

Luciana Pinto de Andrade

**Governança Corporativa
dos Bancos no Brasil**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
Programa de Pós-Graduação em
Administração de Empresas

Rio de Janeiro, junho de 2005

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.



Luciana Pinto de Andrade

Governança Corporativa dos Bancos no Brasil

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas do Departamento de Administração da PUC-Rio.

Orientador: Marcelo Cabús Klotzle

Rio de Janeiro
Junho de 2005



Luciana Pinto de Andrade

Governança Corporativa dos Bancos no Brasil

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração do Departamento de Administração do Centro de Ciências Sociais da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Marcelo Cabús Klotzle

Orientador
Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Walter Lee Ness, Jr.

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Celso Funcia Lemme

COPPEAD – UFRJ

Prof. João Pontes Nogueira

Vice-Decano de Pós-Graduação do CCS

Rio de Janeiro, 7 de junho de 2005

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, da autora e do orientador.

Luciana Pinto de Andrade

Graduou-se em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) em 2002. Interesse acadêmico na área de assimetria informacional e de governança corporativa.

Ficha Catalográfica

Andrade, Luciana Pinto de

Governança corporativa dos bancos no Brasil / Luciana Pinto de Andrade ; orientador: Marcelo Cabús Klotzle. – Rio de Janeiro : PUC-Rio, Departamento de Administração, 2005.

61 f. ; 30 cm

Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Departamento de Administração.

Inclui referências bibliográficas

1. Administração – Teses. 2. Governança corporativa. 3. Bancos. I. Klotzle, Marcelo Cabús. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Agradecimentos

Ao meu orientador Professor Marcelo Cabús Klotzle pelo apoio, dedicação e estímulo durante a elaboração desta dissertação.

Ao meu marido Cristiano por seu amor e companheirismo incondicionais.

Aos meus pais e a minha irmã, que mesmo longe sempre me deram o amor e suporte necessários.

Às minhas amigas e colegas Renata, Mariana e Luciana.

Aos professores integrantes da Comissão Examinadora.

A todos professores do IAG pelos valiosos ensinamentos.

Resumo

De Andrade, Luciana Pinto; Klotzle Marcelo Cabús. **Governança Corporativa dos Bancos no Brasil**. Rio de Janeiro, 2005. 61p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Para minimizar a perda de valor da empresa decorrente da separação entre controle e propriedade, surgiu o conceito de governança corporativa, há cerca de vinte anos. A governança traduz-se em mecanismos internos (Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade, Sistema de Remuneração dos Executivos, etc) e externos (mercado de fusões e aquisições e sistema legal/regulatório). A adoção de suas práticas é um processo recente no Brasil. Em virtude disto, ainda não existe uma literatura empírica consolidada sobre o assunto no país. Sendo assim, o propósito deste trabalho é investigar a influência de mecanismos internos de governança corporativa – relativos ao Conselho de Administração e à Estrutura de Propriedade – sobre o desempenho econômico-financeiro e o valor dos bancos no Brasil. Para isso, a amostra selecionada contém 19 bancos, analisados durante o período de 1998 até 2003. Os resultados demonstram que ainda é tímida a influência dos mecanismos de governança tanto sobre a variável de desempenho analisada quanto sobre a medida de valor estudada. No entanto, estudos sugerem que pelo fato de o setor financeiro ser regulado é possível que se encontre resultados distintos daqueles preditos pela teoria e que, até então, foram obtidos para empresas não-financeiras.

Palavras-chave

Governança Corporativa; Bancos; Desempenho

Abstract

De Andrade, Luciana Pinto; Klotzle Marcelo Cabús (Advisor). **Corporate Governance in Brazilian Banks**. Rio de Janeiro, 2005. 61p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Over twenty years ago, the concept of corporate governance appeared to minimize the loss in the firm value due to the conflict of interest inherent in the separation between ownership by shareholders and control. Governance can be classified in two sets of mechanisms: internal (Board of Directors, Ownership Structure, Executive Compensation, etc.) and external mechanisms (Mergers and Acquisitions Market, Legal/Regulatory System, etc.). The adoption of these practices is a recent trend in Brazil. For this reason, there is no consolidated empiric literature in Brazil. In such a case, the purpose of this study is to investigate the influence of internal mechanisms of corporate governance – especially the Board of Directors and the Structure of Ownership - on the performance and the firm-value of banks in Brazil. For that, the selected sample contains 19 Brazilian banks, analyzed during the period from 1998 to 2003. The results demonstrate that the influence of internal and external mechanisms on the performance variable analyzed as well as on the measure of firm value studied is still small. However, studies suggest that because financial system is a regulated sector it is possible to obtain results different from those predicted by the theory and that, until now, were obtained in studies of non-financial firms.

Keywords

Corporate Governance; Banks; Performance

Sumário

1. Problema	9
1.1. Introdução	9
1.2. Objetivo	11
1.3. Relevância da Pesquisa	12
1.4. Delimitação do Estudo	13
2. Referencial Teórico	14
2.1. Evolução do Conceito de Governança Corporativa	14
2.2. Sistemas de Governança Corporativa	16
2.3. Evidências Empíricas da Governança Corporativa nas Empresas Não-Financeiras	20
2.4. Evidências Empíricas da Governança Corporativa em Bancos	27
3. A Governança Corporativa no Brasil	30
4. Metodologia	38
4.1. Tipo de Pesquisa	38
4.2. Universo e Amostra	39
4.3. Coleta dos Dados	40
4.4. Modelo Econométrico e Tratamento dos Dados	41
4.5. Limitações do Método	44
5. Resultados	46
5.1. Estatísticas Descritivas e Matriz de Correlação	46
5.2. Resultados para o ROA	49
5.3. Resultados para o Q de Tobin	50
6. Conclusão	54
7. Referências Bibliográficas	57
8. Anexo	61

Lista de Quadros

Quadro 1 – Relação de Bancos Analisados.....	39
Quadro 2 – Variáveis Independentes do Estudo.....	42
Quadro 3 – Variáveis de Controle do Estudo.....	43
Quadro 4 – Estatísticas Descritivas.....	46
Quadro 5 – Matriz de Correlação entre Variáveis Independentes e de Controle	48
Quadro 6 – Resultado do Modelo para a Variável Dependente ROA.....	49
Quadro 7 – Resultado do Modelo para a Variável Dependente Q de Tobin.....	51
Quadro 8 – Resultado da Simulação do Modelo para a Variável Dependente Q de Tobin.....	61

1. Problema

1.1. Introdução

Um investidor, ao aplicar recursos em um determinado projeto, deseja obter retorno máximo ao seu investimento de forma segura. Analogamente, um acionista de uma empresa espera ver o preço de suas ações valorizado. Não obstante, existe uma demanda crescente para que esta valorização seja acompanhada de uma gestão que priorize a transparência tanto no processo de tomada de decisão quanto na implementação da estratégia.

Em busca dessa valorização acompanhada da transparência tiveram início as discussões sobre governança corporativa. Um momento decisivo neste processo ocorreu nas grandes companhias dos Estados Unidos, quando aqueles que detinham a propriedade de tais empresas passaram a não mais controlá-las. Diante desta separação de cargos, os acionistas não participavam mais diretamente da administração das companhias e, portanto, tinham alcance muito limitado sobre o que diariamente era decidido sobre o futuro da empresa. Dessa forma, não dispunham de meios para garantir que os agentes tomadores de decisão não iriam agir em interesse próprio, em detrimento dos interesses da empresa e dos seus acionistas.

Conforme Jensen & Meckling (1976), esse conflito de interesses existente quando a propriedade e o controle de uma empresa são não completamente coincidentes, aliados ao alto custo de se monitorar a atividade desses agentes, pode ter como consequência a diminuição do valor da empresa (*ceteris paribus*). Para minimizar a perda de valor da empresa decorrente da separação entre controle e propriedade, surgiu então o conceito de governança corporativa, traduzido em diferentes mecanismos. Tais mecanismos são classificados, conforme alguns autores¹, como sendo internos e externos. Os internos dizem respeito, por exemplo, ao conselho de administração da empresa, à estrutura de propriedade e à forma de remuneração do *CEO* (*Chief Executive Officer*). Já os

¹ Como, por exemplo, Shleifer & Vishny (1997) e Denis & McConnell (2003).

mecanismos externos são essencialmente o mercado de fusões e aquisições e o sistema legal e regulatório de cada país. Todos esses fatores, tanto internos quanto os externos, devem ser considerados para a execução de boas práticas de governança. A grande maioria dos estudos empíricos sobre governança tem procurado verificar de que forma tais mecanismos exercem influência sobre o desempenho, o preço das ações e o valor de mercado das companhias.

Embora os resultados de tais estudos ainda estejam longe de um consenso, a importância da adoção das práticas de governança corporativa ficou ainda mais evidente após os escândalos financeiros acontecidos recentemente e que demonstraram a necessidade de maior transparência e ética tanto nas informações divulgadas pelas empresas, quanto no seu processo decisório. Tais problemas afetam desde a imagem até o valor de mercado da organização, os quais, pelo valor estratégico que possuem, precisam ser construídos e desenvolvidos sob bases muito firmes e não podem ser suscetíveis a práticas como as citadas acima.

No Brasil, a introdução do conceito de governança corporativa nas empresas é um processo recente. Sua importância tornou-se crescente com as mudanças ocorridas na economia brasileira, a partir da década de noventa, com as privatizações e a entrada de empresas estrangeiras. Segundo Silveira (2002), a governança corporativa, no Brasil, tem como características: a concentração da estrutura de propriedade das empresas; o controle familiar ou compartilhado por alguns poucos acionistas; a pouca participação dos acionistas minoritários; a gestão e o controle sendo exercidos pelas mesmas pessoas; e a falta de clareza na divisão dos papéis entre diretoria e conselho de administração.

Cabe destacar inclusive que a pouca participação dos acionistas minoritários foi um dos principais fatores que suscitou a discussão sobre governança corporativa no Brasil. Diferentemente dos Estados Unidos, onde a governança passou a ser discutida a partir do problema de agência existente entre administradores e acionistas, no Brasil, o pequeno alcance dos acionistas minoritários sobre as decisões tomadas a respeito do destino da empresa, comparativamente ao devido pelos grandes acionistas, foi o que provocou o início das discussões sobre governança.

Uma das conseqüências do desenvolvimento recente da governança corporativa no país é a existência de uma literatura pouco consolidada sobre

tema, quando comparada com a literatura estrangeira disponível sobre o assunto. Dos trabalhos disponíveis, a grande maioria analisa a existência de relação significativa entre os mecanismos de governança corporativa e o desempenho e valorização das empresas não-financeiras. O setor financeiro, por sua vez, acaba não sendo objeto de análise empírica alguma. Muito embora alguns autores, como, por exemplo, Prowse (1997), argumentem que a regulação no setor bancário seja um importante mecanismo de governança corporativa, ainda assim é interessante saber se os mecanismos usuais impactam de alguma forma o resultado financeiro ou o valor dos bancos.

Sendo assim, este trabalho tem como propósito contribuir para a diminuição de tal lacuna, já que pretende investigar a influência de mecanismos internos de governança corporativa – relativos ao Conselho de Administração e à Estrutura de Propriedade – sobre o desempenho econômico-financeiro e o valor dos bancos brasileiros.

1.2. Objetivo

Esta dissertação tem como objetivo final verificar a existência de uma relação significativa entre os mecanismos internos de governança corporativa e o desempenho e valor dos bancos no Brasil. Como mecanismos internos de governança serão analisadas as características relativas ao Conselho de Administração e à Estrutura de Propriedade de cada banco.

Para que se possa atingir o objetivo final do presente trabalho, será necessário:

- Identificar as principais características dos Conselhos de Administração e das Estruturas de Propriedade dos bancos no Brasil, comparando-as com resultados obtidos em outros estudos e com as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC);
- Verificar a evolução do desempenho e do valor de mercado dos bancos selecionados, segundo as variáveis estudadas; e

- Analisar a coerência entre os resultados esperados e aqueles obtidos por meio do método estatístico empregado.

1.3. Relevância da Pesquisa

O tema governança corporativa começou a ser recorrente nas pesquisas acadêmicas há cerca de vinte anos. Certamente, existem motivos pelos quais isso ocorreu. As transformações ocorridas na economia de diversos países, na forma de competição e o desenvolvimento do mercado de capitais contribuíram para o surgimento das discussões relativas à governança. Para Becht, Bolton & Röell (2002), seriam seis as razões pelas quais o tema tornou-se importante somente há duas décadas. São elas: (i) a série mundial de desestatizações; (ii) as reformas nos fundos de pensão e o crescimento da poupança privada; (iii) o movimento de *takeovers* ocorrido nos anos 80; (iv) a desregulamentação e a integração dos mercados de capitais; (v) a crise asiática; e (vi) os escândalos financeiros e falências ocorridos nos Estados Unidos.

No Brasil, a preocupação com a adoção de práticas de governança corporativa tem mobilizado diversas instituições desde a década de noventa. Instituições como o IBGC, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e a CVM têm adotado iniciativas procurando sinalizar às empresas a importância da aplicação de boas práticas de governança corporativa.

Iniciativas como essas visam fortalecer o mercado de capitais brasileiro, fornecendo maior proteção aos investidores, tornando a conduta das empresas mais transparente e sinalizando a importância de um comportamento ético por parte das empresas.

