ou proprietária e as estatais devem assegurar que todos os acionistas sejam tratados de forma eqüitativa.

B. As estatais devem observar um alto grau de transparência para com todos os acionistas.

C. As estatais devem desenvolver uma política de comunicação e de consulta ativa com todos os acionistas.

D. A participação de acionistas minoritários em assembléias de acionistas deve ser facilitada, de forma a permitir sua participação em decisões fundamentais da empresa, tais como eleições dos membros do conselho.

IV. RELAÇÕES COM PARTES INTERESSADAS

A política de propriedade estatal deve reconhecer plenamente as responsabilidades das empresas de propriedade estatal para com as partes interessadas e requisitar que elas relatem informações sobre as relações com essas partes.

A. Governos, a entidade coordenadora ou proprietária e as próprias estatais devem reconhecer e respeitar os direitos das partes interessadas, estabelecidos pela lei ou por meio de acordos mútuos, e se referir aos Princípios de Governança Corporativa da OCDE quanto a esse aspecto.

B. As estatais grandes ou de capital aberto, bem como estatais que visam a importantes objetivos de políticas públicas, devem relatar sobre relações com as partes interessadas.

C. O conselho das estatais deve ser requisitado a desenvolver, implementar e comunicar programas de conformidade a códigos de ética internos. Esses códigos de ética devem estar

baseados nas normas do país, em conformidade com os compromissos internacionais, e se aplicar à empresa e a suas subsidiárias.

V. TRANSPARÊNCIA E DIVULGAÇÃO

Empresas de propriedade estatal devem observar elevados padrões de transparência em conformidade com os Princípios de Governança Corporativa da OCDE.

A. A entidade coordenadora ou proprietária deve desenvolver um relatório consistente e agregado sobre as empresas de propriedade estatal e publicar anualmente um relatório agregado sobre o conjunto dessas empresas.

B. As estatais devem desenvolver procedimentos eficientes de auditoria interna e estabelecer uma função de auditoria interna que seja monitorada e que se reporte diretamente ao conselho e ao comitê auditor ou órgão equivalente da empresa.

C. As estatais, especialmente as grandes, devem estar sujeitas a uma auditoria externa anual independente baseada em padrões internacionais. A existência de procedimentos específicos de controle estatal não substitui uma auditoria externa independente.

D. As estatais devem estar sujeitas aos mesmos padrões de contabilidade e auditoria de alta qualidade que as empresas de capital aberto. Grandes estatais ou estatais de capital aberto devem divulgar informações financeiras e não-financeiras de acordo com os reconhecidos padrões internacionais de alto nível.

E. As estatais devem divulgar material informativo sobre todas as questões descritas nos Princípios de Governança Corporativa da OCDE e, além disso, focar as áreas de interesse significativo para o Estado na qualidade de proprietário e para o público em geral. Exemplos de tais informações incluem:

1. Uma declaração clara ao público sobre os objetivos da empresa e suas realizações;
2. A estrutura de votação e de propriedade da empresa;

3. Quaisquer fatores de riscos materiais e medidas tomadas para administrar tais riscos;
4. Qualquer assistência financeira, incluindo garantias, recebidas do Estado e compromissos assumidos em nome da estatal;
5. Quaisquer transações materiais com entidades relacionadas.

VI. AS RESPONSABILIDADES DOS CONSELHOS DAS EMPRESAS DE PROPRIEDADE ESTATAL

Os conselhos de empresas de propriedade estatal devem ter a autoridade, competências e objetividade necessárias para realização de suas funções de condução estratégica e monitoramento da administração. Devem agir com integridade e ser responsáveis por suas ações.

A. Os membros dos conselhos das estatais devem ter mandatos claramente definidos e a responsabilidade principal pelo desempenho da empresa. O conselho deve ser totalmente responsável pela prestação de contas aos proprietários, agir no melhor interesse da empresa, e tratar todos os acionistas com equidade.

B. Os conselhos das estatais devem cumprir suas funções de monitoramento da administração e condução estratégica, sujeito aos objetivos determinados pelo governo e pela entidade proprietária. Devem ter o poder de nomear e remover o presidente-executivo da empresa.

C. Os conselhos das estatais devem ser constituídos de forma que possam exercer julgamentos objetivos e independentes. A boa prática exige que o Presidente do Conselho seja diferente do presidente-executivo da empresa.

D. Se uma representação de empregados no conselho for estabelecida, devem ser desenvolvidos mecanismos para garantir que essa representação seja exercida efetivamente e contribua para o aprimoramento das competências, informações e independência do conselho.

E. Quando necessário, os conselhos das estatais devem formar um comitê especializado para apoiar o conselho no desempenho de suas funções, particularmente no que se refere a auditorias, administração do risco e remuneração.

F. Os conselhos das estatais devem executar uma avaliação anual para analisar seu desempenho.

OBSERVAÇÕES SOBRE O CAPÍTULO I: I. ASSEGURAR UMA ESTRUTURA REGULADORA E LEGAL EFETIVA PARA EMPRESAS DE PROPRIEDADE ESTATAL

A estrutura reguladora e legal das empresas de propriedade do Estado deve assegurar um nível de igualdade em mercados onde empresas de propriedade estatal e empresas do setor privado possam competir, de forma a evitar distorções de mercado. A estrutura deve estar alicerçada e ser totalmente compatível com os Princípios de Governança Corporativa da OCDE.

A estrutura jurídica dentro da qual as estatais operam é muitas vezes complexa. Se não for consistente e coerente, pode facilmente resultar em distorções de mercado dispendiosas e minar a responsabilidade de prestação de contas da administração do Estado e do Estado como proprietário. Uma divisão clara de responsabilidades entre autoridades, uma otimização de formas jurídicas juntamente com uma estrutura reguladora coerente e consistente facilitará o aprimoramento da governança corporativa nas estatais.

A. Deve existir uma separação clara entre as funções de propriedade do Estado e outras funções estatais que possam influenciar as condições das empresas de propriedade estatal, particularmente no que diz respeito às regulamentações do mercado.

O Estado muitas vezes tem um papel duplo de regulador de mercado e proprietário das estatais que desenvolvem operações comerciais, particularmente nas novas redes industriais desregulamentadas e, muitas vezes, parcialmente privatizadas. Quando for o caso, o Estado será ao mesmo tempo um competidor importante de mercado e um mediador. Uma total separação administrativa entre as responsabilidades de proprietário e de regulador do mercado é, então, pré-requisito fundamental para criar um nível de igualdade entre as estatais e as

empresas privadas e para evitar distorção da competição. Tal separação é também defendida pelos *Princípios de Reforma Reguladora da OCDE*.

Outro caso importante ocorre quando as estatais são utilizadas como instrumento de política industrial. Isso pode facilmente resultar em confusão e conflitos de interesses entre políticas industriais e funções de propriedade do Estado, particularmente se a responsabilidade pelas políticas industriais e as funções de propriedade estiverem no mesmo ramo ou setor ministerial. A separação entre políticas industriais e propriedade aprimorará a identificação do Estado como proprietário e favorecerá a transparência na definição de objetivos e monitoração de desempenhos. Porém, tal separação não deve impedir a necessária coordenação entre as duas funções.

Para prevenir conflitos de interesse, é também necessário separar claramente a função de propriedade de quaisquer entidades da administração estatal que podem ser clientes ou principais fornecedores para as estatais. Devem ser aplicáveis regras gerais de aquisições às estatais semelhantes às aplicáveis a qualquer outra empresa. As barreiras legais e não-legais a um processo de compras justo devem ser removidas.

Na implementação da separação efetiva entre os diferentes papéis do Estado em relação às estatais, devem ser considerados os conflitos de interesse reais ou potenciais.

B. Os governos devem se esforçar para simplificar e otimizar as práticas operacionais e os formatos legais sob os quais as estatais operam. Seu formato jurídico deve permitir aos credores entrar com ações e iniciar procedimentos de insolvência.

As estatais podem ter formatos legais específicos e, algumas vezes, diferentes das outras empresas. Esse formato pode refletir objetivos específicos ou considerações societárias, bem como proteções especiais concedidas a certas partes interessadas. Isso diz respeito particularmente aos funcionários cuja remuneração pode ser fixada por entidades ou atos reguladores, e a quem são dados direitos específicos relativos à aposentadoria e proteção contra excessos equivalentes às fornecidas aos empregados públicos. Em inúmeros casos, as estatais estão amplamente protegidas contra procedimentos de insolvência ou falência devido a seu *status* legal específico. Isso ocorre, às vezes, pela necessidade de assegurar a continuidade no fornecimento de serviços públicos.

Onde isso ocorre, as estatais geralmente diferem das empresas com responsabilidades privadas limitadas através de: (i) a autoridade respectiva e poder do conselho, administração e ministérios; (ii) a composição e estrutura desses conselhos; (iii) a extensão concedida aos direitos de consultas ou de tomada de decisões para as partes interessadas, mais particularmente, os funcionários; (iv) exigências de divulgação de informações e, como mencionado anteriormente, a extensão pela qual estão sujeitos a procedimentos de insolvência e falência, etc. O formato legal das estatais inclui muitas vezes uma definição rígida da atividade das estatais relacionadas, evitando que se diversifiquem ou expandam suas atividades em novos setores e/ou no exterior. Esses limites têm sido legitimamente estabelecidos de forma a prevenir má utilização de recursos públicos, interromper um crescimento ambiciosamente exagerado ou impedir que as estatais exportem tecnologias confidenciais.

Em alguns países, os formatos legais específicos das estatais evoluíram significativamente nos últimos anos em resposta à desregulamentação, a um maior exame e acompanhamento do Estado a essas empresas e a subsídios cruzados. As limitações aos tipos de atividades que as estatais têm permissão para realizar têm sido flexibilizadas de acordo com seu formato legal. Em alguns países, mudanças no formato legal têm sido acompanhadas pelo Estado, assumindo compromissos em relação à proteção aos funcionários, mais particularmente em relação aos direitos de pensão.

Ao simplificar o formato legal das estatais os governos devem se basear ao máximo na lei corporativa e evitar criar um formato legal específico quando não for absolutamente necessário aos objetivos da empresa. A simplificação do formato legal das estatais aprimorará a transparência e facilitará a supervisão através da criação de referências. Também criará um nível de igualdade junto a competidores privados em mercados cada vez mais desregulamentados e competitivos.

A simplificação deve visar às estatais que têm atividade comercial e operam em mercados competitivos e abertos. Ela deve buscar tornar os meios e instrumentos normalmente disponíveis a proprietários privados também disponíveis ao Estado como proprietário. A simplificação deve, então, preocupar-se principalmente com o papel e autoridade dos órgãos de governança da empresa e com as obrigações de transparência e divulgação de informações.

Se a mudança do formato legal das estatais for muito difícil, outras opções podem ser a simplificação das práticas operacionais das estatais, tornando algumas regulamentações específicas mais abrangentes, por exemplo estendendo sua validade ou cobertura às estatais com formatos legais específicos, ou solicitando às estatais que atendam, de forma voluntária, às exigências dessas regulamentações específicas, particularmente em relação às obrigações de divulgação.

C. Quaisquer obrigações e responsabilidades exigidas das estatais em termos de serviços públicos além da norma geralmente aceita devem ser claramente determinadas por meio de leis ou regulamentações. Tais obrigações e responsabilidades devem ser também divulgadas ao público em geral, e os custos relacionados devem ser cobertos de forma transparente.

Em alguns casos é esperado que as estatais cumpram responsabilidades especiais e obrigações para propósitos de políticas sociais e públicas. Em alguns países, isso inclui a regulamentação dos preços dos produtos e serviços vendidos pelas estatais. Essas responsabilidades e obrigações especiais podem ir além da norma geralmente aceita para atividades comerciais e devem ser claramente compulsórias e motivadas por leis e regulamentações. Devem ser também preferencialmente incorporadas aos estatutos da empresa.

O mercado e o público em geral devem ser claramente informados sobre a natureza e extensão dessas obrigações, bem como sobre seu impacto sobre os recursos das estatais e seu desempenho econômico.

Também é importante que os custos relacionados a essas atividades sejam claramente identificados, divulgados e adequadamente compensados pelo orçamento do Estado nas bases de provisões específicas legais e/ou através de mecanismos contratuais, tais como administração ou contratos de serviço. A compensação deve ser estruturada de forma a evitar distorções de mercado. Esse é particularmente o caso quando empresas relacionadas estão em setores competitivos da economia.

