

EMERSON BAZILIO PEDREIRA

**ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE O ÍNDICE DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA, PREÇO DAS AÇÕES E DESEMPENHO DOS TRÊS
PRINCIPAIS BANCOS PRIVADOS BRASILEIROS**

MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PUC / SP

SÃO PAULO

2005

EMERSON BAZILIO PEDREIRA

**ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE O ÍNDICE DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA, PREÇO DAS AÇÕES E DESEMPENHO DOS TRÊS
PRINCIPAIS BANCOS PRIVADOS BRASILEIROS**

MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO

Dissertação apresentada à Banca
Examinadora da Pontifícia Universidade
Católica de São Paulo, como exigência
parcial para obtenção do título de Mestre em
Administração, sob a orientação do Prof. Dr.
José Odálio dos Santos.

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PUC / SP

SÃO PAULO

2005

BANCA EXAMINADORA

Autorizo, exclusivamente para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta dissertação por processos de fotocopiadoras ou eletrônicos.

Assinatura: _____ Local e Data: _____

Ao Prof. Dr. José Odílio dos Santos

Pelo incentivo e orientação,

Ofereço esta dissertação

A minha esposa,

Elisabete Regina Baptista de Oliveira,

pela dedicação e todo amor que tenho por ela

e que dela também tenho recebido,

Dedico a Deus

Agradecimentos

Ao Prof. Dr. José Odálio dos Santos, com quem tive a honra de aprender nas disciplinas do curso de Pós-Graduação e desenvolver artigos em conjunto, por sua atenção e dedicação durante todo o trabalho de orientação acadêmica e amizade.

Ao Prof. Dr. Rubens Famá, membro da banca, com quem tive a honra de aprender nas disciplinas do curso de Pós-Graduação, por suas críticas e sugestões e principalmente pelo exemplo de profissionalismo com quem tive a honra partilhar em minha vida profissional.

Ao Prof. Dr. João Carlos Douat, membro da banca, pelas oportunidades oferecidas para o meu desenvolvimento e pelas críticas e sugestões muito valiosas para o aprimoramento desta dissertação.

Ao colega e recente Mestre Eduardo Pozzi, pelas discussões e sugestões durante todo o curso de Pós-Graduação.

Aos professores do Departamento de Pós-Graduação em Administração da PUC-SP, pelo aprendizado.

A secretaria do curso de Pós-Graduação em Administração em especial a Rita de Cássia, por sua atenção e carinho no atendimento aos mestrandos.

Aos amigos Celestino Augusto Filipini, Fábio Daniotti Maschio, Jamil Kalil Naufal Jr., Kátia Camorci e Aurélio Carlos de Souza, pelo apoio, convívio e motivação durante o curso de mestrado e em especial para o amigo e grande profissional Eng. Amadeu Chevitaressé.

Aos colegas Thiago Campos Arriel e Sergio Mikio Koyama, pelo apoio no desenvolvimento deste trabalho.

A minha esposa e nossas famílias, pelo amor, motivação, carinho e afeto, durante todos estes anos.

Por fim a Deus, nosso Senhor Jesus Cristo, por nossa saúde.

RESUMO

ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE O ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, PREÇO DAS AÇÕES E DESEMPENHO DOS TRÊS PRINCIPAIS BANCOS PRIVADOS BRASILEIROS