Diante disso, procurar verificar, por meio de pesquisas, como a adoção desses mecanismos de governança tem contribuído para o desempenho e valor das empresas brasileiras é extremamente válido. Estudar especificamente o setor bancário é igualmente importante, dada a carência de estudos na área, já que tal setor costuma ser excluído de pesquisas em função das suas peculiaridades e diferenças na análise financeira comparativamente aos demais setores da economia.

1.4. Delimitação do Estudo

Com a finalidade de viabilizar a pesquisa aqui proposta, este estudo tem como foco de análise os intermediários financeiros classificados como bancos, segundo a BOVESPA, com ações listadas em Bolsa, os quais totalizam um universo de 24 instituições. Entretanto, tendo em vista que algumas fazem parte de um mesmo grupo econômico, sendo apenas *holdings*, foram necessárias algumas eliminações, para que o entendimento dos resultados não ficasse prejudicado. O procedimento utilizado está detalhado no Capítulo 4.

Nesse mesmo capítulo também são apresentadas que variáveis utilizadas para caracterizar alguns dos mecanismos internos de governança corporativa empregados pelos bancos brasileiros.

Quanto à delimitação temporal adotada, esta compreendeu os anos de 1998 até 2003, sendo que tal horizonte de tempo só não foi maior em função da indisponibilidade de informações relativas aos mecanismos de governança corporativa para os anos mais distantes.

2. Referencial Teórico

2.1. Evolução do Conceito de Governança Corporativa

O conflito de interesses e a assimetria de informação entre aqueles que possuem a propriedade de uma empresa e aqueles que a gerenciam, denominados problema de agência, começou a ser tratado criteriosamente a partir dos trabalhos de Berle e Means (1932) e Jensen & Meckling (1976). Tais conflitos, aliados ao alto custo de se monitorar a atividade dos gerentes, a fim de verificar se estão agindo em prol da maximização da riqueza dos proprietários, têm como conseqüência a diminuição do valor da empresa (*ceteris paribus*).

Com a finalidade de evitar a depreciação do valor da empresa e de assegurar aos acionistas retornos aos seus investimentos surgiu, então, a governança corporativa. Seu propósito inicial, quando do seu surgimento nos Estados Unidos, era a proteção dos direitos dos acionistas minoritários de forma a garantir que estivessem sempre corretamente informados sobre as decisões tomadas pelos executivos da empresa. Com a globalização, a rapidez do fluxo de informações e de capital, e as privatizações, o conceito de governança corporativa também evoluiu.

Para o IBGC, 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 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 a sua perenidade”¹.

O conceito e a finalidade da governança para a CVM é muito semelhante. Segundo a instituição, governança corporativa é o “conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as

¹ Conforme o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, 3ª Versão (2003). Disponível em www.ibgc.org.br.

partes interessadas, tais como, investidores, funcionários e credores, facilitando o acesso ao capital”².

No processo em busca das melhores práticas de governança, diversos autores³ definem os mecanismos de governança corporativa como sendo internos e externos à firma. Internos à companhia são tipicamente o Conselho de Administração, a estrutura de propriedade da empresa e o sistema de remuneração dos altos executivos, além do comitê fiscal e o comitê de avaliação dos executivos. Já os externos podem ser caracterizados como sendo, por exemplo, o ambiente regulatório e o sistema legal do país.

Para Jensen (1993), existem ainda duas categorias de mecanismos externos de governança corporativa, quais sejam: (i) o mercado de capitais e de fusões e aquisições; e (ii) o setor de atuação da empresa.

Independente dos diferentes tipos de mecanismos considerados, as pesquisas realizadas sobre governança têm procurado verificar como esses instrumentos influenciam o desempenho, o valor de mercado da empresa ou até mesmo como atuam na redução da assimetria de informação entre os responsáveis pela gestão e aqueles que detêm o controle. Além disso, muitos estudos buscam verificar como a governança corporativa tem evoluído em diferentes países, destacando o papel do Estado e dos padrões culturais nas práticas adotadas.

Diante disso, durante as próximas seções deste capítulo, serão feitas breves apresentações de parte da literatura existente sobre os pontos acima discutidos. A intenção aqui é demonstrar a variedade de literatura disponível sobre governança corporativa, destacando, principalmente, os trabalhos empíricos realizados.

² Conforme a Cartilha “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”, Junho (2002). Disponível em www.cvm.gov.br.

³ Como, por exemplo, Shleifer & Vishny (1997) e Denis & McConnell (2003).

2.2. Sistemas de Governança Corporativa

As práticas de governança corporativa não são coincidentes em todo mundo. Dentre as possíveis diferenças existentes, pode-se citar desde as características da estrutura de propriedade das empresas, passando pelo papel dos bancos nas diferentes economias, até o sistema legal vigente em cada país. Dessa forma, o ambiente institucional no qual cada empresa está inserida acaba exercendo um papel importante nas práticas de governança que são adotadas, assim como a configuração do mercado de capitais e a forma pela qual os investidores são protegidos. Em função disso, é esperado que os países apresentem diferenças entre os sistemas de governança corporativa das suas empresas.

Para Hoskisson, Yiub & Kim (2004), o sistema de governança de cada país é parte de um conjunto de instituições que criam oportunidades para atividades de inovação e, conseqüentemente, competitividade global. Diante disso, quando uma empresa ingressa em novo mercado ou decide expandir suas operações além de suas fronteiras geográficas, é preciso que se considere, dentre os diversos fatores, o sistema de governança vigente. Isso pode impactar não só a forma de colocação da empresa e de seus produtos naquele mercado, como também em que ambiente financeiro ela terá que atuar, com que tipos de agentes terá que negociar e como obterá acesso aos recursos necessários.

Nos Estados Unidos, por exemplo, como o mercado de capitais é desenvolvido, as práticas de governança corporativa também encontram-se em um estágio de evolução avançado. Conforme Koen (2004), o sistema de governança americano é caracterizado por ter um sistema financeiro onde as empresas trabalham com horizontes de relativo curto-prazo, mas onde, ao mesmo tempo, se assumem riscos maiores. Essa característica também faz parte de sistemas como o canadense, o australiano e o do Reino Unido.

Uma outra semelhança entre os sistemas dos Estados Unidos e do Reino Unido reside no fato de que as grandes empresas dessas localidades possuem estruturas de capital bastante pulverizadas. Isso é, não é muito comum existirem empresas com poucos acionistas com grandes participações de capital.

Diferentemente dos sistemas apresentados, a governança corporativa na Alemanha é bastante peculiar. O mercado de capitais é relativamente pequeno.

A estrutura de capital das empresas é pouco pulverizada, ficando nas mãos de grandes acionistas, geralmente, bancos e seguradoras.

No Japão, em decorrência de sua cultura coletivista, o objetivo das empresas tem sido a busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* e a garantia do emprego vitalício para seus funcionários. Assim como na Alemanha, os bancos são a principal fonte de recursos para as empresas japonesas, exercendo o papel de financiadores. Estas costumam ter seus conselhos de administração compostos exclusivamente por executivos da companhia.

Alguns autores analisam os sistemas de governança corporativa existentes, procurando verificar suas semelhanças e diferenças. Usualmente, a distinção é feita utilizando-se como critério os tipos de instituições que financiam as empresas em um determinado país. A partir disso, dois sistemas de governança corporativa costumam ser identificados⁴, quais sejam, aqueles centrados no mercado ou Anglo-Saxão (adotado nos EUA, Reino Unido, Irlanda, Austrália e Canadá) e aquele centrado nos bancos ou Nipo-Germânico (presente na Europa do Norte, Japão e Coréia do Sul). Já autores como La Porta *et al.* (2000) diferenciam os sistemas de governança corporativa dos países de acordo com as diferenças existentes entre os direitos dos investidores.

Independentemente da forma que se utilize para classificar os sistemas de governança, os países sempre possuem diferenças em suas legislações, na forma em que os investidores são protegidos, na característica das estruturas de capital das empresas, etc. Tais diferenças são, na opinião de Bhasa (2004), os maiores obstáculos para a convergência dos sistemas de governança corporativa dos países. A convergência só ocorrerá quando existir uma maior harmonia das práticas corporativas e dos sistemas legais. Isso se torna crucial, na medida em que surgem organizações supranacionais, como resposta ao processo de globalização, as quais impõem um grande desafio às práticas de governança das nações. Sendo assim, torna-se importante o desenvolvimento de métodos para integrar as práticas corporativas domésticas aos melhores padrões seguidos internacionalmente. A mera compilação de relatórios e recomendações sobre práticas de governança não irá garantir a real adoção de boas práticas.

⁴ Veja, por exemplo: Denis & McConnell (2003), Palepu, Khanna & Kogan (2002), Koen (2004), Allen e Gale (2000) e Bhasa (2004).

No entanto, esse processo de convergência para um padrão de governança corporativa global deve considerar o fato de que o que pode ser considerado uma violação dos direitos dos *stakeholders*, em um país, pode não ser necessariamente assim considerado em outro. Essas diferenças nas práticas de governança podem advir de diferentes estruturas legais e culturais adotadas pelos países.

Além dessas divergências, podem existir também divergências com relação aos interesses e ao processo de barganha entre os potenciais *stakeholders* de uma organização. Isto é, quando uma empresa compete globalmente, atuando em diversos países, ela pode se defrontar com uma diversidade de interesses dos *stakeholders* em cada país que esteja presente. Isto pode impor restrições à empresa, com relação aos seus objetivos e à capacidade da empresa em se adaptar a mudanças no seu ambiente.

Bratton & McCahery (1999) afirmam que, nesse processo de convergência dos padrões de governança corporativa para o modelo Anglo-Saxão, os modelos de governança existentes não podem ser vistos isolados do restante dos arcabouços institucionais da economia.

Segundo os autores, a própria literatura demonstra a grande variedade existente entre alguns mecanismos essenciais de governança corporativa como, por exemplo, a importância de grandes acionistas, a proteção legal dos *shareholders*, a extensão pela qual as leis relevantes são aplicadas, o tratamento dado aos *shareholders*, a forma pela qual os executivos são remunerados, dentre outros. Dada essa diversidade, os sistemas de governança corporativa entre os países dificilmente irão convergir, em virtude e como resultado da globalização. Para os autores, a governança deve compreender o que um país e suas empresas podem fazer de melhor na economia global.

Já no estudo elaborado por Palepu, Khanna & Kogan (2002), procura-se verificar a existência de correlação entre a globalização e a similaridade dos padrões de governança corporativa nos países desenvolvidos. Os resultados demonstram que a globalização estaria induzindo uma convergência das normas e padrões de governança entre os países. Entretanto, não encontram-se evidências para afirmar que tais práticas de governança corporativa estejam sendo implementadas.

Tal visão é compartilhada por Branson (2000), que afirma que a convergência em termos de governança corporativa pode ocorrer em áreas discretas, como na contabilidade financeira. Entretanto, para o autor, essa convergência ocorrerá mais provavelmente em dimensões regionais do que globalmente. Isso também porque, em todo mundo, existem diversas culturas, diferentes tipos de economia, além de bilhões de pessoas, os quais seriam ignorados por aqueles que pregam ou acreditam na convergência em termos globais.

Já para Denis & McConnell (2003), somente o tempo dirá qual será o limite para a convergência dos sistemas de governança corporativa. A extensão de tal convergência deve ser afetada pelas forças de mercado, embora essas não permitam se operar sem empecilho algum em todo o mundo. A convergência em direção a uma proteção legal mais forte dos investidores será provavelmente resultado do aumento dos investimentos e do crescimento dos países.

A visão de Coffee (1999) e La Porta *et al.* (2000) também é a de a convergência dos sistemas de governança corporativa é politicamente difícil e improvável, dada a enormidade de legislações que precisariam ser modificadas.

De acordo com Branson (2000), essa diferença que existe entre os sistemas legal e regulatório dos países pode abrir espaço para o que o autor denomina de “arbitragem regulatória”. Segundo ele, uma empresa multinacional pode optar por se instalar em um determinado país onde a regulação e o sistema legal imponha pouco ou nenhum obstáculo às atividades que deseje realizar.

Por outro lado, Hansmann & Kraakman (2001) afirmam existir uma forte probabilidade de convergência em direção a um único modelo de governança. Segundo os autores, algumas formas básicas de governança já teriam alcançado um certo grau de uniformidade, ou seja, as economias estariam se aproximando de um consenso global de que os administradores devem agir conforme os interesses de todos os acionistas, tenham, esses, controle ou não sobre a empresa.

Os autores reconhecem que a convergência das leis corporativas pode ser um processo mais lento do que a convergência das práticas de governança. Entretanto, esperam que a pressão pela convergência das leis será forte e será, finalmente, bem-sucedida.

Há que se ressaltar que o processo de convergência dos sistemas legais dos países é um problema extremamente complexo, que extrapola o âmbito jurídico, e distinto da tendência de uniformização das práticas de governança corporativa.

Com relação a esta última tendência, Almeida (2001) realizou uma análise comparativa detalhada entre 21 dos cerca de 50 Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa existentes no mundo. Segundo a autora, os tópicos mais abordados nos Códigos são aqueles relacionados ao Conselho de Administração, à Independência e à Transparência.