D. As estatais não devem ser isentas da aplicação de leis gerais e regulamentações. As partes interessadas, incluindo competidores, devem ter acesso a reparações eficientes e decisões justas quando considerarem que seus direitos tenham sido violados.

A experiência tem mostrado que em alguns países as estatais podem ser isentas de inúmeras leis e regulamentações, incluindo, em alguns casos, legislações sobre competição. As estatais muitas vezes não estão cobertas pelas leis de falência, e os credores têm dificuldade em reforçar seus contratos e em obter pagamentos. Tais isenções de provisões gerais legais devem ser evitadas ao máximo de forma a prevenir distorções de mercado e para servir de base para a responsabilidade de prestação de contas da administração. As estatais, assim como o Estado na qualidade de acionista, não devem ser protegidas de intimações da justiça ou de autoridades reguladoras no caso de infringirem a lei. As partes interessadas devem poder intimar o Estado na justiça, na qualidade de proprietário, e serem tratados de forma imparcial e justa nesses casos pelo sistema judiciário.

E. A estrutura legal e reguladora deve permitir flexibilidade suficiente para ajustes na estrutura de capital das estatais quando isto for necessário para atingir os objetivos da empresa.

A rigidez da estrutura de capital algumas vezes torna difícil a uma estatal desenvolver ou cumprir seus objetivos. O Estado na qualidade de proprietário deve desenvolver uma política geral e prover mecanismos que permitam mudanças apropriadas na estrutura de capital das estatais.

Esses mecanismos podem incluir, dentro da função de propriedade, a capacidade de ajustar as estruturas de capital das estatais de forma flexível, mas dentro de limites claros. Dentro de certos limites, isso pode, por exemplo, facilitar a transferência indireta de capital de uma estatal para outra, como através de reinvestimentos de dividendos recebidos, ou aumento do capital em termos de mercado competitivo.

Esses mecanismos devem respeitar o poder de tomada de decisão do Legislativo em relação ao orçamento ou aos níveis apropriados de propriedade do Estado, assim como a uma ampla transparência no sistema orçamentário. Qualquer mudança na estrutura de capital de uma estatal deve ser claramente consistente com o objetivo de propriedade do Estado e das circunstâncias específicas da estatal. As decisões devem ser documentadas adequadamente para permitir prestação de contas eficiente através de auditorias ou de exames detalhados feitos pelo Congresso. Finalmente, tais mecanismos devem ser limitados e sujeitos a

supervisões cuidadosas de forma a evitar quaisquer subsídios cruzados através de transferência de capitais.

F. As estatais devem enfrentar condições competitivas com relação ao acesso a recursos financeiros. Suas relações com bancos e instituições financeiras de propriedade do Estado, e outras empresas estatais devem ser estabelecidas em níveis puramente comerciais.

Os credores e o conselho freqüentemente assumem que há uma garantia do Estado implícita nas dívidas das estatais. Essa situação tem, em vários casos, levado a endividamentos excessivos, recursos desperdiçados e distorções de mercado, em prejuízo tanto dos credores quanto dos contribuintes. Além disso, em alguns países, bancos e outras instituições financeiras de propriedade do Estado são os mais importantes credores das estatais. Esse ambiente cria grandes margens para conflitos de interesse. Isso pode levar a empréstimos não pagos a bancos estatais, já que a empresa pode sentir-se sem a obrigação de saldar a dívida. Isso pode livrar as estatais de uma fonte crucial de monitoramento de mercado e pressão e, com isso, distorcer sua estrutura de incentivos.

É necessário fazer uma distinção clara entre as respectivas dívidas do Estado e das estatais em relação aos credores. O Estado freqüentemente concede garantias às estatais para compensar sua inabilidade de provê-las de aumentos no capital social, mas ocorrem muitas vezes abusos nessa utilização. Como um princípio geral, o Estado não deve conceder garantias automáticas com relação aos passivos das estatais. Também devem ser desenvolvidas práticas justas em relação à divulgação e remuneração das garantias do Estado e as estatais devem ser encorajadas a buscar financiamento junto aos mercados de capitais.

Devem ser desenvolvidos mecanismos para administrar conflitos de interesse e assegurar que as relações entre as estatais, bancos e outras instituições financeiras de propriedade estatal sejam estabelecidas em bases puramente comerciais. Os bancos de propriedade estatal devem conceder créditos às estatais nos mesmos termos e condições oferecidos às empresas privadas. Esses mecanismos também podem incluir o estabelecimento de limites e a exigência de exames detalhados para assunção de funções no conselho dos bancos estatais

OBSERVAÇÕES SOBRE O CAPÍTULO II: O ESTADO NA QUALIDADE DE PROPRIETÁRIO

O Estado deve agir como um proprietário informado e ativo, e estabelecer uma política de propriedade clara e consistente, assegurando que a governança das empresas de propriedade estatal seja desempenhada de maneira transparente e responsável, com o nível necessário de profissionalismo e eficiência.

De forma a cumprir suas funções de propriedade, o governo deve referir-se aos padrões de governança dos setores público e privado, notavelmente aos Princípios de Governança Corporativa da OCDE, que também são aplicáveis às estatais. Além dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE, existem aspectos específicos de governança estatal que merecem destaque ou devem ser documentados de forma mais detalhada para guiar os membros do conselho, direção e entidades estatais responsáveis pela execução dos direitos de propriedade do Estado em efetivamente desempenhar seus respectivos papéis.

A. O governo deve desenvolver e divulgar uma política de propriedade que defina os objetivos gerais da propriedade estatal, a função do Estado na governança corporativa das estatais, e como irá implementar sua política de propriedade.

Os objetivos múltiplos e contraditórios da propriedade estatal freqüentemente levam a uma conduta muito passiva das funções de propriedade ou, inversamente, resultam na excessiva intervenção em questões ou decisões que deveriam ser deixadas para a empresa e seus órgãos de governança.

Para que o Estado se posicione claramente como um proprietário, deverá esclarecer e priorizar seus objetivos. Os objetivos podem incluir evitar distorções de mercado e a busca de lucratividade expressa na forma de objetivos específicos, tais como taxa de retorno e políticas de dividendos. Traçar objetivos pode incluir escolhas, por exemplo, entre o valor da ação, serviços públicos e até previdência social. O Estado deve então ir mais além do que definir seus objetivos como proprietário, deve também indicar suas prioridades e esclarecer como essas escolhas intrínsecas devem ser tratadas. Agindo dessa forma, o Estado deve evitar interferência nos assuntos operacionais e, portanto, respeitar a independência do conselho. Uma política de propriedade clara ajudará a evitar concessão de autonomia excessiva às estatais para traçar seus próprios objetivos ou para definir a natureza e extensão de suas obrigações de serviços públicos.

Além disso, o Estado deve esforçar-se em ser consistente em sua política de propriedade e evitar modificar os objetivos gerais com muita frequência. Uma política de propriedade clara, consistente e explícita fornecerá às estatais, ao mercado e ao público em geral previsibilidade e uma compreensão clara dos objetivos do Estado na qualidade de proprietário, assim como de seus compromissos de longo-prazo.

Ao desenvolver e atualizar as políticas de propriedade do Estado, os governos devem fazer uso adequado das consultas públicas. As políticas de propriedade e objetivos das empresas relacionadas devem estar em documentos acessíveis ao público em geral e com ampla circulação entre os ministérios relevantes, agências, conselhos de estatais, executivos e Poder Legislativo.

Também é importante que empregados públicos relevantes endossem a política de propriedade e que a assembléia geral de acionistas das estatais, o conselho e a alta administração endossem as declarações de objetivos corporativos.

B. O governo não deve ser envolvido na administração diária das estatais, e sim permitir que tenham total autonomia operacional para atingir seus objetivos.

O principal meio para uma propriedade estatal ativa e informada é uma estratégia de propriedade clara e consistente, um processo estruturado de nomeação do conselho e um exercício efetivo dos direitos de propriedade. Qualquer envolvimento na administração diária das estatais deve ser evitado.

O poder da entidade proprietária ou coordenadora em direcionar a estatal ou seu conselho deve ser limitado a questões estratégicas e políticas. As áreas e os tipos de decisões em que a entidade proprietária ou coordenadora é competente para atuar devem ser publicamente divulgados e especificados.

Seguindo a mesma linha, devem também ser postos limites rígidos ao poder de qualquer outro ente governamental para interferir na administração diária das estatais.

C. O Estado deve permitir que os conselhos das estatais exerçam suas responsabilidades e respeitar sua independência.

Na nomeação e eleição dos membros do conselho, a entidade proprietária deve focar a necessidade de os conselhos das estatais exercitarem suas responsabilidades de forma profissional e independente. Como expresso nos princípios da OCDE, é importante que os membros individuais do conselho, no cumprimento de suas responsabilidades, não ajam como representantes de diferentes eleitorados. Independência requer que todos os membros do conselho cumpram seus deveres, de forma justa com relação a todos os acionistas. Os membros do conselho não devem ser guiados por motivos políticos ao exercerem suas responsabilidades de conselheiros, exceto quando isso for compatível com o estatuto social ou os objetivos explícitos da empresa.

Quando o Estado é um proprietário controlador, está em uma posição única para nomear e eleger o conselho sem o consentimento de outros acionistas. Esse direito legítimo é embutido de um alto nível de responsabilidade para identificar, nomear e eleger seus membros do conselho. Nesse processo, e de forma a minimizar possíveis conflitos de interesse, a entidade proprietária deve evitar eleger um número excessivo de conselheiros dentre os quadros da administração pública. Isso é particularmente relevante para estatais em que a propriedade estatal não é integral (sociedades de economia mista) e para estatais que atuam em setores competitivos. Alguns países decidiram evitar a nomeação ou eleição de qualquer membro da entidade proprietária ou de funcionários públicos para os conselhos das estatais. Isso visa claramente a retirar do Estado a possibilidade de interferir diretamente nos negócios ou na administração das estatais, e a limitar a responsabilidade do Estado nas decisões tomadas pelos conselhos das estatais.

Funcionários das entidades de coordenação da propriedade estatal, profissionais de outras partes da administração pública ou de entidades políticas devem ser eleitos para os conselhos das estatais somente se satisfizerem o nível de competência exigido para todos os membros do conselho, e se não agirem como canal para influência política indevida. Eles devem ter as mesmas obrigações e responsabilidades que os demais membros do conselho e agir em interesse da estatal e de seus acionistas. As condições de desqualificação e situações de conflito de interesses devem ser avaliadas cuidadosamente e devem ser fornecidas orientações sobre como lidar e resolvê-las. Os profissionais relacionados não devem apresentar conflitos de interesse. Em particular, isso implica que não devem tomar parte em decisões de regulação relacionadas à estatal nem ter obrigações específicas ou restrições que os impeçam de agir no

interesse da empresa. De forma geral, todos os conflitos de interesses potenciais com relação a qualquer conselheiro devem ser relatados ao conselho, que deve então divulgá-los juntamente com informações sobre como estão sendo administrados.

É particularmente necessário esclarecer as responsabilidades pessoais e do Estado quando funcionários públicos estiverem nos conselhos das estatais. Os funcionários públicos envolvidos devem divulgar qualquer propriedade pessoal que tenham nas estatais e seguir a regulamentação sobre informações privilegiadas. Podem ser desenvolvidas diretrizes ou código de ética pela entidade coordenadora ou proprietária para membros das entidades proprietárias e outros empregados públicos que sirvam como membros do conselho das estatais. Essas diretrizes ou código de ética também devem indicar como a informação confidencial transmitida ao Estado por esses membros do conselho deve ser tratada.

Direcionamentos em termos de objetivos políticos mais amplos deverão ser canalizados através da entidade coordenadora ou proprietária e enunciados como objetivos empresariais, e não impostos diretamente através de participação do conselho. Os conselhos das estatais não devem responder a direcionamentos políticos até que sejam autorizados pelo Congresso ou aprovados por procedimentos específicos.

D. O exercício dos direitos de propriedade deve ser claramente identificado no âmbito da administração do Estado. Isso pode ser facilitado por meio da formação de uma entidade coordenadora ou, mais apropriadamente, por meio da centralização da função de propriedade.

É primordial que a função de propriedade seja claramente identificada no âmbito da administração do Estado, esteja localizada em um ministério central, como os ministérios das finanças ou economia, em uma entidade administrativa separada, ou em um ministério setorial específico.