Com a evolução dos mercados, principalmente a partir da globalização, os investidores passaram a demandar informações mais detalhadas sobre a qualidade dos investimentos e financiamentos realizados pelos bancos e pelas empresas. A transparência e solidez das informações publicadas tornam-se, então, elementos essenciais para que as práticas de governança corporativa sejam aplicadas de maneira eficaz. O objetivo desta dissertação é verificar e analisar o comportamento dos preços das ações dos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, após a inclusão no Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) da BOVESPA. Busca-se, assim, elucidar se a adoção das práticas de governança corporativa recomendadas pela BOVESPA acarretou em uma maior valorização no preço das ações dos bancos pesquisados. O trabalho de pesquisa desenvolvido é do tipo qualitativo e quantitativo e tem como base procedimentos estatísticos, buscando produzir uma proposição admitida como verdadeira em virtude da população pesquisada a partir da amostra considerada de bancos nacionais. Para tanto, esta dissertação investiga três aspectos: o primeiro, relacionado com uma avaliação geral sobre a situação dos bancos pesquisados em termos de seus retornos e uma visão geral do desempenho do mercado; o segundo, relacionado com a análise dos retornos anormais ou extraordinários dos preços das ações dos bancos pesquisados em relação aos indicadores de mercado, Ibovespa e IGC; e o terceiro e último, através de uma regressão multivariável do preço das ações dos bancos pesquisados em termos de variáveis de valor e desempenho e variáveis macroeconômicas. Os resultados obtidos neste trabalho mostraram que não é possível afirmar que ocorreu a valorização das ações dos bancos pesquisados, Bradesco, Itaú e Unibanco, após a adesão dos mesmos aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA.

Palavras-Chaves: Governança Corporativa, Teoria de Agência, Finanças, Bancos.

ABSTRACT

ANALYSIS OF THE RELATION BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE INDEX, STOCKS PRICES AND PERFORMANCE OF THE THREE MAIN BRAZILIAN BANKS

With the evolution of the markets, above all from the globalization process on, investors started demanding more detailed information about the quality of the investments and financing carried out by banks and companies. The transparency and solidity of the information published by companies become essential elements so that corporate governance practices can be applied in an efficient way. The purpose of this work is to verify and analyze the stock prices behavior of the banks Bradesco, Itaú and Unibanco after the migration of their stocks to BOVESPA's Differentiated Corporate Governance Index (IGC, in Portuguese). This paper tries to clarify if the adoption of corporate governance practices, recommended by BOVESPA, has promoted growth in the stock prices of the researched banks. This work employs qualitative and quantitative methodologies and is based on statistical procedures, seeking to produce an assumption believed as true, because of the population researched from the sample of national banks. In this sense, this work researches three different aspects: the first one, related to a general evaluation of the situation of the researched banks as to their returns and general view of the market's performance; the second, related to the analysis of abnormal or extraordinary return rates of the prices of the stocks of the researched banks in relation to market indexes, Ibovespa and IGC; and finally the third aspect, through a multi-variable regression of stock prices of the researched banks in terms of value, performance and macro-economic variables. The results of this research demonstrate that it is not possible to assert that there was appreciation in value of the stocks of the researched banks (Bradesco, Itaú and Unibanco) after they migrated to BOVESPA's differentiated corporate governance levels.

Key words: Corporate Governance, Theory of Agency, Finance, Banks.

SUMÁRIO

1.	Problema de Pesquisa	1
1.1.	Introdução	1
1.2.	Formulação do Problema	3
1.3.	Objetivos	5
1.4.	Justificativa da Pesquisa	5
1.5.	Delimitações do Trabalho	7
1.6.	Hipóteses da Pesquisa	8
2.	Fundamentação Teórica.....	9
2.1.	Introdução	9
2.2.	Governança Corporativa e o Desempenho Financeiro.....	11
2.3.	Estudos Relacionando Governança Corporativa e Preço das Ações.....	12
2.4.	Teoria de Agência	13
2.5.	Separação Entre Propriedade e Controle nas Empresas.....	14
2.6.	Sistemas de Governança Corporativa no Mundo	16
2.6.1.	A Governança Corporativa nos Estados Unidos da América	17
2.6.2.	A Governança Corporativa no Reino Unido.....	18
2.6.3.	A Governança Corporativa na Alemanha	19
2.6.4.	A Governança Corporativa no Japão	21
2.6.5.	A Governança Corporativa no México	22
2.7.	A Governança Corporativa no Brasil.....	25
2.7.1.	Níveis de Governança Corporativa.....	30
2.7.2.	Práticas Necessárias para Listagem no Nível 1	31
2.7.3.	Práticas Necessárias para Listagem no Nível 2	31
2.7.4.	Novo Mercado	32
2.7.5.	Índice de Ações com Governança Corporativa (IGC).....	33
2.7.6.	CrITÉrio de Ponderação.....	33
2.7.7.	Cálculo do Índice	34
2.7.8.	Breve Histórico	35
2.8.	Comparação Entre Sistemas de Governança Corporativa.....	37
2.9.	Efeitos da Governança Corporativa no Desempenho Corporativo e na Valorização das Ações das Empresas.....	39
2.10.	Efeitos da Governança Corporativa na Redução do Custo de Capital das Empresas e na Obtenção de Recursos Financeiros no Mercado	40
2.11.	O Mercado e as Práticas de Governança Corporativa.....	42
2.12.	Cenário Legal e Regulatório da Governança Corporativa no Brasil.....	43
3.	Panorama do Setor Financeiro e Bancário no Brasil.....	45
3.1.	Informações Gerais Sobre o Setor Bancário	47
4.	Metodologia da Pesquisa.....	54