2.3. Evidências Empíricas da Governança Corporativa nas Empresas Não-Financeiras

A relação entre os diferentes mecanismos de governança corporativa com medidas de desempenho ou valor de empresas tem sido o foco de diversas pesquisas realizadas em todo mundo. Nesta seção, são apresentados alguns destes estudos, bem como os resultados obtidos pelos trabalhos cujo foco foram companhias brasileiras.

Um mecanismo interno de governança corporativa muito estudado costuma ser o Conselho de Administração. As características geralmente analisadas são: o tamanho do Conselho (número de membros); a presença de conselheiros externos, ou seja, que não sejam funcionários da empresa; e a acumulação dos cargos de presidente do Conselho e de Diretor-Presidente da empresa pela mesma pessoa.

Com relação ao tamanho do Conselho, a literatura tem indicado que quanto maior o conselho, menor a eficácia dos conselheiros no monitoramento dos executivos. Conselhos com número excessivo de membros também acabam tendo o processo de tomada de decisão prejudicado. Para Jensen (2001), o Conselho deve ter no máximo 8 membros para que possa operar de forma eficaz.

As evidências empíricas corroboram tais afirmações, na medida em que os resultados demonstram uma relação inversa entre o tamanho do Conselho e variáveis de desempenho, rentabilidade e valor de mercado. O trabalho de

Yermack (1996) analisou tal relação com o indicador de rentabilidade, Retorno sobre o Ativo (ROA), e com a medida de valor da empresa, Q de Tobin. Índices de lucratividade também foram o alvo das pesquisas de Mak e Yanto (2002) e de Eisenberg, Sundgren e Wells (1998), e, da mesma forma, levaram à conclusão de que Conselhos de Administração compostos por poucos membros estão associados a melhores desempenhos. O estudo realizado por Dennis e McConnell (2003) indica que, de forma consistente com o que se evidencia nos Estados Unidos, há evidência de relação negativa entre o tamanho do Conselho e o desempenho em vários outros países.

Uma outra característica do Conselho de Administração muito estudada é a existência de conselheiros externos na composição do Conselho e qual a proporção que poderia ser considerada ideal. A presença de tais conselheiros é vista como indutora de um melhor desempenho, na medida em que podem ser considerados, *a priori*, monitores imparciais e isentos de uma tendenciosidade que poderia existir na tomada de decisão, comparativamente a um membro do Conselho que pertença à companhia ou que possua algum tipo de vínculo com a mesma.

As evidências empíricas, entretanto, não são tão homogêneas quanto aos seus resultados, de forma que não é possível se afirmar que existe um consenso na literatura quanto a uma relação negativa significativa entre a proporção de conselheiros externos em um Conselho e medidas de valor e desempenho financeiro das empresas. Em um estudo sobre empresas japonesas, realizado por Kaplan e Minton (1994), foi verificado que a presença de conselheiros externos aumenta de forma moderada o desempenho. Já as pesquisas de Bhagat e Black (1999) e Barnhart e Rosensteins (1998) indicaram uma correlação negativa entre a proporção de conselheiros externos e o Q de Tobin.

Becht, Bolton e Röell (2002) fazem uma análise da literatura de governança, bem como das evidências empíricas sobre mecanismos de governança e desempenho, nos Estados Unidos, e verificam uma certa variabilidade nos resultados obtidos pelos estudos analisados. Os autores encontraram resultados que sugerem que a composição do Conselho de Administração e o desempenho das empresas não estão relacionados — conforme Hermalin e Weisbach (2001); que esta relação é incerta — de acordo Bhagat e Black (1999); e que a relação é, no máximo, ambígua — segundo Romano (1996). Inclusive, para Hermalin e Weisbach (2001), a presença de

mais conselheiros externos contribuiria para que o Conselho tome decisões mais acertadas.

Não obstante, estudos ainda demonstram que um grau muito superior de independência também pode ser prejudicial ao valor de mercado de uma companhia. Pesquisas como as de Bhagat e Black (2002) e Barnhart, Marr & Rosenstein (1994) indicaram que empresas com conselhos muito independentes podem ter um valor menor.

Dessa forma, pode-se perceber que a literatura, até mesmo pela falta de modelos teóricos robustos, ainda está distante de obter um consenso sobre o impacto da composição de um Conselho de Administração no desempenho e valor das empresas.

Por fim, alguns estudos costumam analisar a situação onde os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de Diretor-Presidente da empresa são exercidos pela mesma pessoa. Na medida em que o Conselho é um órgão que orienta e monitora as ações realizadas pela diretoria, tais tarefas ficariam prejudicadas caso houvesse acumulação dos cargos e, conseqüentemente, de poder em uma mesma pessoa. Não obstante, muitos Códigos de Boas Práticas de Governança Corporativa, não só no Brasil, como no Reino Unido, por exemplo, recomendam a não acumulação dos cargos.

Por mais intuitiva que esta suposição possa ser, poucos são os estudos empíricos sobre o tema e seus resultados além de pouco consistentes, indicam que o fato dos cargos não serem ocupados pela mesma pessoa, não significa que o desempenho será melhor.

Um outro mecanismo de governança corporativa analisado em muitos estudos é a propriedade nas empresas. Muitos autores abordam este tema, discutindo as vantagens e desvantagens de uma companhia ter uma estrutura de propriedade concentrada. Dentre os benefícios poderia-se citar o fato de que grandes acionistas, por desejarem obter o máximo de retorno aos seus investimentos, tomariam decisões acertadas e que agregariam valor às empresas. Por outro lado, discute-se que a existência de grandes acionistas poderia suscitar o problema de agência, na medida em que o interesse em maximizar sua própria riqueza se sobrepusesse ao interesse de aumentar o valor da empresa. Além disso, estruturas onde o controle está nas mãos de poucos grandes acionistas também podem resultar em ações concertadas.

Sendo assim, alguns autores procuram verificar de que forma a estrutura de propriedade, bem como a existência de acionistas com elevadas participações ou que detêm grande parte do controle da empresa, afeta o desempenho e valor de mercado da mesma. Demsetz e Lehn (1985) afirmaram que não haveria relação entre a estrutura de propriedade de uma empresa e o seu desempenho, apesar dos modelos teóricos propostos Jensen e Meckling (1976) e Stulz (1988) sugerirem o oposto. Conforme Silveira (2004), os primeiros trabalhos empíricos sobre o tema indicaram a existência de uma relação significativa entre a estrutura de propriedade e o desempenho das empresas. Entretanto, os trabalhos mais recentes têm apresentado resultados que demonstram que a estrutura de propriedade não seria uma variável exógena e tampouco que exerce influência sobre o desempenho das firmas.

Por fim, um outro mecanismo interno de governança objeto de diferentes estudos é a política de remuneração dos executivos das empresas. Tanto o nível quanto estrutura de remuneração são determinados pelo Conselho de Administração. As pesquisas que abordam este tema procuram verificar de que forma a política de remuneração dos executivos afeta tanto o alinhamento dos interesses entre executivos e acionistas, quanto o desempenho das firmas. Os estudos costumam também relacionar tais variáveis com o tamanho do Conselho de Administração. No estudo realizado por Yermack (1996), procurou-se verificar a existência de relação entre a remuneração dos executivos, desempenho e tamanho do Conselho. Os resultados demonstraram que, nos Conselhos com um número menor de membros, desempenho e remuneração estão mais fortemente relacionados.

No Brasil, também são encontrados alguns estudos, que analisaram o impacto da adoção de práticas de governança na valorização das empresas nacionais não-financeiras.

Um importante trabalho realizado sobre o tema foi o de Silveira (2002), o qual procura verificar estatisticamente se o valor de mercado e o desempenho da companhia aberta brasileira se relaciona de forma significativa com a sua estrutura de governança corporativa. A análise feita tem como escopo todas as companhias abertas não-financeiras negociadas na BOVESPA que apresentaram liquidez maior de 0,001% nos anos de 1998, 1999 e 2000.

De forma sintética, o autor encontrou como resultado que a relação entre governança corporativa e valor é diferente daquela entre governança e desempenho. As variáveis de governança utilizadas (presença de pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e de presidente do conselho, tamanho do Conselho de Administração e independência do Conselho de Administração) apresentaram uma relação maior com o valor de mercado da empresa do que com o seu desempenho. De acordo com o autor, a variável diretor executivo como presidente do conselho apresentou os resultados mais importantes, com forte evidência de que, em média, as empresas que têm pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho são mais valorizadas no mercado. Já a variável tamanho do conselho indicou que as empresas com um número intermediário de conselheiros alcançam melhor desempenho. Por fim, a variável independência do conselho não apresentou relação significativa com as variáveis de valor e desempenho.

Analisar a relação entre propriedade e controle e valor e desempenho das empresas não-financeiras privadas brasileiras também foi o objetivo do estudo desenvolvido por Okimura (2003). Uma das diferenças para o trabalho anterior foi que neste o período de tempo compreendeu os anos de 1998 até 2002. Uma outra diferença para o trabalho anterior foram as variáveis utilizadas, já que este utilizou variáveis diferenciadas com relação à estrutura de propriedade das empresas.

Destaque-se que a análise feita pelo autor buscou investigar os conflitos de agência existentes nas empresas resultantes da separação entre propriedade e controle sob o ponto de vista da governança corporativa. Interessante notar que os resultados obtidos nesse trabalho corroboram aqueles encontrados no estudo de Silveira (2002), não obstante as variáveis independentes utilizadas serem distintas. O autor concluiu, então, que a relação entre estrutura de propriedade e controle e valor é mais evidente do que a relação entre estrutura de propriedade e controle e desempenho. Ou seja, a percepção do mercado e dos investidores seria mais evidente do que os resultados econômico-financeiros.

Um outro estudo semelhante foi elaborado por Soares (2003), porém com uma amostra distinta. O autor analisou o desempenho dos valores das ações de sete empresas do setor de papel e celulose, procurando verificar se as empresas que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa tiveram

desempenho superior àquelas que não o fizeram. Os resultados encontrados demonstraram que as empresas que aderiram ao novo mercado obtiveram desempenho superior, medindo-se pelas taxas de crescimento dos valores das ações. A partir disso, o autor verifica então que o mercado cada vez mais exige que as empresas tenham um comportamento transparente e que atuem com responsabilidade social para que obtenham um desempenho superior ao dos seus concorrentes. Em um futuro próximo, tais características, de acordo com Soares (2003), não seriam mais diferenciais de mercado, mas sim condições necessárias para que a empresa sobreviva no mercado.

Os resultados do estudo desenvolvido por Silva (2003) também sugerem que a variável de mercado possua uma relação mais forte com as variáveis de governança corporativa do que as variáveis de desempenho, o que seria instintivo pelo fato da governança afetar diretamente os investidores.

Sendo assim, todos trabalhos apresentados acima encontraram resultados que sugerem a influência positiva da governança corporativa, da responsabilidade social e da ética na valorização e na melhora da imagem das empresas no Brasil.

No estudo desenvolvido por Leal et al. (2000), o objetivo se assemelha com os demais trabalhos já destacados aqui. Entretanto, sua metodologia é distinta. Os autores desenvolvem um Índice de Governança Corporativa específico para as companhias brasileiras listadas em Bolsa. Tal Índice é utilizado como uma medida da qualidade da governança de uma empresa, refletindo diferentes atributos, considerados como “boas” práticas de governança de acordo com os padrões internacionais e com as recomendações da CVM e do IBGC.

Os resultados do trabalho demonstram que menos de 4% das empresas brasileiras empregam as chamadas “boas”práticas de governança corporativa e que aquelas companhias com melhores práticas possuem tanto um valor de mercado superior quanto um maior desempenho econômico-financeiro. Tais conclusões diferenciam-se em parte daquelas encontradas pelos demais autores aqui mencionados. Alguns dos motivos para essas discrepâncias podem residir no método estatístico utilizado, no Índice de Governança Corporativa ou nas variáveis utilizadas como *proxies* para o valor de mercado da empresa (Q de Tobin) e para o desempenho (Retorno sobre o Ativo - ROA).

Entretanto, é preciso que se ressalte que as diferenças de resultados apontadas nos trabalhos aqui descritos não são, de forma alguma, contraditórias. As conclusões são complementares e deixam claro que as práticas de governança adotadas pelas empresas possuem impacto nos seus resultados, seja em termos de valor de mercado e imagem da empresa, seja relativo aos seus indicadores contábeis. Esse impacto é certamente ainda é pequeno diante do seu potencial, em função do estágio de desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Na medida em que tal mercado evoluir, as práticas de governança corporativas ficarão mais difundidas e suas influências nos resultados das empresas mais nítidas.

Um exemplo que demonstra a necessidade de evolução do mercado de capitais brasileiro é apresentado no trabalho de Srour (2002). Uma das conclusões do autor é a de que o simples fato de algumas empresas brasileiras participarem de um segmento (*American Depositary Receipts* - ADR - Nível 1) do mercado acionário americano, o qual não possui regras diferenciadas de proteção e transparência, e a presença de auditorias de boa reputação não afetaria o comportamento das empresas em relação aos seus investidores. Segundo o autor, “em função das lacunas jurídicas e da fragilidade das normas contábeis brasileiras, não seria errôneo afirmar que o fato da empresa ser auditada por uma companhia de boa reputação independe da sua conduta. Isto porque a própria lei é falha em relação ao rigor dos balanços.”