Para atingir uma identificação clara da função de propriedade, ela pode estar centralizada em uma entidade única, independente ou sob a autoridade de um ministério. Essa abordagem ajudaria a esclarecer a política de propriedade e sua orientação, e também asseguraria sua implementação mais consistente. A centralização da função da propriedade também pode permitir o reforço e a união de competências relevantes ao organizar grupos de especialistas em assuntos-chave, como relatórios financeiros e nomeações do conselho. Dessa forma, a

centralização pode ser uma força maior no desenvolvimento de relatórios globais sobre a propriedade estatal. Finalmente, a centralização é também uma forma efetiva de separar claramente o exercício das funções de propriedade de outras atividades desempenhadas pelo Estado, particularmente regulamentações de mercado e políticas industriais, como mencionadas na diretriz A do capítulo I.

Se a função de propriedade não for centralizada, o mínimo necessário é estabelecer uma entidade coordenadora entre os diferentes departamentos administrativos envolvidos. Isso ajudará a assegurar que cada estatal tenha um mandato claro e receba uma mensagem coerente em termos de orientação estratégica ou de exigências de prestação de informações. A entidade coordenadora poderia harmonizar e coordenar as ações e políticas realizadas por diferentes órgãos de propriedade em vários ministérios. A entidade coordenadora deve também ser responsável por estabelecer uma política geral de propriedade, desenvolver diretrizes específicas e práticas unificadas entre os vários ministérios.

A centralização da função de propriedade em uma entidade única é provavelmente mais relevante para estatais em setores competitivos, e não é necessariamente aplicável às estatais que estão orientadas predominantemente para objetivos políticos públicos. Tais estatais não são os alvos principais destas Diretrizes, e em seu caso, setores ministeriais podem permanecer as entidades mais relevantes e competentes para exercitar os direitos de propriedade, os quais podem ser indistinguíveis dos objetivos de políticas.

Quando a centralização da função de propriedade é considerada, não deve dar origem a um grupo burocrático novo e excessivamente poderoso.

Quando a função de propriedade não pode ser tratada por uma entidade única, algumas funções-chave podem, no entanto, ser centralizadas de forma a fazer uso de conhecimento específico e assegurar independência frente a ministérios setoriais específicos. Um exemplo de quando tal centralização parcial pode ser útil é a nomeação de membros do conselho.

A identificação clara da função de propriedade deve ser perseguida nos diferentes níveis do governo, dependendo de onde esteja o controle acionário. Essas Diretrizes não orientam na determinação do nível apropriado de gerenciamento das estatais no âmbito do Estado ou federação. Elas meramente indicam que, sem considerar o nível de autoridade, o melhor é que

a função de propriedade seja centralizada ou coordenada por uma única entidade. Além disso, se existem diferentes níveis administrativos de propriedade, a harmonização de práticas de propriedade deve ser preferida. Finalmente, a centralização das funções de propriedade não implica simplesmente na centralização da propriedade legal.

E. A entidade coordenadora ou proprietária deve ser responsável por prestar contas aos órgãos de representação, tais como Congresso, e ter relações claramente definidas com órgãos públicos relevantes, incluindo as instituições de auditoria de instância superior.

O relacionamento da entidade coordenadora ou proprietária com outros entes governamentais deve ser claramente definido. Inúmeros entes estatais, Ministérios ou administradores têm diferentes papéis em relação às mesmas estatais. De maneira a aumentar a confiança pública na forma com que o Estado administra a propriedade das estatais, é importante que esses diferentes papéis sejam esclarecidos e explicados ao público em geral.

Em particular, a entidade proprietária deve manter cooperação e diálogo contínuo com as instituições superiores responsáveis pela auditoria das estatais. Deverá apoiar o trabalho da instituição de auditoria estatal, e tomar medidas apropriadas em resposta às observações da auditoria, seguindo nesse aspecto a Declaração de Lima sobre Diretrizes para Preceitos de Auditorias da INTOSAI.

A entidade coordenadora ou proprietária deve também ser responsável pela forma como cumpre sua função de proprietária estatal. Sua prestação de contas deve ser, direta ou indiretamente, orientada às entidades que representam os interesses do público em geral, como o Congresso. Sua responsabilidade de prestar contas ao Legislativo deve ser claramente definida, assim como a responsabilidade das próprias estatais, sendo que esta não deve ser diluída em virtude da relação intermediária de relato.

O sistema de prestação de contas (accountability) deve assegurar que o exercício da propriedade não interfira com as prerrogativas do Poder Legislativo com relação à política orçamentária. A entidade proprietária deve relatar sobre seu próprio desempenho no exercício da propriedade estatal e no alcance dos objetivos do Estado a esse respeito. Deve prover informações quantitativas e confiáveis ao público e a seus representantes sobre como as estatais são administradas segundo os interesses de seus proprietários. Mecanismos

específicos, tais como comissões *ad hoc* ou comissões permanentes podem ser formados a fim de manter o diálogo entre a entidade coordenadora ou proprietária e o poder legislativo. No caso de audiências parlamentares, assuntos sigilosos devem ser tratados através de procedimentos específicos, tais como sessões confidenciais ou fechadas. Tal procedimento é aceito como útil, sendo que a forma, frequência e o conteúdo desse diálogo podem diferir de acordo com a lei constitucional e as diferentes tradições e funções parlamentares.

A responsabilidade por prestar contas não deve restringir desnecessariamente a autonomia da entidade coordenadora ou proprietária no desempenho de suas responsabilidades. Por exemplo, os casos em que a entidade coordenadora ou proprietária necessita obter uma aprovação antecipada do Poder Legislativo devem ser limitados e incluir mudanças significativas na política geral de propriedade ou no tamanho do setor do Estado e transações significativas (investimentos ou desinvestimentos).

De forma geral, a entidade proprietária deve gozar de certo nível de flexibilidade frente ao ministério responsável na forma pela qual se organiza e toma decisões com respeito a procedimentos e processos. A entidade proprietária pode também gozar de certo grau de autonomia orçamentária que lhe permita flexibilidade em recrutar, remunerar e reter o conhecimento e capacitação necessários, incluindo junto ao setor privado.

F. O Estado na qualidade de proprietário ativo deve exercer seus direitos de propriedade de acordo com a estrutura legal de cada empresa.

Para evitar interferência política indevida ou propriedade estatal passiva, é importante que a entidade coordenadora ou proprietária enfoque o exercício efetivo dos direitos de propriedade. Na qualidade de proprietário, o Estado deve tipicamente conduzir-se como qualquer acionista majoritário quando estiver em posição de influenciar significativamente a empresa, e ser um acionista informado e ativo quando for minoritário. É aconselhável exercer seus direitos de forma a proteger sua propriedade e otimizar seu valor.

Como definido pelos Princípios de Governança Corporativa da OCDE, quatro direitos básicos do acionista são: (i) participar e votar em assembléias gerais de acionistas; (ii) obter informações relevantes e suficientes sobre a empresa, de forma oportuna e regular; (iii) eleger e destituir membros do conselho; e (iv) aprovar transações extraordinárias. A entidade

coordenadora ou proprietária deve exercitar esses direitos de forma plena e criteriosa, já que isso permitirá a influência necessária nas estatais sem alterar seu gerenciamento diário. A efetividade, credibilidade e supervisão da governança das estatais dependerão, em grande medida, da habilidade da entidade proprietária em usar abertamente seus direitos como acionista e efetivamente exercer suas funções de propriedade nas estatais.

Uma entidade proprietária necessita de competências únicas e deve ter profissionais especialistas em direito, finanças, economia e administração e que sejam experientes em executar responsabilidades fiduciárias. Tais profissionais devem também compreender claramente suas funções e responsabilidades como empregados públicos com respeito às estatais. Além disso, a entidade proprietária deve incluir competências relacionadas às obrigações específicas que são exigidas de algumas estatais sob sua supervisão relativamente ao fornecimento de serviços públicos. A entidade coordenadora ou proprietária deve também ter a possibilidade de recorrer à orientação e contratação externa sobre alguns aspectos de sua função de propriedade, de forma a melhor exercer os direitos de propriedade do Estado. Podem por exemplo, fazer uso de especialistas para conduzirem avaliações, inspeções ativas, ou votações por procuração a seu favor, onde for considerado necessário e apropriado.

Suas responsabilidades principais incluem:

1. Ser representado em assembleias gerais de acionistas e votar pela parcela que cabe ao Estado;

O Estado na qualidade de proprietário deve preencher seus deveres fiduciários ao exercer seus direitos de voto, ou ao menos explicando se não o fizer. O Estado não deve deixar de reagir a proposições apresentadas nas assembleias gerais de acionistas das estatais.

Para o Estado ter a capacidade de expressar seu ponto de vista em assuntos submetidos à aprovação em assembleias gerais de acionistas, é necessário que a entidade coordenadora ou proprietária se organize para ter a capacidade de apresentar uma visão com informações sobre esses assuntos e apresentá-los aos conselhos via assembleias gerais de acionistas.

É importante estabelecer procedimentos apropriados para representações estatais em assembleias gerais de acionistas. Isso pode ser alcançado, por exemplo, identificando claramente a entidade coordenadora ou proprietária como representante das cotas estatais.

2. Estabelecer processos bem estruturados e transparentes de nomeação de membros dos conselhos em estatais de propriedade total ou de controle majoritário, e participar ativamente das nomeações em todos os conselhos das estatais.

A entidade coordenadora ou proprietária deve assegurar que as estatais tenham conselhos eficientes e profissionais, com a combinação de competências necessárias para o preenchimento de suas responsabilidades. Isso envolve estabelecer um processo de nomeação estruturado e ter um papel ativo nesse processo. Tais procedimentos serão facilitados se for concedida à entidade proprietária a responsabilidade única de organizar a participação do Estado nos processos de nomeação.

A nomeação dos conselhos das estatais deve ser transparente, claramente estruturada e baseada na avaliação de uma variedade de especializações, competências e experiências necessárias. Os requisitos de competência e experiência devem derivar de uma avaliação do conselho encarregado e das demandas que acompanham a estratégia de longo-prazo da empresa. Essas avaliações devem também levar em consideração o papel desempenhado pelos representantes dos trabalhadores no conselho quando isso for exigido por lei ou por acordos mútuos. Basear nomeações em tais exigências e avaliações de competência irá provavelmente levar à formação de um conselho mais profissional, responsável e orientado aos negócios.

Nas situações em que o Estado não é proprietário único, a entidade coordenadora ou proprietária deve se consultar com outros acionistas antes das assembleias gerais de acionistas. Os conselhos das estatais devem ser capazes de fazer recomendações à entidade proprietária baseados nos perfis aprovados de membros do conselho, requisitos de especializações, e avaliações de membros do conselho. Formar comitês de nomeação pode ser útil, ajudando a focar a procura por bons candidatos e estruturar outros processos de nomeação. Em alguns países, também é considerada uma boa prática estabelecer uma comissão especializada ou “conselho público” para supervisionar as nomeações de um conselho de empresa estatal. Mesmo que tais comissões ou conselhos públicos possam ter somente poder de recomendação, esses podem ter, na prática, uma forte influência em

aumentar a independência e profissionalismo dos conselhos das estatais. Nomeações propostas devem ser publicadas antes da assembléia geral de acionistas, com informações adequadas sobre a experiência profissional e especializações dos respectivos candidatos.

Também pode ser útil a manutenção, por parte das entidades proprietárias, de uma base de dados de candidatos qualificados, desenvolvida por meio de um processo competitivo. A utilização de agências de recrutamento, ou anúncios internacionais são outras formas de aprimorar a qualidade do processo de busca. Essas práticas devem ajudar a aumentar o conjunto de candidatos qualificados para os conselhos das estatais, particularmente em termos de especialização no setor privado e experiência internacional. Tal processo pode também favorecer uma diversidade maior no conselho, incluindo diversidade de sexos.

3. Implantar sistemas de elaboração de relatórios de forma a permitir um monitoramento e avaliação regular do desempenho da estatal;

Para que a entidade coordenadora ou proprietária possa tomar decisões, informada sobre assuntos essenciais da empresa, deve se assegurar que recebam todas as informações necessárias e relevantes oportunamente. Deve também estabelecer meios que tornem possível monitorar as atividades e desempenho das estatais de forma contínua.