4.1.	Método Utilizado	55
4.2.	Definição Teórica e Operacional das Variáveis Pesquisadas.....	57
4.2.1.	Seção – Retornos Anormais ou Extraordinários.....	57
4.2.1.1.	Retorno	57
4.2.2.	Seção – Modelo Matemático de Regressão	58
4.2.2.1.	Valor das Ações dos Bancos e dos Indicadores de Mercado	58
4.2.2.2.	Valor dos Bancos.....	58
4.2.2.3.	Retorno	60
4.2.2.4.	Solvência e Alavancagem.....	61
4.2.2.5.	Variáveis Macroeconômicas.....	62
4.2.2.6.	Variáveis do Tipo <i>Dummies</i>	62
4.2.2.7.	Variáveis de Identificação dos Bancos	63
4.2.2.8.	Variáveis de Defasagem	63
4.3.	População, Amostragem e Coleta de Dados	64
4.4.	Limitações da Pesquisa	65
4.4.1.	Relações de Causalidade entre as Variáveis	66
4.4.2.	Limitação Temporal dos Dados	66
4.4.3.	Especificações do Modelo	68
4.4.4.	Erros nos Dados	68
4.4.5.	Correlação Espúria.....	69
4.5.	Modelo da Pesquisa / Modelagem	70
4.6.	Modelo Esquemático do Teste da Pesquisa	71
4.7.	Resumo Descritivo das Variáveis Principais	72
5.	Análise dos Resultados.....	74
5.1.	Estrutura de Governança dos Bancos Pesquisados	74
5.1.1.	Taxa Selic	76
5.1.2.	Dólar PTAX.....	77
5.1.3.	Risco Brasil e Título C-Bond.....	78
5.1.4.	TJLP.....	79
5.1.5.	IGPM	80
5.2.	Valor e Desempenho dos Bancos Pesquisados	81
5.2.1.	Comportamento dos Preços das Ações dos Bancos, Antes e Após a Data de Criação do Índice de Governança Corporativa da BOVESPA.....	89
5.2.2.	Análise dos Retornos dos Preços das Ações dos Bancos Pesquisados	95
5.3.	Resultado dos Testes de Hipóteses para Retornos Anormais.....	100
5.3.1.	Análise da Correlação entre as Variáveis de Retorno Anormal Pesquisadas	104
5.4.	Relação entre Governança Corporativa, Valor e Desempenho dos Bancos.....	106
5.4.1.	Análise do Modelo de Regressão Multivariável.....	107
5.5.	Resumo dos Resultados da Pesquisa.....	115
6.	Considerações Finais	118
	Referências Bibliográficas	123

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Governança corporativa: protagonistas e transações	3
Figura 2 – Modelo de relação da governança corporativa	70
Figura 3 – Hipóteses da pesquisa	71