Um outro exemplo é o fato de que, nos Estados Unidos, as empresas são obrigadas a adotar e divulgar suas diretrizes de governança bem como um código de conduta e ética nos negócios. Já a legislação brasileira não faz esse tipo de exigência, desobrigando, assim, as empresas de tornarem públicas as práticas de transparência e ética que conduzem e norteiam suas atividades gerenciais. Com isso, investidores e a sociedade em geral não dispõem de toda informação necessária para poder analisar e conferir se as empresas estão gerenciando seus negócios em conformidade com seus códigos de governança corporativa e de ética.

Esses problemas verificados no Brasil acabam por tornar ainda mais difícil a internacionalização das empresas brasileiras e a sua conseqüente participação em mercados acionários externos. Isso porque quanto maior for a distância entre o estágio de evolução do mercado brasileiro perante os demais, maiores serão

as adaptações que as empresas deverão realizar no tocante às suas práticas de governança corporativa para que possa estar presente em diversos países.

2.4. Evidências Empíricas da Governança Corporativa em Bancos

O processo de reestruturação que a indústria bancária, em todo o mundo, vem passando ao longo dos últimos anos, principalmente por meio de fusões e aquisições, acaba gerando questionamentos a respeito das suas conseqüências sobre os mecanismos de governança corporativa. Tal fato, por si só, já justificaria a realização de estudos específicos sobre o setor.

Não obstante, o sistema bancário desempenha um papel extremamente importante na economia, na medida em que atua na viabilização dos investimentos nos países, intermediando as operações financeiras. Arun & Turner (2004) e Adams & Mehran (2002) reafirmam também a importância deste setor para a economia, destacando o papel da governança corporativa em um setor que, em muitas economias desenvolvidas, vem passando por um processo de desregulamentação.

Nesse sentido, Crespi *et al.* (2004) analisam a eficiência dos mecanismos de governança no setor bancário espanhol, segmentado conforme o tipo de propriedade. Os resultados encontrados demonstram que, à exceção das fusões e aquisições, todos os demais mecanismos de governança que se fazem presentes em países como os Estados Unidos, podem ser encontrados na mesma frequência na Espanha.

A atuação dos mecanismos de governança também foi estudada por Anderson & Campbell (2004), em um trabalho sobre os bancos japoneses. As evidências mostraram que os mecanismos externos não proveram incentivos suficientes aos administradores para que estes tomassem as medidas necessárias para reestruturar o setor, que passou por diversas nos anos noventa.

A questão do papel dos incentivos – aplicados para redução da assimetria de informação – sobre a governança corporativa é um tema recorrente, principalmente no que se refere à remuneração dos gestores. John & Qian (2003) analisaram a função do instrumento de remuneração dos presidentes dos

bancos no alinhamento dos seus interesses com os dos acionistas. Os resultados demonstraram que menor será o incentivo por meio de remuneração por desempenho financeiro, quanto maior for: (a) o grau de alavancagem da empresa; (b) o tamanho da empresa; e (c) o grau de regulação do setor de atividade da empresa.

O que determina a remuneração dos executivos dos bancos também foi o problema analisado por Pukthuanthong, Talmor & Wallace (2004). Os autores testaram 21 variáveis determinantes da remuneração e aquelas que mais apresentaram poder de influência foram: poder discricionário, governança corporativa, desempenho financeiro e características do diretor presidente.

Já o trabalho de Adams e Mehran (2003) procura verificar as diferenças com relação às variáveis de governança corporativa entre empresas do setor industrial e companhias *holdings* do setor financeiro (BHCs), a fim de identificar se o fato de um grupo ser composto por instituições reguladas e o outro não exerce alguma diferença sobre os resultados.

Os autores puderam concluir que os Conselhos de Administração são maiores para as BHCs do que para as empresas do ramo industrial, bem como possuem mais diretores externos.

O Conselho também foi objeto de um outro estudo de Adams e Mehran (2002). O objetivo foi verificar de que a composição e o tamanho do Conselho afetam o desempenho (Q de Tobin) das instituições financeiras durante os anos de 1959 até 1999. Como já havia sido verificado com empresas do setor industrial, não foi encontrada relação significativa entre a proporção de conselheiros externos e o Q de Tobin. De forma surpreendente, os autores encontraram uma relação positiva entre o tamanho do Conselho e o desempenho, mesmo testando para diversas especificações. Segundo os autores, encontra-se evidência na literatura existente, de que os Conselhos de instituições financeiras costumam ser maiores do que os de empresas não-financeiras. Os resultados encontrados por Adams e Mehran (2002) sugerem que tais relações podem ser específicas para cada tipo de indústria, de forma que restringir o tamanho do Conselho pode ser contra-produtivo.

Com relação aos trabalhos realizados no Brasil sobre governança corporativa no setor bancário, pode-se citar o estudo de Oliveira e Silva (2004), que destaca a importância da governança corporativa para as instituições

financeiras brasileiras, procurando relatar as normas e práticas que vêm sendo adotadas pelas mesmas. O objetivo do trabalho é procurar identificar o conceito de governança corporativa na legislação que rege o Sistema Financeiro Nacional. As normas analisadas referem-se ao exercício de cargos em órgãos estatutários em instituições financeiras; ao controle acionário de tais instituições; aos investidores; à auditoria independente; aos analistas de investimento nas instituições financeiras; e à regulamentação. Ao analisar tais normas, os autores concluem que elas caracterizam a adoção de mecanismos de governança corporativa por parte das instituições. O trabalho é finalizado, ressaltando-se que, apesar do aumento da tendência na adoção de tais práticas, ainda existe um longo caminho a ser percorrido, tanto no estabelecimento de novas normas, quanto no cumprimento daquelas existentes.

Já o trabalho de Marcassa (2004) consistiu em uma pesquisa da literatura internacional existente, publicada há no máximo de três anos, a respeito da influência dos mecanismos de governança corporativa no desempenho e na forma de remuneração dos executivos das instituições financeiras. A autora verificou a existência de diversos métodos que são utilizados para avaliar a relação entre governança e desempenho. Dentre os estudos apresentados, destacam-se aqueles sobre a remuneração dos executivos, a disciplina de mercado e sobre a diferença da governança entre bancos e empresas não-financeiras.

3. A Governança Corporativa no Brasil

A evolução do mercado de capitais, em um país, está intimamente ligada, dentre outros fatores, ao grau de aplicação das boas práticas de governança corporativa adotadas, segundo os estudos elaborados por La Porta (1997), (1998) e (1999). A adoção de tais práticas é crescente no Brasil, fundamentalmente nos últimos cinco anos, conforme notícia publicada no Valor Econômico, de 28 de janeiro de 2005.

Nesse sentido, instituições como o IBGC, a CVM e a Bovespa têm atuado em busca de uma maior divulgação das boas práticas de governança corporativa, a fim de incentivar sua adoção por parte das empresas.

No que se refere ao IBGC, fundado em 1995, o instituto tem como função desenvolver e difundir os melhores conceitos e práticas de governança, de forma a contribuir para o melhor desempenho das organizações. Sendo assim, lançou, em 1999, o primeiro Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, o qual atualmente está em sua terceira versão. O código tem como objetivo central “indicar caminhos para todos os tipos de sociedade visando aumentar seu valor, melhorar seu desempenho, facilitar seu acesso ao capital a custos mais baixos e contribuir para sua sustentabilidade de longo prazo”.

O código está baseado em quatro princípios, quais sejam: (i) transparência, de forma que não existam obstáculos ao fluxo e à divulgação das informações; (ii) equidade, tratando igualmente todos aqueles com os quais a empresa se relaciona; (iii) prestação de contas por parte dos agentes de governança; e (iv) responsabilidade corporativa, ou seja, que os executivos e conselheiros considerem, na execução da estratégia da empresa, questões sociais e ambientais.

Tais princípios norteiam as práticas de governança sugeridas no Código, as quais estão divididas em seis tópicos: (1) propriedade; (2) conselho de administração; (3) gestão; (4) auditoria independente; (5) conselho fiscal; e (6) conduta e conflito de interesses.

Dentre as recomendações feitas na seção (1) está a indicação de que a propriedade na sociedade deve ser garantida para cada sócio, de forma proporcional a sua participação no capital social. Além disso, deve-se buscar o cenário onde uma ação assegure um voto, situação onde as sociedades possuíam somente ações ordinárias. Àquelas que possuam ainda ações preferenciais, sugere-se que sejam analisadas situações onde possa se conceder direito a voto para tais papéis. Já para as sociedade que pretendam abrir capital, é recomendado que contemplem somente ações ordinárias. Ademais, as companhias precisam procurar ter o maior número de ações em circulação e da forma mais dispersa possível.

Na seção (1) sugere-se também que qualquer oferta de compra de ações que acarrete em alteração de controle deve ser conduzida a todos os sócios e que todos conflitos que ocorra entre os sócios deve ser solucionado por meio de arbitragem.

Com relação à seção (2), referente ao Conselho de Administração, recomenda-se que toda companhia possua um. Este deve ser eleito pelos sócios e seus componentes devem perseguir sempre o que for de melhor interesse para a sociedade, protegendo seu patrimônio e maximizando o retorno para seus investidores.

Ao Presidente do Conselho cabe administrá-lo de forma a garantir seu desempenho satisfatório, além de coordenar todas as atividades, desde seus objetivos até sua supervisão. Como as atribuições do Presidente são distintas das realizadas pelo Diretor-Presidente (CEO) da companhia e para não se deixar que a concentração de poder possa prejudicar uma boa gestão, deve se evitar que tais cargos sejam ocupados pela mesma pessoa.

O IBGC recomenda também que os Conselhos de Administração tenham de 5 a 9 conselheiros, conforme o perfil da sociedade, e que estes sejam, em sua maioria, independentes. Como independente, o instituto considera aquele conselheiro que não tenha qualquer vínculo com a sociedade (exceto eventual participação de capital), não seja controlador, não tenha sido empregado ou diretor da empresa e subsidiárias, não seja cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da sociedade, dentre outras exigências. O mandato dos conselheiros deve ser de um ano.

A seção (3) do Código trata das questões relativas à gestão da companhia, onde sugere-se que cada diretor deve prestar conta de suas atribuições ao executivo principal e este ao Conselho de Administração. Todos estes gestores são os responsáveis em imprimir um relacionamento transparente com todas as partes interessadas (acionistas, funcionários, clientes, governos, etc) da sociedade.

A transparência na divulgação das informações pertinentes também deve ser o objetivo dos gestores. Além disso, o Relatório Anual precisa estar limitado ao que é exigido pela legislação vigente. Informações importantes como as práticas de governança adotadas, as participações e remuneração dos conselheiros e diretores e a confecção das demonstrações financeiras conforme as normas internacionais devem estar contempladas no Relatório Anual.

Na seção seguinte, é recomendado que toda companhia tenha uma auditoria independente, que revise as demonstrações financeiras e elabore um parecer que tem como função expressar se tais demonstrações refletem de forma fidedigna a situação financeira e patrimonial da empresa.

Já a seção 5, aborda as funções e atividades relativas ao Conselho Fiscal. Sua instituição não é obrigatória, mas seu objetivo é o de fiscalizar os atos da administração, posicionando-se em certos casos.

A seção final do Código elaborado pelo IBGC aborda as questões relativas à conduta e ao conflito de interesses dentro da companhia. Nela, destaca-se a necessidade da existência de um código de conduta, que deve ser aprovado pelo Conselho de Administração.

Já as recomendações da CVM sobre governança corporativa foram sintetizadas em uma Cartilha, publicada em Junho de 2002. A instituição destaca em tal documento que a adoção das práticas de governança vai além do que é exigido pela legislação e por ela própria, de forma que o não cumprimento não é passível de punição. Entretanto, ressalta que adotará em breve a sistemática do “pratique ou explique”, ou seja, se uma empresa não adotar alguma das práticas recomendadas, deverá explicitar os motivos pelos quais não o faz.

A Cartilha está segmentada em quatro partes: (i) transparência: assembléias, estrutura acionária e grupo de controle; (ii) estrutura de

responsabilidade do conselho de administração; (iii) proteção a acionistas minoritários; e (iv) auditoria e demonstrações financeiras.

Com relação ao item (i), as principais recomendações são: (i) as assembléias devem ser agendadas de forma a não dificultar a participação dos acionistas, sendo que o seu edital precisa descrever de forma pontual os temas a serem abordados; (ii) quaisquer acordos dos acionistas da empresa devem estar disponíveis; e (iii) o estatuto deve regular com clareza as exigências necessárias para voto e representação de acionistas em assembléias.

No que se refere ao Conselho de Administração (item (ii)), as principais recomendações da CVM são: (i) o conselho deve ter de cinco a nove membros¹, procurando ter o maior número possível de membros independentes; (ii) o mandato deve ser de um ano e unificado, sendo possível a reeleição; (iii) aqueles acionistas que possuem ações preferenciais devem poder eleger um membro do conselho de administração; e (iv) os cargos de presidente do conselho de administração e de diretor executivo devem ser exercidos por pessoas diferentes.

Quanto ao item (iii), que trata da proteção aos acionistas minoritários, a CVM recomenda que: (i) decisões de grande importância devem ser deliberadas pela maioria do capital social, onde cada ação representará um voto, independente da classe ou espécie; e (ii) as divergências, sejam entre acionistas e companhia ou entre acionistas controladores e acionistas minoritários, devem ser solucionadas por arbitragem.