A entidade coordenadora ou proprietária deve assegurar que sistemas externos de relatórios estejam instalados em todas as estatais. Os sistemas de relatórios devem passar para a entidade coordenadora ou proprietária uma imagem fidedigna do desempenho ou situação financeira da estatal, permitindo-lhes reagir a tempo e serem seletivos em sua intervenção.

A entidade coordenadora ou proprietária deve desenvolver dispositivos apropriados e selecionar métodos próprios de avaliação para monitorar o desempenho das estatais de acordo com objetivos estabelecidos. Nesse aspecto, pode ser útil o desenvolvimento de parâmetros referenciais do desempenho da estatal relativamente a entidades do setor público ou privado, tanto doméstico quanto no exterior. Esses referenciais devem abranger produtividade e a utilização eficiente de ativos, capital e mão-de-obra, e são especialmente importantes para estatais em setores não-competitivos. Tais referenciais permitirão às estatais, às entidades coordenadoras ou proprietárias, e ao público em geral avaliar melhor o desempenho e refletir sobre seu desenvolvimento.

A existência de competências em contabilidade e auditoria na entidade coordenadora ou proprietária pode facilitar o monitoramento efetivo do desempenho das estatais, assegurando comunicação apropriada com as contrapartes relevantes, com os serviços financeiros das estatais, auditores externos e controladores específicos do Estado.

4. Quando permitido pelo sistema legal e pelo nível de propriedade estatal, manter diálogos contínuos com auditores externos e organizações de controle estatal específicas;

Dependendo da legislação, a entidade coordenadora ou proprietária pode ser incumbida de indicar ou mesmo nomear os auditores externos. Com respeito às estatais de propriedade integral [no Brasil, empresas públicas], a entidade coordenadora ou proprietária deve manter um diálogo contínuo com auditores externos, assim como com órgãos estatais de controles específicos, quando esses existirem. Esse diálogo contínuo pode ocorrer na forma de uma troca regular de informações, reuniões ou discussões *ad hoc* quando problemas específicos ocorrerem. Auditores externos proverão a entidade coordenadora ou proprietária com visões externas, independentes e qualificadas sobre o desempenho da estatal e sua situação financeira. Porém, esse diálogo contínuo da entidade proprietária com auditores externos e de controle estatais deve ocorrer sem prejuízo das responsabilidades do conselho.

Quando ações das estatais são publicamente comercializadas ou a empresa possui vários acionistas, a entidade coordenadora ou proprietária deve respeitar os direitos dos acionistas minoritários e assegurar tratamento justo. O diálogo com auditores externos não deve fornecer à entidade coordenadora ou proprietária quaisquer informações privilegiadas e deve respeitar as regulamentações no que diz respeito a informações secretas ou confidenciais.

5. Assegurar que esquemas de remuneração para os membros do conselho das estatais estimulem o interesse na empresa no longo-prazo, e possam atrair profissionais motivados e de qualidade.

Existe uma forte tendência de nivelar a remuneração dos membros do conselho das estatais às praticadas no setor privado. Porém, na maioria dos países da OCDE, essa remuneração ainda está muito abaixo dos valores de mercado para as competências e experiência exigidas, assim como para as responsabilidades envolvidas.

OBSERVAÇÕES AO CAPÍTULO III: TRATAMENTO EQUÍTATIVO DOS ACIONISTAS

O Estado e as empresas de propriedade estatal devem reconhecer os direitos de todos os acionistas e, em conformidade com os Princípios de Governança Corporativa da OCDE, assegurar-lhes equidade de tratamento e acesso às informações corporativas.

É de interesse do Estado assegurar que, em todas as empresas onde tenha uma participação, acionistas minoritários sejam tratados com equidade, já que sua reputação a esse respeito irá influenciar sua capacidade de atrair financiamento externo e a valorização da empresa. Deve, portanto, assegurar que outros acionistas não vejam o Estado como um proprietário não transparente, imprevisível ou injusto. O Estado deve, ao contrário, se estabelecer como exemplar, e seguir as melhores práticas no que diz respeito ao tratamento de acionistas minoritários.

A. A entidade coordenadora ou proprietária e as estatais devem assegurar que todos os acionistas sejam tratados de forma equitativa.

Sempre que parte do capital de uma estatal for de acionistas privados, institucionais ou individuais, o Estado deve reconhecer seus direitos. É de interesse da entidade coordenadora ou proprietária, e das próprias estatais, que os Princípios de Governança Corporativa da OCDE sejam seguidos, no que diz respeito aos direitos dos acionistas minoritários. Os princípios declaram que “*Acionistas minoritários devem ser protegidos de ações abusivas impetradas por ou no interesse de acionistas com controle de ações agindo direta ou indiretamente, e devem possuir meios efetivos de reparação*”. Os princípios também proíbem transações baseadas em informações privilegiadas (*insider trading*), ou baseadas em interesses particulares (*self-dealing*). Finalmente, as observações aos Princípios da OCDE recomenda a existência de preferência de aquisição em novos lançamentos de ação e de maiorias qualificadas para certas decisões de acionistas como mecanismo *ex ante* de proteção aos acionistas minoritários.

Como acionista dominante, o Estado, em muitos casos, é capaz de tomar decisões em assembleias gerais de acionistas, sem a concordância de outros acionistas. Ele está normalmente na posição de decidir sobre a composição do conselho de administração. Tal

poder de tomada de decisão é um direito legítimo que está ligado à propriedade, mas é importante que o Estado não abuse de seu papel como acionista dominante, por exemplo, aspirando objetivos que não sejam de interesse da empresa e, portanto, em detrimento de outros acionistas. Abusos podem ocorrer por meio de transações inapropriadas de partes relacionadas, decisões de negócios tendenciosas ou mudanças na estrutura de capital favorecendo acionistas controladores. As medidas que podem ser tomadas incluem uma maior abertura de informações, o dever de lealdade dos membros do conselho, assim como maiorias qualificadas para certas decisões de acionistas.

A entidade coordenadora ou proprietária deve desenvolver diretrizes relacionadas ao tratamento equitativo de acionistas minoritários. Ela deve assegurar que estatais individuais, e mais particularmente seus conselhos, estejam totalmente conscientes da importância do relacionamento com acionistas minoritários e sejam ativas em seu aprimoramento.

Como declarado nos Princípios de Governança Corporativa da OCDE, “o potencial para abuso é acentuado quando o sistema legal permite, e o mercado aceita, que acionistas controladores exercem um nível de controle que não corresponda ao nível de risco que esses assumem como proprietários através da exploração de dispositivos legais para separar propriedade de controle”. Então, os governos devem, na medida do possível, limitar o uso de ações de classe especial, e divulgar acordos de acionistas e estruturas de capital que permitam a um acionista exercer um grau de controle sobre a empresa desproporcional à parcela do capital social que tem investido na empresa.

B. As estatais devem observar um alto grau de transparência para com todos os acionistas.

Uma condição crucial para proteger a minoria e outros acionistas é assegurar um alto grau de transparência. Os Princípios de Governança Corporativa da OCDE *“apóiam o relato simultâneo de informações a todos os acionistas de forma a assegurar tratamento equitativo. Ao manter relações próximas com investidores e participantes do mercado, as empresas devem ser cuidadosas e não violar esses princípios fundamentais de tratamento equitativo”*.

Acionistas minoritários e outros acionistas devem ter acesso às informações necessárias para serem capazes de tomar decisões de investimentos com base em informações. Entretanto, acionistas expressivos, incluindo a entidade coordenadora ou proprietária, não devem fazer uso abusivo das informações que possuem como acionistas controladores ou membros do

conselho. Para estatais que não possuem capital aberto, outros acionistas são normalmente bem identificados, e muitas vezes têm acesso privilegiado às informações, como membros do conselho, por exemplo. No entanto, independentemente da qualidade e da integridade da estrutura reguladora e legal relativa à divulgação de informações, a entidade coordenadora ou proprietária deve assegurar que todas as empresas onde o Estado possua ações implantem mecanismos e procedimentos para garantir acesso fácil e equitativo às informações por parte de todos os acionistas.

Quaisquer acordos de acionistas, incluindo acordos de informações a respeito de membros do conselho, devem ser divulgados.

C. As estatais devem desenvolver uma política de comunicação e de consulta ativa com todos os acionistas.

As estatais, incluindo qualquer empresa da qual o Estado seja um acionista minoritário, devem identificar seus acionistas e mantê-los informados de forma oportuna e sistemática sobre eventos importantes e assembleias de acionistas previstas. As estatais devem também provê-los com informações pertinentes e suficientes sobre assuntos que serão objeto de decisão. É de responsabilidade do conselho das estatais assegurar que a empresa cumpra suas obrigações em termos de informações para com todos os acionistas. Assim, as estatais não devem somente aplicar a estrutura legal e reguladora existente, mas são encorajadas a ir além quando for oportuno, de forma a construir credibilidade e confiança. Quando for possível, consultas ativas com acionistas minoritários ajudarão a aprimorar os processos decisórios e a aceitação de decisões-chave.

D. A participação de acionistas minoritários em assembleias de acionistas deve ser facilitada, de forma a permitir sua participação em decisões fundamentais da empresa, tais como eleições dos membros do conselho.

Acionistas minoritários podem se preocupar com a existência de decisões tomadas fora das assembleias de acionistas ou reuniões do conselho. Essa é uma preocupação legítima em empresas de capital aberto com um acionista de participação expressiva ou controlador, mas também pode ser uma questão importante em empresas onde o Estado é o acionista

dominante. Pode ser apropriado ao Estado, na qualidade de proprietário, assegurar aos acionistas minoritários que seus interesses serão levados em consideração.

Como enfatizado nos Princípios de Governança Corporativa da OCDE, participar em assembleias gerais de acionistas é um direito fundamental de acionista. A fim de encorajar acionistas minoritários a participar ativamente de assembleias gerais de acionistas das estatais, e facilitar o exercício de seus direitos, mecanismos específicos podem ser adotados pelas estatais, na mesma linha que os recomendados nos Princípios da OCDE para empresas de capital aberto listadas em bolsas de valores. Esses podem incluir exigência de maioria qualificada para certas decisões de acionistas e, quando considerado útil pelas circunstâncias, a possibilidade de utilizar regras especiais de eleição, tais como voto múltiplo. Medidas adicionais devem incluir facilitar a votação em casos de ausência ou desenvolver a utilização de meios eletrônicos como forma de redução de custos. Além disso, a participação de acionista-empregado em assembleias gerais de acionistas pode ser facilitada através de, por exemplo, uma coleta de votos por procuração.

É importante que qualquer mecanismo especial para proteção de minorias seja cuidadosamente balanceado. Deve favorecer a todos os acionistas minoritários, e de forma alguma contradizer o conceito de tratamento equitativo. Não deve impedir o Estado como um acionista majoritário de exercer sua influência legítima nas decisões, nem permitir aos acionistas minoritários retardar o processo de tomada de decisão.

OBSERVAÇÕES SOBRE O CAPÍTULO IV: RELAÇÕES COM PARTES INTERESSADAS

A política de propriedade estatal deve reconhecer plenamente as responsabilidades das empresas de propriedade estatal para com as partes interessadas e requisitar que elas relatem sobre as relações com essas partes.

Em alguns países da OCDE, o *status* legal e as regulamentações ou acordos/contratos mútuos concedem direitos específicos a certos grupos de interesse nas estatais. Algumas estatais podem até ser caracterizadas por diferentes estruturas de governança no que diz respeito aos direitos assegurados a esses grupos, principalmente representações de trabalhadores no nível

do conselho, ou outros direitos de consulta/decisão para representantes de trabalhadores e organizações de consumidores, por exemplo, por meio de comitês de orientação.

As estatais devem reconhecer a importância das relações com as partes interessadas para construir empresas sustentáveis e financeiramente sólidas. As relações com as partes interessadas são especialmente importantes para as estatais, pois podem ser essenciais para o cumprimento de suas obrigações gerais de prestação de serviços, quando existirem, e pelo impacto vital no potencial de desenvolvimento e nas comunidades junto às quais atuam, como ocorre em alguns setores de infra-estrutura. Além disso, alguns investidores consideram cada vez mais os assuntos relacionados com as partes interessadas em suas decisões de investimento e avaliam os riscos potenciais de litígio ligados às mesmas. Logo, é importante que a entidade coordenadora ou proprietária e as estatais reconheçam o impacto que uma política ativa de relacionamento com as partes interessadas pode ter sobre seus objetivos estratégicos de longo-prazo e sua reputação. Devem, portanto, desenvolver e adequadamente divulgar políticas transparentes de relacionamento com as partes interessadas.