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Indicadores de desempenho de 1998 a 2004.....	46
Tabela 2 - Indicadores gerais do setor considerando Bradesco, Itaú, Unibanco, Banco do Brasil e Banespa	47
Tabela 3 - Bancos por origem de capital.....	48
Tabela 4 - Número de agências e postos de atendimento.....	48
Tabela 5 - Percentual de bancos, agências e postos de atendimento por categoria de banco.....	49
Tabela 6 - Número de contas, cartões de débito e clientes com <i>Internet Banking</i>	50
Tabela 7 - Captações, saldos no fim do exercício (em bi R\$).....	50
Tabela 8 - Volume por canal de recebimento (em milhares de R\$).....	51
Tabela 9 - Número de cartões de crédito, transações e valor total das transações	51
Tabela 10 - Quantidade de transações por origem (em milhões)	52
Tabela 11 - Investimentos em TI (em milhões de R\$).....	53
Tabela 12 – Sistemas de informações utilizados no estudo	65
Tabela 13 – Resumo descritivo das principais variáveis.....	72
Tabela 14 – Total dos ativos, base balanço patrimonial (em bi R\$), atualizado pela inflação ...	81
Tabela 15 - MVA (em bi R\$), atualizado pela inflação	82
Tabela 16 - Patrimônio líquido, base balanço patrimonial (em bi R\$), atualizado pela inflação	85
Tabela 17 - Receitas de intermediação financeiras (em bi R\$), atualizado pela inflação	85
Tabela 18 - Lucro do exercício (em bi R\$), atualizado pela inflação	86
Tabela 19 - Retorno sobre os investimentos (ROA)	87
Tabela 20 - Retorno sobre o patrimônio líquido (RPL)	87
Tabela 21 - Correlações entre retornos diários no período de 2001 a 2004.....	93
Tabela 22 - Correlações entre retornos diários no período de 1998 a 2001	94
Tabela 23 - Correlações entre retornos diários no período de 1998 a 2004	95
Tabela 24 - Valores médios semestrais dos índices de mercado e preços de ações.....	95
Tabela 25 - Retornos acumulados evolução semestral de 1998 a 2004	97
Tabela 26 - Retornos semestrais de 1998 a 2004	98
Tabela 27 - Retornos acumulados evolução semestral de 2001 a 2004	99
Tabela 28 - Retornos semestrais de 2001 a 2004	100
Tabela 29 - Quantidade de retornos extraordinários por período a 5% significância com relação ao Ibovespa.....	101
Tabela 30 - Quantidade de retornos extraordinários por período a 5% significância com relação ao IGC	102
Tabela 31 - Quantidade de retornos extraordinários positivos por período a 5% significância com relação ao Ibovespa	102
Tabela 32 - Quantidade de retornos extraordinários positivos por período a 5% significância com relação ao IGC.....	102
Tabela 33 - Correlações entre retornos anormais no período de 2001 a 2004, base IGC	104

Tabela 34 - Correlações entre retornos anormais no período de 1998 a 2001, base Ibovespa..	105
Tabela 35 - Correlações entre retornos anormais no período de 1998 a 2004, base Ibovespa..	105
Tabela 36 - Regressão multivariável da variável valor da ação - Modelo com variáveis defasadas	108
Tabela 37 - Regressão multivariável da variável valor da ação - Modelo com variáveis defasadas, eliminando as variáveis não significativas.....	112
Tabela 38 - Regressão multivariável da variável valor da ação - Modelo com variáveis defasadas, eliminando as variáveis <i>dummies</i> não significativas	113
Tabela 39 - Resumo dos resultados da regressão multivariável.....	116