Por fim, quanto ao item que trata da auditoria e das demonstrações financeiras (item (iv)), as recomendações da CVM são as seguintes: (i) a companhia deve divulgar, juntamente com as demonstrações financeiras trimestrais, um relatório contendo a análise do resultado obtido; (ii) O conselho fiscal deve ser composto por, no mínimo, três e, no máximo, cinco membros; (iii) o relacionamento com o auditor deve ser supervisionado por um comitê de auditoria; e (iv) companhia deve adotar, além dos princípios de contabilidade em vigor no Brasil, normas internacionais de contabilidade promulgadas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) ou as normas do US GAAP, atestados por auditor independente.

¹ Justifica-se um número maior do que nove para àquelas companhias com controle compartilhado.

Para àquelas empresas, com ações negociadas em bolsa, que adotam práticas de governança corporativa adicionais mais rígidas do que é exigido por lei, a Bovespa criou um segmento de listagem denominado Novo Mercado, em dezembro de 2000.

A Bovespa define como “Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores consideradas importantes para um boa valorização das ações e outros ativos emitidos pela companhia”. As principais normas a serem seguidas pelas empresas participantes do Novo Mercado são:

- Não é permitida a emissão de ações preferenciais;
- A oferta pública de ações deve ocorrer por meio de mecanismos que facilitem a dispersão do capital;
- 25% do capital deve ser mantido em circulação;
- Quando da venda do controle da empresa, todos os acionistas devem possuir as mesmas condições, seja controlador ou não;
- O Conselho de Administração deve ter mandato unificado de 1 ano;
- O Balanço Anual deve adotar as normas de contabilidade utilizadas nos Estados Unidos (US GAAP) ou as normas internacionais de contabilidade promulgadas pelo *International Accounting Standards Committee* (IAS);
- Devem ser realizadas melhorias nas informações que são divulgadas trimestralmente;
- Supondo-se o fechamento de capital ou o cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado, obrigatoriamente, deve ser realizada uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico; e
- Em negociações que envolvam ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa devem ser cumpridas as regras de *disclosure*.

Como o Novo Mercado exige que as empresas tenham somente ações ordinárias em negociação, a adesão das empresas ainda é pequena e tem ocorrido, na maioria das vezes, quando da abertura de capital das empresas. Atualmente, compõem o Novo Mercado nove companhias, quais sejam: Cia. de Concessões Rodoviárias (CCR), Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo (Sabesp), Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL), Diagnósticos da América, Grendene, Natura, Porto Seguro, Renar Macas e Submarino.

O fato da proibição da emissão de ações preferenciais faz com que muitas empresas não possam aderir ao Novo Mercado sem que realizem a conversão de suas ações. Considerando a rigidez dessa e de outras regras estipuladas nessa listagem, o Novo Mercado, segundo a própria Bovespa, seria mais voltado para empresas que viessem a abrir seu capital. Diante disso, a instituição estabeleceu então níveis diferenciados de governança corporativa, o Nível 1 e o Nível 2 para as empresas que já possuíssem ações negociadas.

A inserção das empresas em um nível ou outro depende do grau de compromisso que for assumido quanto à adesão das “Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa”. Tais práticas, segundo a Bovespa, são definidas como “um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores consideradas importantes para uma boa valorização das ações e outros ativos emitidos pela companhia”.

No Nível 1, estão inseridas práticas relativas à melhoria das informações prestadas e à dispersão acionária. Tais práticas devem ser adotadas pelas companhias que estiverem classificadas como Nível 2, devendo ser observado também:

- O Conselho de Administração deve ter mandato unificado de 1 ano;
- O Balanço Anual deve obedecer às normas do US GAAP ou IAS;
- Extensão para todos acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;

- Às ações preferenciais é dado o direito de voto em casos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia;
- Supondo-se o fechamento de capital ou o cancelamento do registro de negociação no Nível 2, obrigatoriamente, deve ser realizada uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico; e
- Adesão à Câmara de Arbitragem para a resolução de conflitos societários.

Paulatinamente, as companhias vêm aderindo aos Níveis de governança corporativa da Bovespa. Até Abril de 2005, 33 empresas encontram-se classificadas como Nível 1, enquanto que somente 8 empresas estão cadastradas como Nível 2.

Uma outra importante iniciativa para a solidificação das práticas de governança corporativa, no Brasil, foi a promulgação da Nova Lei das S.A.s, que passou a vigorar a partir de março de 2002. A Lei 10.303/01 instituiu avanços e procurou adequar o mercado de capitais brasileiro à nova realidade e às práticas de governança corporativa, a partir do estabelecimento de regras para o funcionamento das Sociedades Anônimas. A Lei que dispunha sobre tal assunto até aquele momento era a 6.406/76.

Os avanços introduzidos pela 10.303/01, na legislação brasileira, tinham como objetivo fornecer uma maior proteção aos acionistas minoritários, de forma a garantir um equilíbrio entre todos os acionistas da sociedade. Tal propósito buscava incentivar a dispersão da concentração acionária. Dentre as principais mudanças, pode-se destacar:

- Alteração no limite para emissão das ações preferenciais em relação às ordinárias, de 2/3 para 50%, sendo que tal regra só aplica-se às empresas que decidam abrir seu capital ou então para novas companhias abertas;
- Instituição da arbitragem para a solução de conflitos entre os controladores e os acionistas minoritários

- Quando do fechamento do capital da companhia deve ser realizada uma oferta pública, formulada pelo acionista controlador, com a finalidade de aquisição de todas ações que estão em circulação;
- Os acionistas preferenciais podem fazer parte dos Conselhos de Administração e Fiscal;
- O Conselho de Administração deve ter no mínimo 3 membros eleitos em assembleia-geral, podendo, pela mesma, serem destituídos;
- Os acionistas minoritários que possuírem no mínimo 15% do total de ações ordinárias têm o direito a votar no Conselho de Administração. Para os preferencialistas, o percentual mínimo é de 10%; e
- Em determinadas situações, tornou-se obrigatória a oferta pública de ações pelo valor econômico aos acionistas minoritários.

As mudanças introduzidas pela Lei poderiam ter sido ainda maiores, caso o seu processo de negociação não tivesse exigido alterações no seu texto para a viabilização da sua aprovação. De fato, a Lei propiciou maiores garantias e proteção aos minoritários, mas ainda não pode-se dizer que as mudanças implementadas serão capazes de impulsionar um maior desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

4. Metodologia

4.1. Tipo de Pesquisa

Esta pesquisa utiliza a abordagem positivista, pois tal linha epistemológica é a que melhor se adapta ao objeto de estudo e ao tratamento que será aplicado aos dados coletados. Isto se explica na medida em que se procura verificar neste estudo se as características relativas aos mecanismos internos de governança corporativa exercem alguma influência sobre o desempenho e valor de mercado dos bancos brasileiros.

Conforme os critérios estabelecidos por Vergara (1997), uma pesquisa pode ser classificada quanto aos seus objetivos e meios de investigação. Este estudo, com relação aos seus objetivos, pode ser classificado como explicativo. Isso porque se busca verificar se o desempenho e valor de mercado dos bancos brasileiros podem ser explicados pelas características dos seus conselhos de administração e das suas estruturas de propriedade, já que estes são considerados pela literatura como importantes mecanismos internos de governança corporativa.

Pode-se dizer também que este trabalho é uma pesquisa exploratória, na medida em que são praticamente inexistentes estudos empíricos, no Brasil, que tenham aplicado o tema de governança corporativa ao setor bancário. Conforme pôde ser visto no capítulo anterior, os estudos realizados no Brasil costumam analisar somente as empresas não-financeiras.

Quanto aos meios de investigação utilizados, esta pesquisa deve ser classificada como bibliográfica e telematizada, pois as informações necessárias para sua elaboração foram obtidas de fontes secundárias, seja por meio de periódicos, artigos e revistas ou por meio de base de dados (Economática) e dos relatórios (IAN e DFP) disponibilizados pela CVM em seu *site*.

4.2. Universo e Amostra

Conforme já foi salientado, o foco do trabalho é o setor bancário brasileiro. Dentre as empresas pertencentes a tal setor, foi possível somente selecionar aquelas listadas na Bovespa, para que as informações necessárias, relativas principalmente aos Conselhos de Administração, estivessem disponíveis. Sendo assim, a seleção feita compreende todas as 24 instituições classificadas no segmento de Bancos, alocadas dentro do subsetor de Intermediários Financeiros, conforme a Classificação Setorial da Bovespa. Dentre esses bancos, foram realizadas ainda algumas exclusões para os casos em que existia mais de um banco pertencente a um mesmo grupo econômico: retirou-se aqueles que não atuavam como tal (ou ao menos não era esta sua atividade principal), nem controlavam banco algum, ou que eram apenas *holdings*. Após este rearranjo, o total de bancos que formaram a amostra a ser analisada compreendia 19 instituições. A listagem de tais bancos está apresentada no Quadro 1, logo a seguir. Convém apenas destacar que não estão incluídas na amostra empresas seguradoras, de *leasing* e de arrendamento mercantil, estritamente pelo fato deste trabalho ter como único foco o setor de bancos. No entanto, estudos posteriores podem ampliar a amostra e incluir tais companhias.

Quadro 1 – Relação de Bancos Analisados

Razão Social	
1	Banco Alfa de Investimento S.A.
2	Banco da Amazônia S.A.
3	Banco de Estado de Sergipe S.A.
4	Banco do Estado de São Paulo S.A.
5	BANESTES S.A. – Banco do Estado do Espírito Santo
6	Banco do Estado do Pará S.A.
7	Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A.
8	Banco do Estado de Santa Catarina S.A.
9	Banco Bradesco S.A.
10	Banco do Brasil S.A.
11	BRB Banco de Brasília S.A.
12	Banco do Estado do Ceará S.A.
13	Banco do Estado do Piauí S.A.
14	Banco Itaú Holding Financeira S.A.
15	Banco Mercantil do Brasil S.A.
16	Banco Nordeste do Brasil S.A.
17	Renner Participações S.A.
18	Banco Sudameris Brasil S.A.
19	UNIBANCO – União de Bancos Brasileiros S.A.

O período de coleta das informações compreende desde o ano de 1998 até 2003. A indisponibilidade de dados para todos os bancos não permitiu a expansão desse horizonte de tempo.

4.3. Coleta dos Dados

Os dados utilizados no estudo foram obtidos por meio do Sistema Divulgação Externa (DIVEXT) da CVM e do Sistema Econômica Ltda. As informações relativas às características do Conselho de Administração e à estrutura de propriedade dos bancos foram extraídas do Formulário de Informações Anuais (IAN) disponibilizado pelo DIVEXT. Já os dados necessários para os cálculos relativos ao desempenho econômico-financeiro e ao valor de mercado dos bancos foram obtidos por meio das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) e do IAN no DIVEXT e no Econômica. As informações disponíveis no Econômica também foram utilizadas para confrontação e confirmação dos dados disponíveis no DIVEXT.

Dessa forma, as informações coletadas no sistema da CVM foram:

- Tamanho do Conselho de Administração, em número de membros;
- Número de membros externos e internos¹ do Conselho de Administração. Destaca-se que tais valores foram necessários para o cálculo da variável IND, a ser explicada logo a seguir;
- Acúmulo dos cargos de Diretor-Presidente e de Presidente do Conselho de Administração pela mesma pessoa;
- Existência de Acordo de Acionistas;
- Percentual de ações ordinárias detidas pelos acionistas participantes do Acordo de Acionistas;
- Percentual de ações ordinárias detidas pelos acionistas controladores;
- Natureza do Controle Acionário, conforme classificação da CVM²; e

¹ Por motivo de falta de informações mais detalhadas, foi necessária a adoção da mesma classificação utilizada pela CVM, onde um membro do Conselho de Administração é externo se pertence apenas ao Conselho e interno se pertence tanto à Diretoria da empresa quanto ao Conselho.

- Se o banco emite ações preferenciais.

Nas duas seções seguintes, apresenta-se de que forma as informações acima compõem as variáveis para o modelo aqui proposto, bem como qual tratamento estatístico que será aplicado.

4.4. Modelo Econométrico e Tratamento dos Dados

Neste estudo, foram feitas estimações com regressões por meio do método de Mínimos Quadrados Generalizados, com os dados no formato de painel. Como já foi mencionado, o conjunto de dados disponível combina séries de tempo e dados do tipo *cross section*, gerando dados em painel e tornando necessária a aplicação de um método de estimação destinado especificamente para bases de dados com este formato.

Os dois principais modelos disponíveis para painéis balanceados³ são o de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios. Conforme Greene (2000), o modelo de efeitos fixos aplica-se quando diferenças nas unidades de análise se justificam de forma que podem ser vistas cada uma como um termo específico (linear) na função de regressão. Entretanto, para outros conjuntos de dados, é mais apropriado supor que os termos específicos são distribuídos de forma aleatória entre as unidades de análise.