Porém, o governo não deve utilizar as estatais para objetivos futuros que difiram dos aplicáveis ao setor privado, a não ser que compensados de alguma forma. Quaisquer direitos específicos concedidos às partes interessadas ou influências nos processos de tomadas de decisão devem ser explicitados. A assembléia de acionistas e o conselho de administração devem manter o poder de decisão sobre qualquer direito concedido pela lei às partes interessadas ou obrigações especiais que tenham que ser cumpridos pela estatal a esse respeito.

A. Governos, a entidade coordenadora ou proprietária e as próprias estatais devem reconhecer e respeitar os direitos das partes interessadas, estabelecidos pela lei ou por meio de acordos mútuos, e se referir aos Princípios de Governança Corporativa da OCDE quanto a esse aspecto.

Como um acionista dominante, o Estado pode controlar a tomada de decisões das empresas e estar em posição de decidir em detrimento de grupos de interesse. Por isso, é importante estabelecer mecanismos e procedimentos para proteger os direitos das partes interessadas. A entidade coordenadora ou proprietária deve ter uma política clara a esse respeito. As estatais devem respeitar totalmente os direitos das partes interessadas, conforme estabelecido pela lei,

regulamentações ou acordos mútuos. Elas devem agir da mesma forma que as empresas de capital aberto do setor privado, e referir-se aos Princípios de Governança Corporativa da OCDE no que diz respeito às relações com as partes interessadas.

A implementação dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE implica reconhecimento total da contribuição de várias partes interessadas e encoraja uma cooperação ativa e voltada para a prosperidade. Com essa finalidade, as estatais devem assegurar que as partes interessadas tenham acesso a informações relevantes, suficientes e confiáveis, de forma oportuna e regular, para que possam exercer seus direitos. As partes interessadas devem ter acesso a reparações legais caso seus direitos sejam violados. Os empregados devem ser também capazes de comunicar livremente ao conselho suas preocupações sobre práticas ilegais e não-éticas e seus direitos não devem ser comprometidos ao assim fazê-lo.

Devem ser desenvolvidos mecanismos de aprimoramento de desempenho para participação de empregados, quando considerados relevantes no que diz respeito à importância das relações das partes interessadas para algumas estatais. Porém, ao decidir sobre a relevância e o desenvolvimento desejado de tais mecanismos, o Estado deve considerar cuidadosamente as dificuldades inerentes em transformar direitos de legado em mecanismos de aprimoramento de desempenho efetivos.

B. Estatais grandes ou de capital aberto, bem como estatais que visam a importantes objetivos de políticas públicas, devem relatar sobre relações com as partes interessadas.

A boa prática cada vez mais requer que empresas de capital aberto relatem questões sobre as partes interessadas. Ao fazê-lo, as estatais demonstrarão sua disposição de operar de forma mais transparente, assim como seu compromisso de cooperação com as partes interessadas. Por sua vez, isso irá fortalecer a confiança e melhorar sua reputação. Conseqüentemente, as estatais grandes ou de capital aberto devem comunicar aos investidores, partes interessadas e ao público em geral sobre suas políticas para com as partes interessadas e fornecer informações sobre sua implementação efetiva. Esse deve ser o caso, também, para qualquer estatal que tenha objetivos importantes de políticas públicas ou dívidas para serviços de utilidade pública, com o cuidado devido aos custos envolvidos com relação ao seu tamanho. Os relatórios sobre as relações com as partes interessadas devem incluir informações sobre políticas sociais e ambientais sempre que as estatais tiverem objetivos específicos relacionados a esse tema. Para essa finalidade, elas podem se referir às melhores práticas e

seguir diretrizes de prestação de informações sobre responsabilidade ambiental e social, desenvolvidas nos últimos anos.

Também é aconselhável que as estatais tenham um exame independente de seus relatórios, de forma a fortalecer sua credibilidade.

A entidade coordenadora ou proprietária pode fortalecer a transparência sobre questões que envolvam as partes interessadas tendo tanto uma política clara quanto possivelmente desenvolvendo mecanismos agregados relativos à prestação de informações para o público em geral.

C. O conselho das estatais deve ser requisitado a desenvolver, implementar e comunicar programas de conformidade a códigos de ética internos. Esses códigos de ética devem estar baseados nas normas do país, em conformidade com os compromissos internacionais, e se aplicar à empresa e a suas subsidiárias.

Os Princípios de Governança Corporativa da OCDE recomendam que os conselhos apliquem altos padrões de ética. Isso é do interesse de qualquer empresa no longo-prazo, como forma de torná-la crível e confiável quanto a suas operações diárias e com respeito aos seus compromissos de longo-prazo. No caso das estatais, podem existir mais pressões para se desviar de altos padrões éticos, dada a interação de negócios com questões políticas ou políticas públicas. Além disso, como as estatais podem ter um papel importante na determinação dos negócios do país, também é importante que mantenham padrões éticos elevados.

As estatais e seus executivos devem ter uma conduta pautada por elevados padrões éticos. As estatais devem desenvolver códigos de ética internos, comprometendo-se a cumprir as normas do país, e em conformidade com códigos de comportamento mais abrangentes. Isso deve incluir o compromisso de cumprir as *Diretrizes para Empresas Multinacionais da OCDE*, que têm sido adotadas por todos os países da OCDE, e que refletem todos os quatro princípios contidos na *Declaração sobre Princípios Fundamentais e Direitos do Trabalho da OIT* e na *Convenção Anti-Suborno da OCDE*. Esse código de ética deve ser aplicável às estatais como um todo e a suas subsidiárias.

O código de ética deve dar orientação clara e detalhada à conduta esperada por parte de todos os empregados, e programas de aquiescência devem ser estabelecidos. É considerada uma boa prática esses códigos serem desenvolvidos de maneira participativa de forma a envolver todos os empregados e partes interessadas. Esses códigos devem também ser totalmente apoiados pelos conselhos e pela alta administração.

O código de ética deve incluir orientações sobre processos de compras, assim como desenvolver mecanismos específicos que protejam e encorajem as partes interessadas, particularmente empregados, a relatar condutas ilegais e não-éticas de dirigentes. A esse respeito, as entidades proprietárias devem assegurar que as estatais sob sua responsabilidade efetivamente instalem formas seguras para reclamações de empregados, tanto pessoalmente quanto por meio de seus órgãos de representação, ou para outros fora da empresa. Os conselhos das estatais devem conceder aos funcionários ou a seus representantes um acesso direto confidencial a um membro independente do conselho ou a um ouvidor dentro da empresa. O código de ética deve também dispor sobre medidas disciplinares, se for descoberto que as alegações não têm mérito e tenham sido feitas de má fé, de natureza frívola ou vexatória.

3 Definição do Instituto de Auditores Internos (<http://www.theiia.org>).

OBSERVAÇÕES SOBRE O CAPÍTULO V: TRANSPARÊNCIA E DIVULGAÇÃO

Empresas de propriedade estatal devem observar altos padrões de transparência em conformidade com os Princípios de Governança Corporativa da OCDE.

A. A entidade coordenadora ou proprietária deve desenvolver um relatório consistente e agregado das empresas de propriedade estatal, e publicar anualmente um relatório agregado sobre as estatais.

Entidades coordenadoras ou de propriedade centralizada devem desenvolver relatórios agregados que abranjam todas as estatais, e torná-los uma ferramenta-chave de divulgação direcionada ao público em geral, ao Congresso e à mídia. Esse relatório deve ser desenvolvido de forma a permitir aos leitores obter uma visão clara do desempenho geral e evolutivo das estatais. Além disso, o relatório agregado é também crucial para a entidade coordenadora ou

proprietária aprofundar sua compreensão sobre o desempenho da estatal e esclarecer sua própria política.

O relatório agregado deve originar um relatório anual publicado pelo Estado. Esse relatório agregado deve focar principalmente o desempenho financeiro e a valorização das estatais. Ele deve pelo menos fornecer uma indicação do valor total do conjunto de empresas de propriedade do Estado. Ele deve também incluir uma declaração geral sobre a política de propriedade do Estado e informações sobre essa política tem sido implementada. Informações sobre a organização da função de propriedade também devem ser fornecidas, bem como uma visão geral sobre a evolução das estatais, informações financeiras agregadas e relatórios sobre mudanças nos conselhos das estatais. O relatório agregado deve fornecer os principais indicadores financeiros, incluindo giro total, lucros, fluxo de caixa das atividades de operação, investimento bruto, retorno sobre o patrimônio, relação patrimônio sobre ativos e dividendos. Deve também divulgar informações sobre os métodos utilizados para agregar os dados. O relatório agregado pode também incluir relatórios individuais sobre as estatais mais significativas. É importante enfatizar que o relatório agregado não deve somente duplicar, mas complementar as exigências de relatórios existentes tais como, por exemplo, os relatórios anuais encaminhados ao Congresso. Algumas entidades proprietárias podem pretender publicar relatórios agregados apenas “parciais”, i.e., que abranjam as estatais ativas em setores comparáveis. Finalmente, a publicação de relatórios agregados semestrais irá continuamente aumentar a transparência da propriedade estatal.

Em alguns países mostrou-se útil à entidade coordenadora ou proprietária desenvolver uma página da *web*, que permita ao público em geral acesso fácil às informações. Tais páginas da *web* podem fornecer informações tanto sobre a organização da função de propriedade e as políticas gerais de propriedade, quanto sobre informações a respeito do tamanho, evolução, desempenho e valor do setor estatal.

B. As estatais devem desenvolver procedimentos eficientes de auditoria interna e estabelecer uma auditoria interna que seja monitorada e que se reporte diretamente ao conselho e ao comitê auditor ou órgão equivalente da empresa.

Como em grandes empresas privadas de capital aberto, é necessário que as grandes estatais instalem um sistema de auditoria interna. “Auditoria interna é uma atividade de segurança e

consultoria independente e objetiva desenvolvida com o objetivo de agregar valor e aprimorar as operações em uma organização. Ela ajuda uma organização a alcançar seus objetivos ao usar uma abordagem disciplinada e sistemática para avaliar e aprimorar a efetividade dos processos de gerenciamento de risco, controle e governança” 3. Auditores internos são importantes para assegurar um processo de divulgação sólido e eficiente, e controles internos próprios no sentido geral. Eles devem definir procedimentos para coletar, compilar e apresentar informações suficientemente detalhadas. Eles também devem assegurar que os procedimentos da empresa sejam implementados adequadamente, e ser capazes de garantir a qualidade das informações divulgadas pela empresa.

Para aumentar sua independência e autoridade, os auditores internos devem trabalhar em nome de e enviar relatórios diretamente ao conselho e a seu comitê de auditoria, em sistemas de um nível, ao conselho supervisor, em sistemas de dois níveis, ou aos conselhos auditores quando esses existirem. Auditores internos devem ter acesso irrestrito à diretoria e aos membros do conselho e do comitê de auditoria. Seu relato é importante para a capacidade de o conselho avaliar as operações e desempenho da empresa. As consultas entre auditores externos e internos devem ser encorajadas. Finalmente, também é recomendado como boa prática que um relatório de controle interno seja incluído nos relatórios financeiros, descrevendo a estrutura de controle interno e procedimentos para relatórios financeiros.

C. As estatais, especialmente as grandes, devem estar sujeitas a uma auditoria externa anual independente baseada em padrões internacionais. A existência de procedimentos específicos de controle estatal não substitui uma auditoria externa independente.

As estatais não são necessariamente requisitadas a serem auditadas por auditores externos independentes. Isso porque os sistemas específicos de auditoria e controle estatal são algumas vezes considerados suficientes para garantir a qualidade e a abrangência das informações contábeis. Esses controles financeiros são executados tipicamente por entidades auditoras estatais ou órgãos especializados [a exemplo, no Brasil, do Tribunal de Contas da União e da Controladoria Geral da União], os quais podem inspecionar tanto as estatais quanto as entidades coordenadoras ou proprietárias. Em muitos casos, também participam das reuniões dos conselhos, e freqüentemente se reportam diretamente ao Congresso sobre o desempenho das estatais. Porém, esses controles específicos são designados para monitorar a utilização de

fundos públicos e recursos orçamentários, mais do que as operações das estatais como um todo.