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Acompanhamento do Ibovespa e principais eventos macro-econômicos.....	74
Gráfico 2 - Evolução da taxa Selic.....	76
Gráfico 3 - Evolução da taxa do dólar PTAX	77
Gráfico 4 - Evolução do risco Brasil e do título C-Bond (US\$)	78
Gráfico 5 - Evolução da TJLP (%) a.a.	79
Gráfico 6 - Evolução da taxa de inflação com base no IGPM	80
Gráfico 7 - Evolução MVA (em bi R\$), atualizado pela inflação.....	84
Gráfico 8 - Evolução do Ibovespa e IGC e do preço da ação do Bradesco.....	88
Gráfico 9 - Evolução do Ibovespa e IGC e do preço da ação do Itaú	88
Gráfico 10 - Evolução do Ibovespa e IGC e do preço da ação do Unibanco	89
Gráfico 11 - Evolução percentual dos índices Ibovespa e IGC e do valor da ação do Bradesco	90
Gráfico 12 - Evolução percentual dos índices Ibovespa e IGC e do valor da ação do Itaú.....	91
Gráfico 13 - Evolução percentual dos índices Ibovespa e IGC e do valor da ação do Unibanco	92

1. Problema de Pesquisa

“The publicly held business corporation is an awesome social invention. Millions of individuals voluntarily entrust billions of dollars, francs, pesos, etc. of personal wealth to the care of managers on the basis of a complex set of contracting relationships which delineate the rights of the parties involved. The growth in the use of the corporate form as well as the growth in market value of established corporations suggests that at least, up to the present, creditors and investors have by and large not been disappointed with the results, despite the agency costs inherent in the corporate form. Agency costs are as real as any other costs. The level of agency costs depends, among other things, on statutory and common law and human ingenuity in devising contracts. Both the law and the sophistication of contracts relevant to the modern corporation are the products of a historical process in which there were strong incentives for individuals to minimize agency costs. Moreover, there were alternative organizational forms available, and opportunities to invent new ones. Whatever its shortcomings, the corporation has thus far survived the market test against potential alternatives.”

Jensen and Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure (1976)

1.1. Introdução

Nos últimos anos a governança corporativa vem se tornando um dos temas mais populares e proeminentes de discussão no Brasil e no mundo dentro da área de administração. Foco de atenção e pesquisa acadêmica em várias universidades e centros de pesquisa, o tema tem apresentado interesse especial em todos os setores da economia.

No cenário brasileiro, o desenvolvimento das boas práticas de governança vem de encontro às próprias necessidades de desenvolvimento do mercado de capital nacional, das necessidades macroeconômicas ligadas à globalização dos mercados, das necessidades pelas empresas e instituições nacionais de novas fontes de recursos e investimentos, e também dos recentes exemplos organizacionais que demonstram que as empresas não devem se ater apenas à busca de operações mais lucrativas baseadas apenas em seus planos de negócios, mas também em mecanismos de controle que garantam aos seus investidores a proteção e retorno sobre os investimentos realizados.

Neste trabalho, adotou-se a abordagem apresentada por Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 32) que apresenta a teoria de agência e governança corporativa como sendo um processo de conciliação das ambições e comportamentos dos acionistas, ou seja, dos proprietários da sociedade por ações com as pessoas que a administram, os gestores, tomando como base o pressuposto de que o principal objetivo dos gestores deve ser a maximização da riqueza dos proprietários, o que traduzir-se-ia em maximizar o preço da ação ordinária da empresa.