Inicialmente, foram realizados testes estatísticos (Teste de Breusch & Pagan e Teste de Hausman) que comprovaram que o modelo mais adequado aos dados disponíveis é o de efeitos aleatórios. Deste modo, o modelo estimado a ser pode ser escrito conforme a equação abaixo:

$$Y_{it} = \alpha + \beta'x_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

onde Y_{it} é o vetor de variável dependente das i unidades no período t , α é o coeficiente linear, β' é o vetor transposto de coeficientes angulares, x_{it} é a matriz de variáveis independentes das i unidades no período t , u_i é um vetor de choques aleatórios das i unidades (com média zero e variância constante) e ε_{it} é

² Os tipos de controle são: (i) Privada Nacional; (ii) Estrangeira; (iii) Estatal Holding; (iv) Estatal; (v) Nacional Holding; e (vi) Estrangeira Holding.

³ Um painel balanceado é a situação onde se dispõem de todas as informações tanto para as variáveis quanto para os períodos de tempo estudados.

um vetor de choques aleatórios das i unidades no período t (com média zero e variância constante ao longo do tempo), tais que:

$$E[u_i]=0; E[u_i^2]=\sigma_u^2; E[\varepsilon_{it}]=0; E[\varepsilon_{it}^2]=\sigma_\varepsilon^2;$$

$$E[\varepsilon_{it} u_j]=0 \text{ para todo } i, t \text{ e } j; E[\varepsilon_{it} \varepsilon_{js}]=0 \text{ se } t \neq s \text{ ou } i \neq j; E[u_i u_j]=0 \text{ se } i \neq j.$$

Como medida de robustez do estudo, as estimações foram feitas para 2 equações distintas: Retorno sobre o Ativo (ROA) e Q de Tobin.

A primeira estimação utilizou como indicador de desempenho econômico-financeiro o ROA, o qual foi calculado como a razão entre o Lucro Líquido⁴ e o Ativo Total Médio.

Já o Q de Tobin, medida amplamente utilizada para representar o valor de mercado de uma empresa, foi calculado da seguinte forma, conforme aproximação proposta por Chung e Pruitt (1994) em Silveira (2002):

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de Mercado} + \text{Valor Contábil das Dívidas}}{\text{Ativo Total do Banco}}$$

Convém destacar que o Valor de Mercado das Ações foi obtido no sistema Economática. Já o valor contábil das dívidas foi calculado pela soma das dívidas de curto (Passivo Circulante) e de longo prazo (Passivo Exigível a Longo Prazo) apresentadas nos balanços patrimoniais dos bancos.

As variáveis independentes utilizadas foram àquelas relativas às características do Conselho de Administração e da Estrutura de Propriedade dos Bancos, as quais estão apresentadas no Quadro 2 a seguir:

Quadro 2 – Variáveis Independentes do Estudo

Variável	Denominação	Mecanismo Interno de Governança Correspondente
Se os cargos de Diretor-Presidente e de Presidente do Conselho de Administração são ocupados pela mesma pessoa (variável <i>dummy</i>)	DP	Conselho de Administração
Tamanho total do Conselho de Administração (em número de membros)	TOT	

⁴ Como a amostra analisada refere-se ao setor bancário, não é imprescindível que se utilize o Lucro Operacional ao invés do Lucro Líquido no numerador para o cálculo do ROA, tendo em vista que muitas das despesas (receitas) financeiras já são deduzidas (acrescentadas) anteriormente à apuração do Resultado Operacional.

Se o Conselho possui de 5 a 9 membros (variável <i>dummy</i>)	TCA	Estrutura de Propriedade
Se mais de 80% do Conselho é composto por administradores externos (variável <i>dummy</i>) ⁵	PECA	
Grau de Independência do Conselho ⁶	IND	
Se o banco emite ações preferenciais (variável <i>dummy</i>)	PREF	
Se o banco possui Acordo de Acionistas (variável <i>dummy</i>)	AA	
Percentual de Ações Ordinárias detido pelos integrantes do Acordo de Acionistas	PAA	
Percentual de Ações Ordinárias detido pelos acionistas controladores	PAC	
Se o acionista controlador possui menos de 70% do total das ações ordinárias (variável <i>dummy</i>)	COSET	

As variáveis acima foram selecionadas pela importância que apresentaram ter, em estudos anteriores, como influentes mecanismos internos de governança corporativa. Dentre tais estudos, pode-se citar: Adams e Mehran (2002, 2003), Silveira (2002, 2004), Silva (2002), Hermalin e Weisbach (1991) e Yermack (1996). Além disso, variáveis como TCA, PREF e COSET foram inseridas não só por condizerem com os resultados de estudos anteriores, mas também por serem recomendações tanto da CVM quanto do IBGC.

Além das variáveis independentes, foram utilizadas as seguintes variáveis para fins de controle (Quadro 3). A inclusão de tais variáveis se faz necessária na medida em que determinados fatores podem exercer influência tanto sobre as variáveis independentes quanto sobre as dependentes. Por isso, então, utiliza-se as variáveis de controle.

Quadro 3 – Variáveis de Controle do Estudo

Variável	Denominação
Estrutura de Capital = Dívida / Ativo	DA
Ativo Total	AT
Se o controle do banco é estatal (variável <i>dummy</i>) [*]	ESTAT
Se o controle do banco é estrangeiro (variável <i>dummy</i>) [*]	ESTRA

^{*} Caso o controle não seja nem estatal, nem estrangeiro, será privado nacional, dado que estas foram as únicas três opções encontradas para os bancos estudados.

⁵ Como administradores ou conselheiros externos precisou-se utilizar a classificação disponível no IAN, onde um conselheiro externo é aquele que não desempenha função alguma na empresa. Dessa forma, resta claro que, um conselheiro externo não necessariamente será independente, no sentido de que não possua qualquer tipo de vínculo com os executivos ou com a própria empresa.

⁶ Conforme proposto por Silveira (2002), o grau de independência é calculado da seguinte forma: (Nº de Membros Externos - Nº de Membros Internos)/Total de Membros do Conselho. Destaque-se que o índice pode variar de -1 até 1.

A estrutura de capital dos bancos, que reflete o seu grau de alavancagem, foi escolhida por ser uma medida que ao mesmo tempo em que afeta o desempenho e valor do banco, está relacionada às decisões tomadas pelo Conselho de Administração.

Já o Ativo Total foi incluído como medida do tamanho de cada banco, já que isto acaba refletindo tanto nas variáveis independentes quanto nas dependentes. Por fim, utilizou-se duas variáveis de controle relativas à natureza do controle acionário dos bancos, a fim de captar não só as diferenças entre eles, como também possíveis reestruturações que possam ter ocorrido durante o período de análise. Convém mencionar novamente que somente três tipos de controle foram encontrados, quais sejam, estatal, estrangeiro e privado nacional.

4.5. Limitações do Método

Com relação ao levantamento da literatura que fundamentou o referencial teórico, pode-se dizer que as limitações são dadas em virtude da escassez de estudos empíricos aplicados ao setor financeiro. Uma outra limitação do estudo refere-se ao fato de que existem poucos bancos listados em Bolsa no Brasil, o que acaba proporcionando uma amostra pequena para análise.

Com relação ao tratamento dos dados, as limitações existentes são: (i) omissão de variáveis importantes; (ii) causalidade reversa e endogeneidade; e (iii) erro ao especificar o modelo ou as variáveis.

A omissão de variáveis importantes ocorre quando não contempla-se no modelo analisado variáveis que podem ter grande poder explicativo sobre a variável dependente. No presente caso, o foco do estudo são dois tipos de mecanismos internos de governança corporativa (Conselho de Administração e Estrutura de Propriedade). Dessa forma, estão sendo omitidos outros mecanismos, internos e externos, que certamente exercem algum tipo de influência sobre o desempenho e valor de mercado das instituições financeiras. Entretanto, seja por motivo de indisponibilidade de informação ou para não extrapolar o escopo do estudo, optou-se por estudar somente aqueles mecanismos internos.

A questão da causalidade reversa e da endogeneidade se faz presente na medida que pressupõe-se, no objetivo deste trabalho, a existência de uma relação causal e de determinação entre variáveis. Tal pressuposição pode estar, de alguma forma, equivocada.

Por fim, a questão da má especificação das variáveis e do modelo pode decorrer da omissão de variáveis importantes, na medida em que não se contemple no modelo as variáveis adequadas. Para tentar se minimizar este problema, este estudo procurou se apoiar em diversos estudos, tanto internacionais quanto nacionais, para que as variáveis e o modelo escolhido estivessem amparados da forma necessária.

5. Resultados

5.1. Estatísticas Descritivas e Matriz de Correlação

As informações que compõem o painel deste estudo podem ser descritas tal como no quadro abaixo. As informações se referem as 114 observações dos 19 bancos entre 1998 e 2003.

Quadro 4 - Estatísticas Descritivas

	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Variáveis Dependentes				
ROA	0.006	0.058	-0.353	0.098
Q de Tobin	1.103	0.169	0.849	1.745
Variáveis Independentes				
Dp	0.105	0.308	0.000	1.000
Tot	6.833	3.033	3.000	20.000
Ln_tot	1.837	0.412	1.099	2.996
Tca	0.719	0.451	0.000	1.000
Peca	0.561	0.498	0.000	1.000
Ind	0.629	0.283	-0.143	1.000
Pref	0.772	0.421	0.000	1.000
Aa	0.079	0.271	0.000	1.000
Paa	80.904	19.658	21.920	99.980
Pac	81.533	17.992	40.250	99.980
Coset	0.281	0.451	0.000	1.000
Variáveis de Controle				
Priv	0.360	0.482	0.000	1.000
Estra	0.044	0.206	0.000	1.000
Estat	0.596	0.493	0.000	1.000
L_at	15.302	2.113	11.138	19.254
At (em R\$ Mil)	\$25,561,976	46,756,929	\$68,759	\$230,144,447
Da	0.873	0.093	0.616	1.219 ¹

Com relação às variáveis dependentes, verifica-se que o Retorno sobre o Ativo (ROA) médio dos bancos é de 0.6%. Tal resultado pode ser considerado baixo, pois foi fortemente influenciado pelos prejuízos apresentados por importantes bancos durante os períodos analisados.

¹ Quatro bancos apresentaram Passivo a Descoberto durante o período de análise, 3 bancos em 1998 e 1 em 1999.

Com relação ao Q de Tobin, seu valor médio foi 1.10, demonstrando que os bancos estão sendo avaliados, em média, em 10% sobre seu ativo total.

No que se refere às variáveis independentes, nota-se que o tamanho médio do Conselho de Administração (TOT) é de 6.8 membros, mas o desvio-padrão é relativamente elevado, sendo observados tanto bancos com 3 conselheiros quanto bancos com 20 conselheiros. O valor médio da variável TCA aponta que, em geral, os Conselhos têm entre 5 e 9 membros, tal como recomendado pelo IBGC e pela CVM. Além disso, pela média da variável DP, observa-se que são raras as vezes em que o Presidente do Conselho é também o Diretor-Presidente do banco.

Quanto à composição do Conselho, pode-se afirmar que é elevado o número de bancos que possuem conselhos com mais de 80% de conselheiros externos (ver variável PECA). Este resultado também está refletido no valor médio do grau de independência do Conselho, medido pela variável IND.

Com relação à estrutura de propriedade, verifica-se que a maioria dos bancos emite ações preferenciais (ver variável PREF) e que poucos possuem acordo de acionistas (ver variável AA). Ademais, constata-se pouca diferença entre o percentual médio de ações ordinárias detidas pelos participantes do acordo de acionistas (PAA) e o percentual médio de ações ordinárias detidas pelos controladores (PAC). Já o resultado da variável COSET corrobora aquele obtido para o PAC, na medida em que fica demonstrado que poucos são os bancos que possuem controladores com menos de 70% do total de ações ordinárias.

Quanto às variáveis de controle, constata-se que a maior parte dos bancos analisados tem controle estatal e muitos poucos, estrangeiro. Há uma grande diferença de tamanho, em termos de Ativo Total, entre as instituições, o que resta demonstrado pelas estatísticas descritivas, seja pelo alto desvio-padrão, ou pela amplitude entre os valores máximo e mínimo. Os bancos participantes da amostra possuem ainda um significativo grau de endividamento, tendo em vista que seu valor médio foi de cerca de 90%.

No Quadro 5, abaixo, são apresentadas as correlações entre as variáveis independentes e de controle utilizadas neste estudo.