Para reforçar a confiança nessas informações fornecidas, o Estado deve exigir que, além das auditorias especiais do Estado, pelo menos todas as grandes estatais estejam sujeitas às auditorias externas que são realizadas em conformidade com padrões internacionais. Devem ser desenvolvidos procedimentos adequados para a seleção de auditores externos e é crucial que esses sejam independentes da administração ou de grandes acionistas, em outras palavras, do Estado, no caso das estatais. Além disso, auditores externos devem estar sujeitos ao mesmo critério de independência que aquele aplicado a empresas do setor privado. Isso geralmente inclui limites para realizar consultorias ou outros serviços diversos de seu foco às estatais auditadas, assim como uma rotatividade periódica de auditores ou empresas de auditoria.

D. As estatais devem estar sujeitas aos mesmos padrões contábeis e de auditoria de alta qualidade que as empresas de capital aberto. Grandes estatais ou estatais de capital aberto devem divulgar informações financeiras e não-financeiras de acordo com os reconhecidos padrões internacionais de alto nível.

No interesse do público em geral, as estatais devem ser tão transparentes quanto as empresas com ações negociadas nas bolsas de valores. Qualquer que seja seu *status* legal, e ainda que não estejam abertas à negociação nas bolsas de valores, todas as estatais devem produzir seus relatórios de acordo com as melhores práticas contábeis e padrões de auditoria.

Todas as estatais devem divulgar informações financeiras e não-financeiras, e as grandes e de capital aberto devem fazê-lo de acordo com os reconhecidos padrões internacionais. Isso implica que os membros do conselho da estatal assinem relatórios financeiros, e que os diretores executivos e os financeiros certifiquem-se de que esses relatórios, em todos os aspectos materiais, respeitam de forma apropriada e justa as condições operacionais e financeiras da estatal.

Uma análise de custo-benefício deve ser executada para determinar as estatais que devem ser submetidas a um padrão de alta qualidade reconhecido internacionalmente. Essa análise deve considerar que essas exigências de divulgação servem também como incentivo e instrumento para que o conselho e a administração desempenhem seus deveres de forma profissional. As

estatais menores que um determinado tamanho podem ser excluídas dessa obrigação, exceto se tiverem objetivos de políticas públicas importantes. Tais exceções somente podem ser decididas sob uma base pragmática, e irão variar entre países, setores industriais e tamanho de cada Estado.

Um alto nível de divulgação também é valioso para as estatais que têm objetivos políticos públicos importantes. É particularmente importante quando esses objetivos têm impactos significativos no orçamento do Estado, nos riscos que o Estado assume, ou quando esses objetivos têm um impacto social global mais abrangente. Na União Européia, por exemplo, as empresas que têm direito a subsídios do Estado por executarem serviços de interesse geral necessitam manter contas separadas para essas atividades.

E. As estatais devem divulgar material informativo sobre todas as questões descritas nos Princípios de Governança Corporativa da OCDE e, além disso, focar as áreas de interesse significativo para o Estado na qualidade de proprietário e para o público em geral.

Os princípios de Governança Corporativa da OCDE descrevem quais devem ser os principais elementos de divulgação para uma empresa pública. As estatais devem ao menos cumprir com essas exigências, incluindo resultados financeiros e operacionais, políticas de remuneração, transações com partes relacionadas, estruturas e políticas de governança. As estatais devem divulgar se seguem algum código de governança corporativa e, caso positivo, indicá-lo. Com relação à remuneração dos membros do conselho e executivos-chave, é visto como boa prática fazê-la em bases individuais. As informações devem incluir provisões de rescisão e de pensão, assim como qualquer facilidade específica ou remuneração em espécie fornecida aos membros do conselho. As estatais devem ser especialmente vigilantes e aumentar a transparência nas áreas listadas a seguir.

Exemplos de tais informações incluem:

1. Uma declaração clara ao público sobre os objetivos da empresa e suas realizações;

É importante que cada estatal tenha clareza sobre seus objetivos gerais. Sem levar em consideração o sistema existente de monitoração de desempenho, um grupo limitado de

objetivos gerais deve ser identificado juntamente com informações sobre como a empresa está lidando com as escolhas entre os objetivos que podem estar em conflito.

Quando o Estado é o acionista majoritário ou efetivamente controla a estatal, os objetivos da empresa devem estar claros a todos os outros investidores, ao mercado e ao público em geral. Tais obrigações de divulgação encorajarão os empregados públicos a esclarecer os objetivos a si mesmos, e podem também aumentar o compromisso da administração com a busca desses objetivos. Fornecerão um ponto de referência a todos os acionistas, ao mercado e ao público em geral para considerar a estratégia adotada e as decisões tomadas pela administração.

As estatais devem relatar como alcançaram seus objetivos, divulgando indicadores-chave de desempenho. Quando a estatal também é utilizada para objetivos de política pública, tais como dívidas para serviços de utilidade pública, também deve relatar como esses foram alcançados.

2. A estrutura de votação e de propriedade da empresa;

É importante que as estruturas de propriedade e de votação das estatais sejam transparentes, de forma que os acionistas tenham uma compreensão clara do fluxo de caixa de suas ações e de seus direitos de voto. Também deve ficar claro quem retém a propriedade legal das ações do Estado e onde a responsabilidade em exercer os direitos de propriedade do Estado está localizada. Quaisquer direitos especiais ou acordos que possam alterar a estrutura de propriedade ou de controle da estatal, tais como ações de preferência de classe especial e poder de veto, devem ser divulgadas.

3. Quaisquer fatores de riscos materiais e medidas tomadas para administrar tais riscos;

Grandes dificuldades surgem quando as estatais empreendem estratégias ambiciosas sem claramente identificar, avaliar ou relatar especificamente sobre os riscos relacionados. A divulgação de fatores de risco materiais é particularmente importante quando as estatais operam em indústrias novas, desregulamentadas, e progressivamente internacionalizadas, onde enfrentam uma série de novos riscos, tais como riscos políticos, operacionais ou cambiais. Sem o relato adequado de fatores de risco materiais, as estatais podem fornecer um

falso relato de sua situação financeira e desempenho geral. Isso pode, por sua vez, levar a decisões estratégicas inapropriadas e perdas financeiras inesperadas.

A divulgação apropriada pelas estatais sobre a natureza e extensão do risco incorrido em suas operações exige o estabelecimento de sólidos sistemas de administração de risco interno, para identificar, gerenciar, controlar e relatar os riscos. As estatais devem relatar em conformidade com padrões atuais e em evolução e divulgar todos os ativos e passivos não incluídos no balanço patrimonial (*off-balance-sheet*). Quando apropriado, tal relatório pode abranger as estratégias de gerenciamento de risco, assim como os sistemas adequados para implementá-las. As empresas extrativistas devem divulgar suas reservas de acordo com as melhores práticas a esse respeito, já que isso pode ser um elemento-chave de seu valor e perfil de risco.

Parcerias público-privadas também devem ser adequadamente divulgadas. Tais iniciativas são frequentemente caracterizadas por transferência de riscos, recursos e recompensas entre parceiros públicos e privados para a provisão de serviços públicos ou infra-estrutura pública e podem conseqüentemente induzir a riscos materiais novos e específicos.

4. Qualquer assistência financeira, incluindo garantias, recebidas do Estado e compromissos assumidos em nome da estatal;

Para ter uma imagem justa e completa da situação financeira de uma estatal é necessário que obrigações mútuas, assistência financeira ou mecanismos de compartilhamento de risco entre o Estado e as estatais sejam apropriadamente divulgados. A divulgação deve incluir detalhes sobre qualquer concessão do Estado ou subsídio recebido pela estatal, qualquer garantia concedida pelo Estado à estatal para suas operações, bem como qualquer compromisso que o Estado tenha assumido em nome da estatal. A divulgação de garantias pode ser feita pela própria estatal ou pelo Estado. É considerada boa prática que os Congressos monitorem garantias do Estado de forma a respeitar os procedimentos orçamentários.

5. Quaisquer transações materiais com entidades relacionadas.

Transações entre as estatais e entidades relacionadas, tais como investimento patrimonial de uma estatal em outra, podem ser fonte de abuso potencial e devem ser divulgadas. Os

relatórios sobre transações com entidades relacionadas devem fornecer todas as informações que sejam necessárias para avaliar a honestidade e propriedade dessas transações.

OBSERVAÇÕES SOBRE O CAPÍTULO VI: AS RESPONSABILIDADES DOS CONSELHOS DAS EMPRESAS DE PROPRIEDADE ESTATAL

Os conselhos das empresas de propriedade estatal devem ter a autoridade, competências e objetividade necessárias para realização de suas funções de condução estratégica e monitoramento da administração. Devem agir com integridade e ser responsáveis por suas ações.

Em inúmeros países, os conselhos das estatais tendem a ser muito grandes, carecem de perspectivas de negócios e julgamento independente. Eles podem também incluir um número excessivo de membros da administração pública. Além disso, podem não ser responsabilizados pela ampla gama de obrigações do conselho, e podem por isso ser rejeitados pela alta administração e pelas próprias entidades proprietárias. Por sua vez, sua função pode ser também duplicada por órgãos de regulação do Estado específicos em algumas áreas.

Ampliar o poder e melhorar a qualidade dos conselhos das estatais são passos fundamentais no aprimoramento da governança corporativa das estatais. É importante que as estatais tenham conselhos fortes que possam agir no interesse da empresa e efetivamente monitorar a administração, sem interferências políticas indevidas. Para essa finalidade será necessário assegurar a competência do conselho das estatais, aumentar sua independência e aperfeiçoar a forma como funcionam. É também necessário permitir que tenham responsabilidades claras e plenas por suas funções e assegurar que ajam com integridade.

A. Os membros dos conselhos das estatais devem ter mandatos claramente definidos e a responsabilidade principal pelo desempenho da empresa. O conselho deve ser totalmente responsável pela prestação de contas aos proprietários, agir no melhor interesse da empresa, e tratar todos os acionistas de forma eqüitativa.

Os conselhos das estatais devem, em princípio, ter as mesmas responsabilidades e obrigações como estipulado na legislação empresarial. Porém, na prática, essas obrigações podem ser reduzidas, especialmente para aqueles membros do conselho nomeados pelo Estado.

As responsabilidades dos conselhos das estatais devem ser articuladas em legislação relevante, regulamentações, políticas de propriedade governamentais e estatutos sociais. É essencial, e deve ser enfatizado, que todos os membros do conselho tenham a obrigação legal de agir no melhor interesse da empresa e tratar todos os acionistas equitativamente. As obrigações coletivas e individuais dos membros do conselho devem ser claramente declaradas. Não deve existir nenhuma diferença entre as obrigações de diferentes membros do conselho, sejam eles nomeados pelo Estado ou por outros acionistas ou partes interessadas. Pode ser necessário um treinamento que permita informar aos membros dos conselhos das estatais sobre suas responsabilidades e obrigações.

Para encorajar a responsabilidade do conselho e para que funcionem efetivamente, as melhores práticas utilizadas pelo setor privado devem ser seguidas, e os conselhos limitados quanto ao número de membros. A experiência indica que conselhos menores permitem discussões estratégicas reais e são menos propensos a se tornarem entidades dependentes.

Para enfatizar as responsabilidades do conselho, um relatório do conselho de administração deve ser apresentado juntamente com o Relatório anual e submetido aos auditores externos. O relatório do Conselho deve fornecer informações e comentários sobre a organização, desempenho financeiro, fatores de risco material, eventos significativos, relações com as partes interessadas e os efeitos das diretrizes da entidade coordenadora ou proprietária.

B. Os conselhos das estatais devem cumprir suas funções de monitoramento da administração e condução estratégica, sujeitos aos objetivos determinados pelo governo e pela entidade proprietária. Devem ter o poder de nomear e remover o presidente-executivo da empresa.

Em muitas situações não é concedido aos conselhos das estatais a plena responsabilidade e autoridade necessárias ao direcionamento estratégico, monitoramento da administração e controle sobre a divulgação de informações. Os conselhos das estatais podem ver seus papéis e responsabilidades usurpados por dois lados: pelas entidades proprietárias e pela administração. A entidade coordenadora ou proprietária, quando não o próprio governo, pode

ser tentada a se envolver demais em assuntos estratégicos, apesar de ser sua responsabilidade definir os objetivos gerais da empresa, particularmente porque a diferença entre a definição de objetivos e a formulação de estratégias pode ser bastante confusa. Os conselhos das estatais podem também encontrar dificuldades em monitorar a administração, já que nem sempre têm a legitimidade ou mesmo autoridade para fazê-lo. Além do mais, em alguns países, há uma ligação forte entre a administração e a função de propriedade, ou diretamente com o governo. A alta administração tende a relatar à entidade proprietária ou ao governo diretamente e, dessa forma, passar por cima da autoridade do conselho.