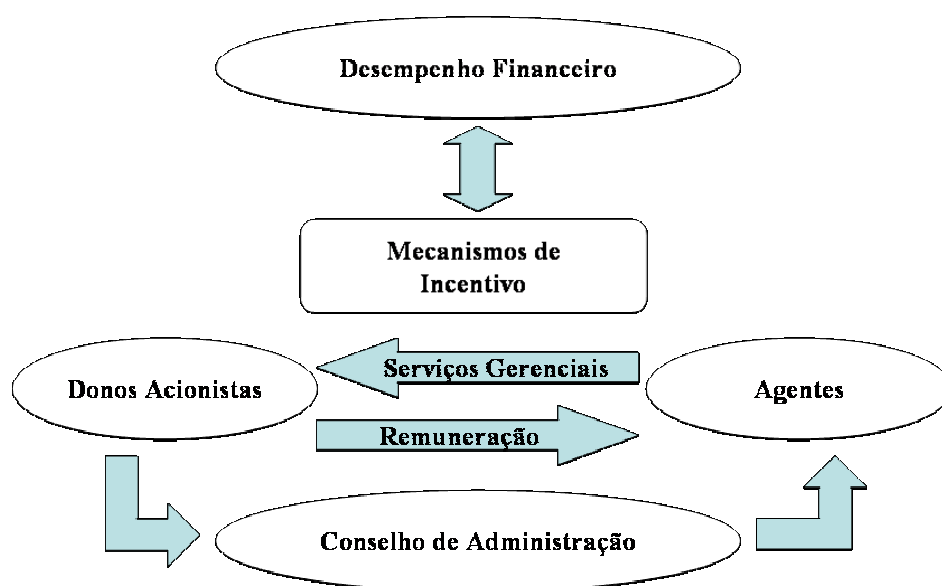
O sucesso da governança corporativa depende portanto da transparência nas informações, operações claras e bem definidas, prestação de contas, intenção e empenho dos administradores em atingir os resultados esperados pelos proprietários. Brigham e Weston (2000, p. 18) destacam que nem sempre os interesses dos proprietários e administradores são convergentes, ou seja, há conflitos de interesses em potencial entre os principais (acionistas externos) e o agente (gerente) ou entre os acionistas e os credores.

Gitman (2002, p. 7-28) alerta para o fato de que os administradores em geral concordam com a premissa de maximização do lucro para os acionistas. Contudo, em termos práticos, podem estar mais preocupados com seus próprios interesses, como enriquecer, melhorar seu estilo de vida, garantir a perpetuidade no emprego, entre outras vantagens. Argumenta ainda que, tecnicamente, qualquer administrador que possua menos de 100% da empresa é, em certa medida, um agente dos outros proprietários.

Para eliminar ou minimizar os conflitos de agência, a estrutura da governança deve especificar a atribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da empresa – como os dirigentes, acionistas, conselho de administração e outros *stakeholders* – e detalhar as regras e procedimentos para tomada de decisões no que se refere a assuntos corporativos. Por fazer isso, provê a estrutura pela qual os objetivos da companhia são definidos e os meios para atingir suas metas e monitorar seu desempenho.

Na Figura 1 é apresentado um fluxograma sintetizado, destacando as interações entre os principais protagonistas da governança corporativa e seus esforços mútuos para o alcance contínuo de desempenhos financeiros que superem ou, no mínimo, atinjam os resultados esperados pelos administradores e proprietários. Na primeira fase, os proprietários contratam os administradores para representá-los na gestão da empresa, pagando-lhes uma remuneração gerencial. A seguir, os administradores têm a tarefa de gerar desempenhos financeiros favoráveis, monitorá-los e formalizá-los a todos os proprietários e mercado.

Figura 1 – Governança corporativa: protagonistas e transações



Fonte: Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose. In: 4º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo, 2004. Adaptado pelo autor.

1.2. Formulação do Problema

O conjunto de mecanismos necessários para harmonizar a relação entre gestores e acionistas decorre da tentativa de resolução do problema de agência. O trabalho que inaugurou a linha de pesquisa sobre o problema de agência foi publicado por Jensen e Meckling (1976), que desenvolveram todo um corpo teórico tratando dos inevitáveis conflitos de interesses entre acionistas, gestores, credores e funcionários de uma empresa. O raciocínio baseia-se nas relações entre “agentes” e “principais”, nas quais os agentes representam, em tese, os interesses dos principais. É o caso, por exemplo, do acionista (o principal, neste caso) e do administrador (agente) de uma organização.

O problema de agência ocorre quando o agente, que deveria agir sempre no melhor interesse do principal (razão pela qual é contratado), age tendo em vista o seu melhor interesse, isto é, maximizar sua utilidade pessoal. Como não há conflitos de interesse possíveis quando o mesmo indivíduo acumula as funções de acionista e administrador, o problema de agência surge na medida em que propriedade e controle se separam.