Quadro 5 – Matriz de Correlação entre Variáveis Independentes e de Controle

	<i>pref</i>	<i>dp</i>	<i>ln_tot</i>	<i>tca</i>	<i>peca</i>	<i>ind</i>	<i>aa</i>	<i>paa</i>	<i>pac</i>	<i>coset</i>	<i>da</i>	<i>estra</i>	<i>estat</i>	<i>l_at</i>
<i>pref</i>	1.00													
<i>dp</i>	0.19	1.00												
<i>ln_tot</i>	0.03	0.01	1.00											
<i>tca</i>	-0.29	0.15	0.20	1.00										
<i>peca</i>	-0.23	-0.04	-0.33	0.16	1.00									
<i>ind</i>	-0.10	-0.15	-0.38	0.08	0.80	1.00								
<i>aa</i>	0.16	0.22	0.37	-0.11	-0.20	-0.36	1.00							
<i>paa</i>	-0.09	0.01	-0.19	0.32	0.21	0.32	-0.56	1.00						
<i>pac</i>	-0.08	0.07	-0.15	0.31	0.17	0.25	-0.49	0.98	1.00					
<i>coset</i>	0.15	-0.02	0.14	-0.30	-0.23	-0.31	0.47	-0.87	-0.89	1.00				
<i>da</i>	0.00	-0.05	0.33	0.30	-0.01	0.01	-0.01	0.26	0.28	-0.32	1.00			
<i>estra</i>	0.12	-0.07	0.15	0.04	0.02	0.12	-0.06	0.01	0.01	-0.04	0.14	1.00		
<i>estat</i>	-0.45	-0.07	0.02	0.68	0.17	0.01	-0.29	0.41	0.39	-0.40	0.20	-0.26	1.00	
<i>l_at</i>	0.34	-0.02	0.44	-0.10	-0.07	0.09	0.11	-0.05	-0.07	0.02	0.40	0.14	-0.33	1.00

Conforme o quadro acima, pode se verificar que poucas variáveis possuem correlações superiores a 0.50. O grau de independência do Conselho de Administração possui uma correlação de 0.80 com a variável *dummy* que indica se o Conselho possui mais de 80% de conselheiros externos. Como tais variáveis possuem um significado bastante próximo, elas não foram incluídas nas mesmas especificações para o modelo de regressão a ser testado.

Quanto à alta correlação entre as variáveis PAA e PAC, tal situação foi verificada em virtude do fato de que, para os bancos analisados, todos aqueles que participam do acordo de acionistas são controladores também, diferentemente do constatado por Silva (2003), em estudo para empresas não-financeiras. Mesmo assim, optou-se por manter ambas variáveis e não inseri-las somente nas regressões onde a variável COSET estivesse presente, devido à alta correlação que possuem.

Por fim, quanto à correlação de 0.68 existente entre a variável TCA e a variável referente ao fato do banco ser estatal, considerou-se que tal valor não seria impeditivo para manter ambas variáveis, tendo em vista que a variável TCA poderia ter uma influência importante na determinação de alguma das variáveis dependentes estudadas.

5.2. Resultados para o ROA

O Quadro 6, a seguir, apresenta o resultado do modelo de efeitos aleatórios para o ROA, em 5 especificações distintas, que diferem-se pelas variáveis incluídas relativas ao Conselho de Administração e à Estrutura de Propriedade inseridas.

As especificações III, IV e V incluem o grau de independência do Conselho de Administração, enquanto as especificações I e II incluem a variável *dummy* para o caso do Conselho ter mais de 80% de conselheiros externos. A especificações III e IV incluem as variáveis *paa* e *pac*, ao passo que nas especificações I e V possui a variável *dummy* relativa à situação se o banco possui de 5 a 9 membros no Conselho de Administração. O objetivo de testar estas diferentes especificações é garantir a robustez dos resultados obtidos.

Quadro 6 – Resultado do Modelo para a Variável Dependente ROA

Variável Independente	Variável Dependente: ROA				
	I	II	III	IV	V
Pref	-.0221542 (-1.25)		-.0202692 (-1.09)		-.0207463 (-1.17)
Dp	.0219231 (1.01)	.0243018 (1.22)	.0296314 (1.43)	.0282237 (1.35)	.0231954 (1.06)
Tca	.0084589 (0.49)				.0076098 (0.43)
Ln_tot		7.66e-07 (0.00)	.0029962 (0.14)	.0042338 (0.19)	
Ind			.010807 (0.44)	.0142822 (0.58)	.0076097 (0.35)
Peca	-.0036173 (-0.31)	-.0008468 (-0.07)			
Aa	-.0130816 (-0.55)	-.0134325 (-0.53)	-.0140139 (-0.53)	-.0156093 (-0.59)	-.0109636 (-0.45)
Paa			-2.52e-06 (0.00)	-.0000846 (-0.05)	
Pac			-.0001858 (-0.12)	-.0001317 (-0.08)	
Coset	.0027577 (0.19)	.0026952 (0.18)			.0039044 (0.27)
Variável de Controle					
Da	-.3889712*** (-5.96)	-.386978*** (-5.91)	-.3873472*** (-5.88)	-.3873963*** (-5.87)	-.38588*** (-5.88)
L_at	.0074547** (1.99)	.0067123 (1.60)	.0071462 (1.53)	.0061837 (1.32)	.0072327 (1.90)
Estra	-.0229656 (-0.79)	-.0187114 (-0.63)	-.0212866 (-0.69)	-.0225402 (-0.73)	-.0228017 (-0.79)

Estat	-.0195903 (-0.96)	-.0079211 (-0.44)	-.0140314 (-0.72)	-.0085225 (-0.44)	-.0193735 (-0.94)
Constante	.2550147*** (3.77)	.2447087*** (3.54)	.2606204*** (3.54)	.2545584*** (3.41)	.247662*** (3.58)
Observações	114	114	114	114	114
R ²	0.336	0.313	0.331	0.313	0.334
X ²	47.34	44.92	46.47	45.19	47.30

Níveis de Significância: 1%(***), 5%(**), 10%(*).
Estatística z entre parênteses.

Com relação às variáveis independentes do modelo, relacionadas ao Conselho de Administração e à Estrutura de Propriedade, nenhuma pode ser considerada estatisticamente significativa. Os resultados demonstram que, para o modelo proposto, as variáveis independentes não contribuem para explicar a variabilidade do Retorno sobre o Ativo dos bancos analisados, durante o período de 1998 até 2003.

Das variáveis de controle incluídas no modelo, a estrutura de capital dos bancos e o logaritmo do ativo total foram significativos estatisticamente na maioria das especificações.

As especificações de modelo propostas explicam, em média, 32% da variabilidade do ROA. Tal percentual pode ser considerado baixo, entretanto, pelos resultados da Estatística Qui-quadrado, as regressões são significativas estatisticamente a 95% de confiança.

5.3. Resultados para o Q de Tobin

O Quadro 7, logo a seguir, reporta os resultados das 5 especificações do modelo de efeitos aleatórios para o Q de Tobin.

Conforme o Quadro, as especificações I, III e V incluem a variável *dummy* relativa a se o banco emite ações preferenciais. O grau de independência do Conselho de Administração encontra-se nas especificações III, IV e V, ao passo que as I e II trabalham a variável *dummy* referente ao fato de se o Conselho possui 80% de conselheiro externos.

Quadro 7 – Resultado do Modelo para a Variável Dependente Q de Tobin

Variável Independente	Variável Dependente: Q de Tobin				
	I	II	III	IV	V
Pref	-.036976 (-0.60)		-.0304903 (-0.54)		-.0238748 (-0.39)
Dp	-.0087052 (-0.13)	-.0351293 (-0.61)	-.0335498 (-0.59)	-.036649 (-0.66)	.0017323 (0.03)
Tca	-.0216289 (-0.49)				-.0217455 (-0.49)
Ln_tot		-.009747 (-0.17)	.0011496 (0.02)	.0067882 (0.11)	
Ind			-.0557144 (-0.88)	-.0532385 (-0.85)	-.04983 (-0.82)
Peca	-.0455612 (-1.38)	-.0455475 (-1.40)			
Aa	-.1174703* (-1.83)	-.1172448* (-1.80)	-.1014051 (-1.49)	-.1034299 (-1.54)	-.1234191* (-1.89)
Paa			.0033598 (0.83)	.0034091 (0.86)	
Pac			-.0004162 (-0.10)	-.0004159 (-0.10)	
Coset	-.0717222* (-1.91)	-.0734563* (-1.95)			-.0744569** (-1.97)
Variável de Controle					
Da	.5261396*** (3.36)	.5412664*** (3.45)	.5665683*** (3.62)	.5743954*** (3.68)	.5200827*** (-3.28)
L_at	.0083945 (0.57)	.0070494 (0.50)	.0052614 (0.36)	.0035566 (0.25)	.0087232 (0.59)
Estra	-.1538312** (-2.02)	-.1625945** (-2.06)	-.1517354* (-1.90)	-.1563314** (-1.98)	-.1454224* (-1.91)
Estat	-.1123166 (-1.63)	-.1198067** (-2.08)	-.1552658** (-2.50)	-.1512319*** (-2.59)	-.117153* (-1.69)
Constante	.6887537*** (2.70)	.6780317*** (2.95)	.4570463* (1.93)	.4351265* (1.92)	.6873883*** (2.68)
Observações	114	114	114	114	114
R ²	0.345	0.342	0.424	0.418	0.325
X ²	32.92	34.09	39.37	40.37	31.34

Níveis de Significância: 1%***, 5%***, 10%*.
Estatística z entre parênteses.

Os resultados para o modelo proposto, nas suas diferentes especificações, apresentam como variáveis significativas somente àquelas relativas à Estrutura de Propriedade dos bancos, além das variáveis de controle.

Um resultado das regressões refere-se à variável *dummy* que indica se o controlador do banco possui menos de 70% do total de ações ordinárias (variável COSET). Exceto nas especificações onde incluiu-se o percentual de ações ordinárias detidas pelo controlador (variável PAC), no restante, a variável

se mostrou estatisticamente significativa a 5% e a 10%. Entretanto, a relação apontada sinal dos coeficientes indica que se o controlador possui menos de 70% das ações, o que pela teoria seria benéfico para a empresa, o valor da empresa diminui em cerca de 7%. Como a grande maioria dos estudos realizados, principalmente no Brasil, não tem como escopo o setor financeiro, poderia pensar que, para este setor, o percentual ótimo de pulverização das ações ordinárias para o valor do banco seria próximo a 30%. Uma indicação disso reside no fato de que o percentual médio de ações detidas pelos controladores é de 82%.

A variável relativa à existência de acordo de acionistas foi significativa nas especificações I, II e V, a 10%. Apesar disso, o sinal apresentado pelo coeficiente demonstra que, se o banco possui acordo de acionista, o Q de Tobin reduziria em 0.12, em média. Esse resultado não condiz com as recomendações dos códigos de melhores práticas governança corporativa ou com o que a teoria tem sugerido.

Das variáveis de controle, somente àquela referente ao logaritmo do ativo dos bancos não se mostrou significativa em especificação alguma. O R^2 foi superior nas especificações III e IV, enquanto que nas restantes foi de 33%, em média. Conforme a estatística χ^2 , todas as especificações são estatisticamente significativas.

Convém mencionar, por fim, que foi realizada uma simulação para verificar se os resultados das regressões para o Q de Tobin seriam alterados de forma significativa caso a variável de controle DA fosse retirada. Isto porque, poderia se pensar que tal variável estaria contribuindo de forma preponderante tanto no grau de explicação do modelo proposto, quanto na significância das demais variáveis, em função do grande impacto que o nível de endividamento tem no Q de Tobin. No entanto, conforme pode ser observado no Quadro 8 apresentado no Anexo, os resultados da simulação demonstram que as variáveis independentes AA e COSET permanecem significativas, com mesmo sinal e valores praticamente inalterados. Obviamente, há uma redução no grau de explicação do modelo, tendo em vista que uma variável estatisticamente significativa foi excluída. Destaca-se ainda que as variáveis de controle ESTRA e ESTAT deixaram de ser significativas em algumas especificações, o que pode indicar que, mesmo que tais variáveis não possuam alta correlação com a

variável DA, o nível de endividamento possui relação com o tipo de controle de cada banco.

Sendo assim, considerando-se que os resultados da simulação não foram completamente distintos daqueles obtidos anteriormente, optou-se por apresentá-los somente no Anexo desta dissertação.

6. Conclusão

Este trabalho procurou identificar a existência de uma relação significativa entre alguns dos mecanismos internos de governança corporativa e o desempenho e valor dos bancos no Brasil. Mais precisamente, aplicou-se um modelo econométrico a fim de verificar se as características dos Conselhos de Administração e da Estrutura de Propriedade dos bancos, no Brasil, exerciam alguma influência sobre seu desempenho (ROA) e valor de mercado (Q de Tobin).

Conforme a teoria sobre governança corporativa aqui apresentada, Conselhos de Administração sem um número excessivo de conselheiros e com um grau de independência mínimo produziram mais valor às empresas. Assim como a teoria, os Códigos de boas práticas de governança corporativa também recomendam que os Conselhos não tenham mais do que 9 membros e que possuam uma proporção de conselheiros externos maior do que a de internos.

Pelos resultados das estatísticas descritivas deste estudo, os bancos brasileiros estão em conformidade com as recomendações feitas. No entanto, parece que tal adequação não tem se traduzido em melhor desempenho econômico-financeiro (ROA) ou maior valor de mercado (Q de Tobin), de acordo com os resultados das regressões aqui realizadas. Mesmo que resultados semelhantes tenham sido obtidos em estudos para outros países, é possível se questionar se alguma especificidade do setor bancário brasileiro possa ter contribuído para os resultados aqui alcançados.

Uma possível resposta reside no fato de que os bancos estão sob a regulação do Banco Central. Nesse sentido, precisam cumprir normas e atender a determinadas exigências que podem ter impacto nos mecanismos de governança. Ao Banco Central, por exemplo, cabe a homologação da posse e exercício de cargos em órgãos estatutários, conforme Oliveira e Silva (2004). Isto faz com que qualquer candidato a membro do Conselheiro de Administração, Diretor e Sócio-Gerente tenha que ser aprovado pela instituição. Este tipo de norma pode fazer com que a influência dos mecanismos de

governança no desempenho e valor dos bancos seja menor do que aquela verificada em empresas não-financeiras, as quais não necessitam cumprir tais exigências.