Para cumprir seu papel, os conselhos das estatais devem ativamente (i) formular, monitorar e rever as estratégias corporativas, de acordo com a estrutura de objetivos corporativos gerais; (ii) estabelecer indicadores apropriados de desempenho e identificar riscos-chave; (iii) monitorar os processos de divulgação e de comunicação, assegurando que os relatórios financeiros apresentem honestamente os negócios das estatais e reflitam os riscos incorridos; (iv) avaliar e acompanhar o desempenho da administração; (v) desenvolver planos de sucessão eficazes para executivos-chave.

Uma função-chave dos conselhos das estatais deve ser a nomeação e demissão de diretores-executivos. Sem essa autoridade é difícil para os conselhos das estatais exercerem totalmente sua função de monitoramento e se sentirem responsáveis pelo desempenho das estatais. Em alguns casos, isso pode ser feito em cooperação ou via consulta à entidade proprietária. Em alguns países, um proprietário pleno pode diretamente nomear um presidente-executivo e essa possibilidade se estende às estatais. Isso pode ocorrer quando o Estado é um proprietário dominante na estatal à qual são designados serviços públicos importantes. Para assegurar que a integridade do conselho seja mantida, a boa prática requer consultas ao conselho. Apesar dos procedimentos, as nomeações devem ser baseadas em critérios profissionais. Regras e procedimentos para nomear e indicar o presidente-executivo devem ser transparentes e respeitar a linha de responsabilidade entre o presidente-executivo, o conselho e a entidade proprietária. Qualquer acordo de acionista com respeito à nomeação do presidente-executivo deve ser divulgado.

Devido às suas obrigações de avaliar e acompanhar o desempenho administrativo, os conselhos das estatais devem ter também influência decisiva sobre a remuneração do

presidente-executivo. Eles devem assegurar que a remuneração do presidente-executivo seja amarrada ao desempenho e divulgada oportunamente.

C. Os conselhos das estatais devem ser constituídos de forma que possam exercer julgamentos objetivos e independentes. A boa prática exige que o Presidente do Conselho seja diferente do presidente-executivo da empresa.

Um pré-requisito para ampliar o poder dos conselhos de estatais é estruturá-los para que possam eficientemente exercer julgamentos objetivos e independentes, estar em posição de monitorar a alta administração e tomar decisões estratégicas. Como enfatizado nos Princípios, *“Para exercitar seus deveres de monitorar o desempenho da administração, prevenir conflitos de interesses e equilibrar demandas conflitantes na empresa, é essencial que o conselho esteja apto a exercitar um julgamento objetivo”*. Todos os membros do conselho devem ser nomeados através de um processo transparente, e deve estar claro que é seu dever agir no melhor interesse da empresa como um todo. Não devem agir como representantes individuais dos eleitorados que os indicaram. Os conselhos das estatais devem também estar protegidos de interferência política direta indevida que possa diminuir seu foco em atingir os objetivos acordados com o governo e com a entidade proprietária.

Um requisito central para aprimorar a objetividade dos conselhos das estatais é nomear um número suficiente de membros do conselho não-executivo que sejam capazes de um julgamento independente. Esses membros do conselho devem ter competência relevante e experiência, e é aconselhável que sejam recrutados do setor privado. Isso ajudará a formar conselhos mais orientados aos negócios, particularmente para estatais que operam em mercados competitivos. Sua especialização pode também incluir qualificações relacionadas às obrigações específicas das estatais e objetivos de políticas. Em alguns países, a diversidade na composição dos conselhos também é uma questão importante e isso inclui a consideração de gênero. Todos os membros devem divulgar qualquer conflito de interesse que vá contra o conselho, e devem decidir como esses conflitos serão administrados.

Devem ser desenvolvidos mecanismos para avaliar e manter a eficiência do desempenho do conselho e sua independência. Esses incluem, por exemplo, limites ao número possível de reconduções e aos recursos disponíveis ao conselho para terem acesso a informações independentes ou a recursos para contratar análises de especialistas independentes.

Para aprimorar a independência do conselho, os Princípios de Governança Corporativa da OCDE consideram também uma boa prática que o Presidente do Conselho seja diferente do presidente-executivo em conselhos de estrutura única. A separação entre o Presidente do Conselho e o presidente-executivo ajuda a *“alcançar um equilíbrio de poder apropriado, aumentando a responsabilidade de prestação de contas, e aprimorando a capacidade de o conselho tomar decisões independentes da administração”*. Uma definição clara e adequada das funções do conselho e de seu presidente previne situações onde a separação pode dar margem a oposições ineficientes entre dois chefes da empresa. No caso do sistema de dois níveis, é também considerada boa prática que o dirigente do conselho administrativo (conselho de administração) não se torne o presidente do conselho supervisor no momento de sua aposentadoria.

A separação entre a Presidência do Conselho e a presidência-executiva é especialmente importante nas estatais, onde é usualmente considerado necessário fortalecer a independência do conselho em relação à administração. A Presidência do Conselho tem um papel-chave em direcionar esse órgão, assegurando sua eficiência e encorajando o envolvimento ativo de membros individuais do conselho na condução estratégica das estatais. Quando o Presidente do Conselho e o presidente-executivo são diferentes, o Presidente do Conselho deve ter também o papel de acordar com a entidade proprietária sobre as especializações e experiência que o conselho deve possuir para seu funcionamento eficaz. A separação entre o Presidente do Conselho e o presidente-executivo deve, portanto, ser considerada um passo fundamental em estabelecer conselhos de estatais eficientes.

D. Se uma representação de empregados no conselho for estabelecida, devem ser desenvolvidos mecanismos para garantir que essa representação seja exercida efetivamente e contribua para o aprimoramento das competências, informações e independência do conselho. Quando uma representação de empregados nos conselhos das estatais é compulsória por lei ou por acordos coletivos, deve ser estruturada de forma a contribuir para a independência, competência e informação dos conselhos das estatais. Os empregados representantes devem ter as mesmas obrigações e responsabilidades que todos os outros membros do conselho, e devem agir no melhor interesse da empresa e tratar todos os acionistas equitativamente. As representações de empregados nos conselhos das estatais não devem, por isso, ser consideradas uma ameaça à independência do conselho.

Devem ser estabelecidos procedimentos para facilitar o profissionalismo e a independência verdadeira dos membros do conselho que são empregados, e para assegurar que eles respeitem seu dever de sigilo. Esses procedimentos devem incluir procedimentos eletivos democráticos, adequados e transparentes, treinamentos e procedimentos claros para gerenciar conflitos de interesse. Uma contribuição positiva para o trabalho do conselho demandará também a aceitação e colaboração por parte de outros membros do conselho, bem como da administração da estatal.

E. Quando necessário, os conselhos das estatais devem formar um comitê especializado para apoiar o conselho no desempenho de suas funções, particularmente no que se refere a auditorias, administração do risco e remuneração.

A utilização de comitês especializados nas estatais tem aumentado, em linha com as práticas do setor privado. Os tipos de comitês especiais que os conselhos utilizam podem variar entre empresas e indústrias, e incluem: comitês de auditoria, comitês de remuneração, comitês estratégicos, comitês de ética, e em alguns casos, comitês de risco e de aquisição. Em alguns países, um órgão equivalente ao comitê de auditoria desempenha uma função similar.

A instalação de comitês especializados no conselho pode ser crucial para reforçar a competência dos conselhos das estatais e servir de base para sua responsabilidade crítica em assuntos como administração de risco e auditoria. Eles também podem ser eficientes em mudar a cultura do conselho e reforçar sua independência e legitimidade em áreas onde existam potenciais conflitos de interesse, tais como as áreas de aquisições, transações com partes relacionadas e questões de remuneração.

Quando os comitês dos conselhos não forem compulsórios por lei, a entidade coordenadora ou proprietária deve desenvolver uma política para definir em quais casos um comitê especializado de conselho deve ser considerado. Essa política deve ser baseada em uma combinação de critérios, incluindo o tamanho da estatal e riscos específicos enfrentados, ou competências que devam ser reforçadas dentro dos conselhos das estatais. Deve ser exigido às grandes estatais ter um comitê de auditoria ou órgão equivalente com poderes para debater com qualquer executivo da empresa.

É essencial que os comitês especializados dos conselhos sejam presididos por um membro não-executivo e incluam um número suficiente de membros independentes. A proporção de membros independentes, assim como o tipo de independência exigida (por exemplo, da gerência ou do proprietário principal), dependerá do tipo de comitê, sua sensibilidade quanto a gerar conflitos de interesse, e do setor de atuação da estatal. O comitê de auditoria, por exemplo, deve ser composto apenas por membros independentes e especializados em assuntos financeiros.

A existência de comitês especializados dos conselhos não deve isentar o conselho de sua responsabilidade coletiva sobre todos os assuntos. Os comitês devem possuir termos de referências escritos que definam seus deveres, autoridade e composição. Os comitês especializados dos conselhos devem relatar ao conselho completo, e as atas de suas reuniões devem circular por todos os membros do conselho.

Os conselhos das estatais podem também estabelecer um comitê de indicação para cooperar com a entidade proprietária nos processos de nomeação. Em alguns países, é de praxe que comitês de indicação sejam instalados fora da estrutura do conselho, especialmente incluindo vários grupos de proprietários principais. Independentemente de quem estabeleça o comitê de nomeação, é importante envolver o conselho na reflexão de sua própria composição e planejamento de sucessão, através de sua participação no processo de busca e sua habilidade em fazer recomendações. Isso pode contribuir para tornar o processo de nomeação focado em competência.

F. Os conselhos das estatais devem executar uma avaliação anual para avaliar seu desempenho.

Um processo sistemático de avaliação é uma ferramenta necessária para aprimorar o profissionalismo no conselho das estatais, já que enfatiza as responsabilidades do conselho e os deveres de seus membros. É também fundamental para identificar as competências necessárias e os perfis dos membros do conselho. Finalmente, é um incentivo útil para que os membros individuais do conselho devam tempo e esforço suficientes para com seus deveres como membros do conselho.

Essa avaliação deve examinar detalhadamente tanto o desempenho geral do conselho como também incluir a eficiência e contribuição de membros individuais do conselho. Porém, a avaliação de membros individuais não deve inibir o coleguismo esperado e necessário do trabalho do conselho colegiado.

As avaliações do conselho devem ser realizadas sob a responsabilidade de seu presidente e de acordo com as melhores práticas. A avaliação do conselho deve fornecer informações para a revisão de questões tais como o tamanho do conselho e a remuneração de seus membros. Essas avaliações também podem ser cruciais para dar início a programas de treinamento para membros dos conselhos de estatais novas e também das já existentes. Ao realizar as avaliações, os conselhos das estatais devem buscar orientação de especialistas externos e independentes, bem como de entidades proprietárias.

ANEXO E – Melhores Práticas de Governança Corporativa de acordo com o Conselho Mundial de Cooperativas de Crédito - (World Council of Credit Unions – WOCCU)
Fonte - WOCCU (2014).

1 - GOVERNANÇA EXTERNA

Transparência

- O conselho deve comprometer-se a manter a comunicação honesta de suas atividades com os associados, órgãos reguladores e ao público em geral observando o espírito da plena divulgação;
- As demonstrações financeiras, devem estar em conformidade com princípios contábeis geralmente aceitos e aos princípios e normas locais, além de dever estar disponibilizado aos associados e ao público.

Observância

- Ao conselho é esperado cumprir, na íntegra, com o espírito da regulamentação, a cooperarem plenamente com seu órgão regulador e para cumprir com as leis nacionais;
- O conselho deve garantir que a cooperativa de crédito atenda à cooperativa de crédito internacional quanto ao princípio de segurança e aos princípios de solidez, bem como, quaisquer outras normas pertinentes para as instituições financeiras;
- A cooperativa de crédito deve ser submetida à auditoria externa anual dentro de 90 dias após o final de cada ano fiscal;
- O relatório circunstanciado de auditoria externa deve ser examinado com frequência e seja proposta a mudança do auditor externo, pelo menos a cada 3 a 5 anos mediante um processo de licitação.