Dentro da perspectiva do problema de agência, a temática voltada à governança corporativa surge como um conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de

recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento. O conceito de fornecedores de recursos engloba tanto os credores quanto os acionistas, sendo que a predisposição dos mesmos injetarem recursos nas empresas é proporcional à existência e aplicação de mecanismos de proteção contra expropriação por parte dos gestores e acionistas controladores. La Porta et al. (2000 p.17), corroboram esta afirmação, constatando que as grandes empresas dos países com fraca proteção legal aos investidores têm dificuldade de captação externa de recursos, sendo a maioria controlada pelo estado ou por famílias que as fundaram. Além disso, os autores constatarem que na maior parte do mundo, incluindo o Brasil, o problema de agência fundamental não é o definido por Berle e Means (1932), entre investidores externos e gestores, mas sim entre os pequenos investidores externos e os acionistas controladores, que possuem controle quase total sobre os gestores, além da própria visão que o mercado faz sobre a empresa em questão.

Nestas situações onde a imagem da empresa vem a público, um dos principais mecanismos para se avaliar o desempenho das empresas passa a ser o acompanhamento do valor de suas ações juntos às bolsas de valores, às quais estas empresas estão associadas. Cabendo como no caso brasileiro, à Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) a função de estabelecer as regras e regular o funcionamento deste mercado diferenciado das empresas que optarem por adotar as melhores práticas de governança corporativa, definindo as condições para a adesão e permanência das empresas neste mercado diferenciado. Sob este ponto de vista, é de se esperar que empresas que adotem as melhores práticas de governança corporativa tendam a apresentar melhores resultados e, conseqüentemente, maior valor para os acionistas.

Assim sendo, o presente estudo investiga se, no setor bancário brasileiro, o valor das ações dos bancos com governança corporativa refletiram uma suposta valorização após a adoção das novas práticas e regulamentos da BOVESPA, buscando sugerir que a governança corporativa efetivamente represente alguma maneira mais eficaz em termos de administração empresarial e sendo, portanto, capaz de maximizar o valor dos bancos. Em suma, busca-se analisar o desempenho das ações ordinárias dos bancos por meio do acompanhamento do valor de suas negociações diárias na bolsa de valores, que poderia indicar a existência de um relacionamento entre a adoção das práticas de governança corporativa, desempenho e o valor dos bancos.

1.3. Objetivos

Esta pesquisa tem por objetivo verificar se o valor de mercado e o desempenho de três bancos privados brasileiros de grande porte (Bradesco, Itaú e Unibanco), com ações que integram o índice da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), apresentaram evolução significativa após serem listados no índice de governança corporativa (IGC), em 2001. Como critério para constatação de evolução significativa, adotou-se a comparação entre os retornos das ações dos três bancos, três anos antes e três anos após sua listagem no IGC. Mais especificamente, os objetivos são:

- Verificar se existe relação significativa e positiva entre governança corporativa e valor dos bancos que migraram ou que passaram a adotar as novas práticas de governança corporativa em vista de seu desempenho e valor antes da migração ou da adoção das novas práticas;
- Analisar o desempenho de bancos no mercado brasileiro, antes e após a migração ou adoção das novas práticas de governança corporativa;
- Contribuir para a discussão sobre o tema mais geral de governança corporativa, haja vista a crescente importância do assunto no país e a escassez de estudos acadêmicos sobre o tema para instituições financeiras;
- Verificar se para esse setor, a estratégia de adoção das práticas de governança corporativa, não seria uma mera ação de marketing, face às já tão elevadas taxas de retorno do setor.

1.4. Justificativa da Pesquisa

Atualmente, a governança corporativa como campo de estudo abrange uma ampla discussão envolvendo conceitos das áreas de direito, contabilidade, finanças e economia, sendo que a combinação desses conceitos tem levado a várias questões e a um grande debate, tanto no campo teórico do pensamento acadêmico quanto no ambiente corporativo. Segundo Zingales (1998, p.1), o próprio termo governança corporativa (*corporate governance*) não existia na língua inglesa até o final dos anos 70, apesar das questões centrais terem sido apresentadas em 1932 por Berle e Means. No ambiente corporativo, os debates foram intensificados a partir de meados da década de