Não obstante, Adams e Mehran (2003) também destacam que as questões relativas ao tamanho e à composição do Conselho podem ser influenciadas pelo fato do setor financeiro ser regulado. A falta de uma correlação entre essas variáveis e o desempenho das instituições pode advir tanto de uma especificidade do setor quanto do fato de que os conselheiros priorizariam mais a segurança e a estabilidade da instituição do que a maximização do seu valor de mercado, como sugerem os autores.

Ademais, os resultados das regressões permitem identificar que as variáveis relativas à Estrutura de Propriedade apresentaram alguma significância comparativamente àquelas relacionadas ao Conselho. É razoável supor que a estrutura de propriedade exerça influência no desempenho e valor dos bancos, principalmente porque a amostra analisada é constituída de muitos bancos estatais e de alguns grandes bancos privados.

Entretanto, os resultados encontrados, conforme já apresentado, não estão de acordo com o predito pela teoria, na medida em que tanto a existência de acordo de acionista, quanto a detenção de menos de 70% capital votante pelo controlador, acabaria por reduzir o Q de Tobin dos bancos. Tais resultados também podem ter alguma explicação na regulação, já que todos os assuntos referentes ao acordo de acionistas ou qualquer mudança de composição societária necessitam da anuência do Banco Central. A série de exigências feitas, principalmente no que se refere aos controladores de instituições financeiras, podem indicar que, para este setor, uma pulverização nas ações maior do que 30% pode não ser ótima em termos de valor de mercado (Q de Tobin).

Apesar dos resultados obtidos neste estudo não estarem em conformidade com o esperado segundo a teoria, sua validade reside no fato de que se trata um primeiro esforço na direção de tentar verificar como os mecanismos de governança corporativa afetam o desempenho e o valor de mercado das instituições financeiras. Além disso, convém observar que são praticamente inexistentes estudos empíricos que tenham aplicado o tema de governança ao setor financeiro brasileiro. Seja em função disso, ou pelo próprio fato de que a

adoção das práticas de governança ainda é um processo recente no país, é esperado que os resultados não sejam amplamente satisfatórios.

Como sugestão de pesquisas futuras, pode-se elencar:

- O aumento do horizonte de tempo para análise, considerando-se a disponibilidade dos dados;
- A inclusão de outras variáveis que caracterizem o Conselho de Administração e/ou a Estrutura de Propriedade dos bancos;
- A inclusão de outras variáveis relativas aos demais mecanismos de governança corporativa como, por exemplo, referente à remuneração dos executivos;
- A utilização de outros modelos estatísticos, que considerem inclusive as limitações presentes neste estudo, como o caso da endogeneidade;
- O uso de outras variáveis que determinem o desempenho ou o valor de mercado dos bancos;
- A relação entre os mecanismos de governança e os órgãos reguladores; e
- A investigação de em que medida as normas emitidas pelos órgãos reguladores mitigam ou exarcebam a influência dos mecanismos de governança nas instituições financeiras.

De qualquer forma, é muito importante que continuem sendo realizadas pesquisas empíricas sobre governança corporativa nas instituições financeiras. Os resultados advindos da solidificação da teoria e desses estudos servirão não somente para auxiliar as companhias no seu processo de gestão, como também para a aplicação desses instrumentos pelo órgão regulador.

7. Referências Bibliográficas

Adams, R. B. & Mehran, H. Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies?. **Economic Policy Review** – Federal Reserve Bank of New York, v. 9, n. 1. April, 2003.

Adams, R. B. & Mehran, H. Board Structure and Banking Firm Performance. **EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper**. March 14, 2002. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=302593>. Acessado em 11 de janeiro de 2005.

Allen, F. & Gale, D. **Comparing Financial Systems**. 1. ed. Cambridge MA: MIT Press, cap. 1, 2000.

Almeida, F. G. **Governança Corporativa no Brasil: criação de valor com base na gestão corporativa – um estudo de caso do setor de telecomunicações**. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. 149 p. Rio de Janeiro: IAG/PUC-Rio, 2001.

Anderson, C. W. & Campbell, T. L. Corporate governance of Japanese banks. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 3, p. 327-354. June, 2004.

Arun, T.G. & Turner, J. The Corporate Governance of Banks in Developing Economies: Concepts and Issues. **Corporate Governance: An International Review**, v. 12, p. 371-377, 2004.

Barnhart, S., Marr, W., Rosenstein, S. Firm Performance and Board Composition: Some new evidence. **Managerial & Decision Economics**, v. 15, n. 4, p. 329-340, 1994.

Barnhart, S., Rosenstein, S. Board Composition, Managerial Ownership and Firm Performance: an empirical analysis. **The Financial Review**, v. 33, n. 3, p. 1-36. November, 1998.

Becht, M., Bolton, P. & Röell, A. Corporate Governance and Control. European Corporate Governance Institute. **Finance Working Paper**, v. 2, 2002.

Berle, A., & Gardner, C. Means. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

Bhagat, S., Black, B. Board Independence and Long Term Firm Performance. **Journal of Corporation Law**, v. 27, n. 1, 2002.

_____. The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. **Business Lawyer**, v. 54, n. 2, p. 921-963, 1999.

Bhasa, M. P. Global corporate governance: debates and challenges. **Corporate Governance**, v. 4, n. 2, p. 5-17. Emerald Group Publishing Limited, 2004.

Branson, D.M. The Very Uncertain Prospect of “Global” Convergence in Corporate Governance’, *SSRN Working Paper Series*, 2000. Disponível em: http://papers2.ssrn.com/paper.taf?ABSTRACT_ID=244742. Acessado em 20 de dezembro de 2004.

Bratton, W. W. & McCahery, J. A. Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm: The Case Against Global Cross Reference. **Columbia Journal of Transnational Law**, v. 38, n. 2, 1999.

Chung, K., Pruitt, S. A Simple Approximation of Tobin’s Q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74. Autumn, 1994.

Coffee, J. The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications. **Northwestern University Law Review**, v. 93, 1999.

Crespí *et al.* Governance mechanisms of Spanish bank: Does ownership matter? **The Journal of Banking and Finance**, v. 28, n. 10, p. 2311-30. October, 2004.

Demsetz, H., Lehn, K. The Structure of Corporate Ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 1, p. 1155-1177, 1985.

Denis, D., McConnell. J. J. International Corporate Governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 1-36. March, 2003.

Eisenberg, T., Sundgren, S., Wells, M. Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. **Journal of Financial Economics**, v. 48, p. 35-54, 1998).

Greene, W. **Econometric Analysis**. Fourth Edition, Prentice-Hall, 2000.

Hansmann, H., Kraakman, R. The End of History for Corporate Law. **Georgetown Law Journal**, v. 89, n. 2. Jan, 2001.

Hermalin, B., Weisbach, M. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. **NBER Working Papers**, 2001.

Hermalin, B., Weisbach, M. The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. **Financial Management**, v. 21, n. 4, p. 101–112, 1991.

Hoskisson, R., Yiub, D., Kim, H. Corporate Governance Systems: Effects of capital and labor market congruency on corporate innovation and global competitiveness. **Journal of High Technology Management Research**, v. 15, p. 293–315. Elsevier, 2004.

Jensen, M. C. **A Theory of the Firm: governance, residual claims, and organizational forms**. 320 p. Harvard University Press, 2001.

Jensen, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control mechanisms. **Journal of Finance**, v. 48, p. 831-880. July, 1993.

Jensen, M. e Meckling, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, 1976.

John, K., Qian, Y. Incentive features in CEO compensation in the banking industry. **Economic Policy Review** – Federal Reserve Bank of New York; April, 2003.

Kaplan, S., Minton, B. Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers. **Journal of Financial Economics**, v. 36, p. 225-257, 1994.

Koen, C. I. The Dialectics of Globalization: what are the effects for management and organization in Germany and Japan. **Research in International Business and Finance**, v. 18, p. 173-197. Elsevier, 2004.

La Porta *et al.* Agency Problems and Dividend Policies Around the World. **Journal of Finance**, v. 55, 2000.

La Porta *et al.* Corporate Ownership the World. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

La Porta *et al.* Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 2, p. 1113-1155, 1998.

La Porta *et al.* Legal Determinants of External Finance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, 1997.

Leal *et al.* Ownership, Controle and Corporate Valuation of Brazilian Companies. **OECB Working Paper**. April, 2000.

Mak, Y., Yuanto, K. Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship Between Board Size and Firm Value. **NUS Business School Working Paper**. March, 2002.

Marcassa, A. C. Mecanismos de Governança Corporativa em Bancos. Artigo apresentado na 10ª Semana de Contabilidade, realizada em novembro de 2004, pelo Banco Central do Brasil. Disponível em <http://www4.bcb.gov.br/?CONTABIL10>. Acessado em 20/01/2005.

Okimura, R. T. **Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil**. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Universidade de São Paulo. 120 p. São Paulo: FEA/USP, 2003.

Oliveira, J., Silva, C. A Governança Corporativa no Sistema Financeiro Nacional. Artigo apresentado na 10ª Semana de Contabilidade, realizada em novembro de 2004, pelo Banco Central do Brasil. Disponível em <http://www4.bcb.gov.br/?CONTABIL10>. Acessado em 20/01/2005.

Palepu, K., Khanna, T., Kogan, J. Globalization and Similarities in Corporate Governance: A Cross-Country Analysis. **CEI Working Paper Series**, n. 2002-6. CEI, 2002.

Patton, A., Baker, J. C. Why Do Directors Not Rock the Boat? **Harvard Business Review**, v. 65, p. 10-18, 1987.

Prowse, S. Corporate Control in Commercial Banks. **Journal of Financial Research**, 20, p. 509-527, 1997.

Pukthuanthong, K., Talmor, E., Wallace, J.S. **Corporate governance and theories of executive pay**. *Corporate Ownership & Control*, v. 1, n. 2. Winter, 2004.

Romano, R. Corporate Law and Corporate Governance. **Industrial and Corporate Change**, v. 2, p. 277-337, 1996.

Shleifer, A., Vishny, R. W. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783. June, 1997.

Silva, F. M. **Governança Corporativa e Performance Empresarial no Brasil**. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. 133p. Rio de Janeiro, 2003.

Silveira, A. di. M. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese de Doutorado – Departamento de Administração, Universidade de São Paulo. 250 p. São Paulo: FEA/USP, 2004.

Silveira, A. di. M. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Universidade de São Paulo. 152 p. São Paulo: FEA/USP, 2002.

Soares, C. R. P. **O impacto da governança corporativa sobre o comportamento dos preços de ações no Brasil: O caso do papel e celulose**. Dissertação (Mestrado) – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Universidade de São Paulo. 97 p. Piracicaba, 2003.

Srour, G. **Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras**. Dissertação de Mestrado – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. 61 p. Rio de Janeiro, 2002.

Stulz, R. Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1/2, p. 25-54, 1988.

Vergara, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 1997.

Yermack, D. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. **Journal of Financial Economics**, v. 40, n. 3, p 185-213, 1996.

8. Anexo

Quadro 8 – Resultado da Simulação do Modelo para a Variável Dependente Q de Tobin

Variável Independente	Variável Dependente: Q de Tobin				
	I	II	III	IV	V
Pref	-.0400277 (-0.61)		-.0362981 (-0.63)		-.0267838 (-0.41)
Dp	.0101019 (0.14)	-.0156513 (-0.26)	-.0180608 (-0.31)	-.0222173 (-0.38)	.0200574 (0.28)
Tca	-.0192585 (-0.41)				-.01788 (-0.38)
Ln_tot		-.0232137 (-0.37)	-.0021889 (-0.03)	.002917 (0.05)	
Ind			-.0799915 (-1.21)	-.0763618 (-1.17)	-.0701027 (-1.10)
Peca	-.0483133 (-1.39)	-.0490274 (-1.43)			
Aa	-.1201644* (-1.78)	-.1162381* (-1.70)	-.1089364 (-1.53)	-.1105346 (-1.57)	-.1294606* (-1.89)
Paa			.0029295 (0.70)	.0029016 (0.70)	
Pac			-.0001031 (-0.02)	-1.33e-06 (0.00)	
Coset	-.0691535* (-1.75)	-.0704343* (-1.78)			-.0726726* (-1.84)
Variável de Controle					
L_at	.0154138 (0.97)	.016194 (1.05)	.0166294 (1.15)	.0150146 (1.08)	.0165042 (1.05)
Estra	-.1216407 (-1.53)	-.1179962 (-1.42)	-.1137498 (-1.38)	-.11679 (-1.43)	-.1144026 (-1.44)
Estat	-.0892522 (-1.21)	-.0872539 (-1.37)	-.1199294* (-1.94)	-.1128515* (-1.93)	-.0924247 (-1.26)
Constante	1.025026*** (3.99)	1.012781*** (4.24)	.7889068*** (3.62)	.764373*** (3.63)	1.016331*** (4.01)
Observações	114	114	114	114	114
R ²	0.215	0.203	0.312	0.304	0.198
X ²	19.48	19.63	24.38	24.69	18.69

Níveis de Significância: 1%(***), 5%(**), 10%(*).
Estatística z entre parênteses.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)