Responsabilização Pública

- O conselho de administração e a diretoria executiva devem estar constantemente consciente das responsabilidades perante as normas governamentais, incluindo, mas

não limitado aos reguladores, órgãos legislativos, os meios de comunicação, à comunidade e ao público.

2 - GOVERNANÇA INTERNA

Estrutura

- O conselho de administração deve ser composto por um número ímpar, não menos de cinco e não superior a nove;
- Deve-se considerar uma rotatividade dos membros do conselho de administração;
- Os associados em geral interessados em cumprir com as normas individuais de governança podem fazer se candidatar ao conselho de administração;
- O conselho de administração deve incentivar o diálogo com os associados por ocasião da assembleia geral anual;
- A assembleia geral anual dos associados deve promover adequadamente quorum necessário para assegurar participação dos membros suficientes.

Continuidade

- O conselho de administração deve criar estratégias para manter a competitividade e sustentabilidade da cooperativa de crédito;
- O conselho de administração deve criar planos de sucessão para os cargos de diretoria executiva de posse a assegurar a existência continuada da cooperativa de crédito;
- O conselho de administração deve aprovar um programa de gestão e plano de recuperação.

Equilíbrio

- A composição do conselho de administração deve ter como objetivo refletir adequadamente o grupo demográfico (área de atuação) de composição de seus associados e equilibrar as demandas de serviços financeiros dos cooperados, assegurando a participação geral de todos os membros;
- O conselho de administração deve procurar equilibrar a diversidade e experiência, mas todos da Administração deve cumprir com as normas de governança individual;

Responsabilidade

- O conselho de administração é formalmente responsável perante a assembleia geral de sócios, que é o órgão superior;
- As funções e responsabilidades do conselho, comitês e gestores devem estar estabelecidos claramente no Estatuto Social ou outras políticas;
- É dever do conselho de administração estabelecer orientação estratégica, aprovar as políticas e monitorar a implementação da gestão dessas políticas e realização de novas metas;
- É dever do conselho de administração preparar o plano e o orçamento, empreender operações, implementar as políticas aprovadas pelo conselho e alcançar as metas estabelecidas.

3 - GOVERNANÇA INDIVIDUAL

Integridade

- A cooperativa de crédito devem adotar um código padronizado de conduta explicando claramente o comportamento adequado;
- O conselho de administração, conselho fiscal, diretoria executiva ou gerentes não devem têm antecedentes criminais, recentes falências ou fundos penais;
- Membros da família imediata não deve fazer parte do conselho de administração, conselho fiscal, diretoria executiva ou gerentes ao mesmo tempo;
- Os membros do conselho de administração deve abster-se de participar de discussões e votar sobre assuntos dos quais eles ou sua família tem um potencial conflito de interest;
- O conselho de administração deve aprovar os empréstimos para os membros do conselho de administração, conselho fiscal ou da diretoria executiva. Todos os empréstimos devem ser feito dentro do parâmetros e políticas de crédito aprovados reportados em uma base regular para avaliação completa;

- Os membros do conselho de administração, conselho fiscal ou diretoria executiva que manter empréstimos de mais de três meses em atraso serão removidos de sua posição como membro.

Competência

- Todos os membros do conselho de administração, conselho fiscal e diretoria executiva, devem ter habilidade financeira básica, incluindo a capacidade de interpretar as demonstrações financeiras e normas, ou comprometer-se a aquisição destas habilidades através da educação ou formação dentro do primeiro ano de serviço;
- Os membros individuais do conselho de administração, conselho fiscal e diretoria executiva devem se especializar em habilidades financeiras ou comerciais e/ou uma perspectiva focada no respectivo cargo de conselheiro.

Compromisso

- O conselho de administração, conselho fiscal e diretoria executiva deve estar disposto e capaz de comprometer o tempo necessário para a cooperativa de crédito. Ocorrendo falta de participação nas reuniões pode resultar perda de mandato ou sua demissão;
- O conselho de administração, conselho fiscal e diretoria executiva deve respeitar as decisões do conselho de administração, aderindo a todas as políticas que têm sido adotadas, independentemente de opinião pessoal.

APÊNDICE A

Questionário para elaboração da Pesquisa Survey – auto-administrado e estruturado

Fonte - Adaptado de Silveira (2004) e Carvalhal-da-Silva e Leal (2007).

GESTÃO EXECUTIVA

1. Nome da cooperativa: _____
2. CNPJ: _____
3. Nome do respondente: _____
4. Cargo do respondente: _____
5. E-mail: _____
6. Nível de instrução do respondente:
 - a. Nível médio
 - b. Graduação
 - c. Pós-Graduação
7. No caso de graduação/Pós-Graduação em qual curso: _____
8. Sexo:
 - a. Masculino
 - b. Feminino
9. Idade do Respondente em anos:
 - a. 20-30
 - b. 31-40
 - c. 41-50
 - d. 51-60
 - e. Acima de 60
10. Em quantos mandatos está na diretoria executiva
 - a. 1º mandato
 - b. 2º mandato
 - c. 3º mandato
 - d. Mais de 3º mandato

RERPESENTATIVIDADE E PARTICIPAÇÃO

11. Idade da cooperativa em anos: _____
12. Quantidade de funcionários e estagiários: _____
13. Quantidade de cooperados: _____
14. Quantidade de PA: _____
15. Existe mecanismo de inclusão em pauta propostas de cooperados
 - a. Sim
 - b. Não
16. Quais os canais de comunicação com os cooperados (múltipla escolha):
 - a. Mural
 - b. Internet/Portal
 - c. Boletim/Jornal
 - d. Pré-assembleias
 - e. E-mail
 - f. Outros: _____
17. Existe programa de educação cooperativista
 - a. Sim

- b. Não
- 18. Quantos cooperados assinaram a lista de presença na última A.G.O.
 - a. 0,00%-10,00%
 - b. 10,01%-30,00%
 - c. 30,01%-40,00%
 - d. 40,01%-50,00%
 - e. Acima de 50,00%
- 19. A cooperativa realiza reunião com seus associados duas ou mais vezes durante o ano?
 - a. Sim
 - b. Não
- 20. Em alguma das três últimas eleições do conselho de administração ocorreu a candidatura de mais de uma chapa?
 - a. Sim
 - b. Não

DIREÇÃO ESTRATÉGICA

- 21. Quantidade de membros do conselho de administração: _____
- 22. Quantos diretores executivos atuam na cooperativa: _____
- 23. Tempo de dedicação da diretoria executiva:
 - a. Turno integral (aprox.40 h semanais)
 - b. entre 21 e 40 h semanais
 - c. entre 11 e 20 h semanais
 - d. entre 5 e 10 h semanais
 - e. Não há esse controle
- 24. Os benefícios/remuneração que recebo são adequados à minha responsabilidade e ao comprometimento do meu patrimônio pessoal?
 - a. Sim
 - b. Não
- 25. Os membros da diretoria executiva trabalham/funcionam como uma equipe?
 - a. Sim
 - b. Não
- 26. Os cargos de presidente do conselho de administração e do diretor-presidente são ocupados pela mesmo dirigente?
 - a. Sim
 - b. Não
- 27. Os membros do conselho de administração têm acesso irrestrito a todos os documentos, informações e registros da cooperativa?
 - a. Sim
 - b. Não
- 28. Existe pré-requisito para capacitação técnica dos membros do conselho de administração?
 - a. Sim
 - b. Não
- 29. Existe pré-requisito para capacitação técnica da diretoria executiva?
 - a. Sim
 - b. Não
- 30. Qual a possibilidade de você se desligar da diretoria executiva nos próximos seis meses?
 - a. Muito improvável

- b. Um pouco improvável
- c. Nem provável nem improvável
- d. Um pouco provável
- e. Muito provável

FISCALIZAÇÃO E CONTROLE

31. Quais as ferramentas contábeis utilizadas para o processo de tomada de decisão (múltipla escolha):
- a. Balanço patrimonial
 - b. Demonstração do resultado do exercício
 - c. Demonstração das mutações do patrimônio líquido
 - d. Demonstração do fluxo de caixa
 - e. Notas explicativas
 - f. Parecer de auditoria independente/parecer do conselho fiscal
 - g. Relatórios gerenciais
 - h. Outros:_____
32. O conselho de administração/diretoria executiva utiliza regularmente monitoramento de indicadores econômico-financeiro, taxas e prazos?
- a. Sim
 - b. Não
33. Qual a periodicidade de reunião do conselho administração?
- a. Semanal
 - b. Quinzenal
 - c. Mensal
 - d. Bimestral
 - e. Semestral
34. Qual a periodicidade de reunião da diretoria executiva?
- a. Semanal
 - b. Quinzenal
 - c. Mensal
 - d. Bimestral
 - e. Semestral
35. Qual a periodicidade de reunião da diretoria executiva, gerentes e funcionários?
- f. Semanal
 - g. Quinzenal
 - h. Mensal
 - i. Bimestral
 - j. Semestral
36. Qual a periodicidade de reunião do conselho fiscal?
- a. Semanal
 - b. Quinzenal
 - c. Mensal
 - d. Bimestral
 - e. Semestral
37. Existe cooperação entre os membros da diretoria executiva?
- a. Sim
 - b. Não
38. Existe pré-requisito para capacitação técnica para os membros do conselho fiscal?
- a. Sim

- b. Não
39. Qual a periodicidade de treinamento dos membros do conselho de administração?
- a. Quinzenal
 - b. Mensal
 - c. Bimestral
 - d. Semestral
 - e. Anual
40. Qual tema foi abordado no treinamento para membros do conselho de administração?
- a. Gestão Financeira
 - b. Planejamento e administração
 - c. Contabilidade
 - d. Controles internos
 - e. Liderança
 - f. Fiscalização e auditoria
 - g. Cooperativismo
 - h. Outro: _____
41. Qual a periodicidade de treinamento dos membros do conselho fiscal?
- a. Quinzenal
 - b. Mensal
 - c. Bimestral
 - d. Semestral
 - e. Anual
42. Qual tema foi abordado no treinamento para membros do conselho fiscal?
- a. Gestão Financeira
 - b. Planejamento e administração
 - c. Contabilidade
 - d. Controles internos
 - e. Liderança
 - f. Fiscalização e auditoria
 - g. Outro: _____
43. No caso de não haver treinamento para os membros do conselho de administração e/ou fiscal, qual o motivo?
- a. Falta de tempo por parte dos conselheiros
 - b. Os conselheiros já possuem conhecimento compatível com o exigido no cargo
 - c. Não existência de treinamento
 - d. Falta de recurso por parte da cooperativa
 - e. Outro: _____
44. Os membros do conselho fiscal tem acesso irrestrito a todos os documentos, informações e registros da cooperativa?
- a. Sim
 - b. Não
45. As demonstrações financeiras são disponibilizadas/divulgadas a todos os cooperados?
- a. Sim
 - b. Não
46. Em alguma das três últimas eleições do conselho fiscal ocorreu a candidatura de mais de uma chapa?
- a. Sim
 - b. Não
47. A remuneração da diretoria executiva é:
- a. Fixa

- b. Variável
 - c. Parte fixa e parte variável
 - d. Proporcional ao Resultado Líquido
 - e. Outro: _____
 - f. Não existe remuneração
48. Os diretores executivos prestam contas formalmente de suas atividades ao conselho de administração?
- a. Sim
 - b. Não
49. Qual a periodicidade de prestação de contas da diretoria executiva para o conselho de administração?
- a. Semanal
 - b. Quinzenal
 - c. Mensal
 - d. Bimestral
 - e. Semestral
 - f. Anual
50. Existe avaliação periódica dos membros do conselho de administração?
- a. Sim
 - b. Não
51. Existe avaliação periódica dos membros da diretoria executiva?
- a. Sim
 - b. Não
52. Existe avaliação periódica dos membros do conselho fiscal?
- a. Sim
 - b. Não
53. A remuneração do conselho fiscal em relação ao diretor-Presidente corresponde a:
- a. 0,00%-10,00%
 - b. 10,01%-30,00%
 - c. 30,01%-40,00%
 - d. 40,01%-50,00%
 - e. Acima de 50,00%
54. Na A.G.O. é efetuada a leitura do Parecer de Auditoria Externa e o Parecer do Conselho Fiscal:
- a. Sim
 - b. Não