oitenta, com o ativismo gerado pela CalPERS – *California Public Employees Retirement System* – um fundo de pensão com recursos de mais de 70 bilhões de dólares na época. Segundo English II, Smythe e McNeil (2003, p.3), a CalPERS é hoje reconhecida como uma das líderes do ativismo de fundos de pensão nos EUA, sendo que uma de suas ações iniciais foi a de atuar decisivamente na criação, em 1985, do Conselho dos Investidores Institucionais (CII - *Council of Institutional Investors*), com o objetivo de cuidar dos interesses dos investidores institucionais e que atuou como importante organismo de difusão das práticas de governança corporativa.

A principal motivação para o foco na governança corporativa nas empresas parte do pressuposto de que a responsabilidade dos administradores como executivos em uma empresa é a de gerar riqueza ou de forma mais difundida, a de criar valor para os acionistas, como afirma Rappaport (1998, p.1): “a avaliação de uma empresa com o objetivo de administrá-la com base no conceito de criação de valor é a questão principal de praticamente todos os executivos na atualidade, tornando a criação de valor para o acionista o padrão global para mensuração do desempenho do negócio”.

Dentre as várias hipóteses estudadas na literatura acadêmica, a maioria das pesquisas sobre governança corporativa procura investigar uma estrutura eficiente de governança, tentando minimizar a diferença entre o valor da empresa eficiente e o apreçamento atual de mercado. Dentro da compreensão da estrutura de governança corporativa, um dos principais fatores é o estudo da estrutura de propriedade e controle das empresas, que afetariam de alguma forma as decisões estratégicas e operacionais dos negócios.

Segundo Patterson (2002, p.4), a busca pela relação entre governança corporativa e valor das empresas pode ser considerada uma área de pesquisa madura no exterior, tendo em vista o crescimento exponencial do número de estudos sobre o tema nos últimos anos. A seção de fundamentação teórica apresenta importantes trabalhos sobre o tema, cuja maioria é constituída por testes empíricos que procuram obter uma relação estatística significativa entre diversas variáveis associadas ao desempenho e valor da empresa e variáveis associadas à estrutura de governança corporativa. No Brasil, tanto os trabalhos teóricos sobre o tema quanto os trabalhos empíricos com a busca quantitativa pelas possíveis relações são ainda escassos e não conclusivos, justificando os esforços voltados para uma compreensão melhor sobre o tema.

Atualmente, apesar de cada vez mais as economias de todo o mundo, inclusive no Brasil, se tornarem mais complexas e voláteis através dos efeitos de integração e globalização dos mercados, facilitados pelos mecanismos de fluxo de capitais, a

discussão sobre o tema de governança corporativa e sobre o mercado de controle corporativo, ganha cada vez mais importância no âmbito corporativo. No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo lançou em 2001 a classificação de empresas em “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa”, classificando-as em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado de acordo com o grau de compromisso assumido pela empresa com relação a algumas práticas societárias. Além disso, como forma de demonstração da importância do tema, foi fundado em 1995 o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, com o objetivo de difundir o conceito entre as empresas. Atualmente, entidades governamentais como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) consideram o aperfeiçoamento e mesmo a difusão das práticas de governança nas empresas brasileiras um tópico essencial ao desenvolvimento do mercado de capitais doméstico.

O entendimento e a adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras poderia, caso confirmada a hipótese da sua importância, ser útil para ajudá-las a se tornarem mais eficientes e para desenvolver o mercado de capitais nacional.

Dessa forma, a suposição de que o tema governança corporativa, e conseqüentemente a valorização das ações dos bancos que adotam práticas diferenciadas, seja importante para se reconhecer e constatar se realmente estas instituições apresentaram melhor performance, justifica-se como uma tentativa deste estudo, o qual poderá contribuir no campo de administração de empresas no Brasil, sendo este representante de países com economia emergente.

1.5. Delimitações do Trabalho

A primeira delimitação importante deste trabalho ocorre no campo teórico. Nesta pesquisa é aplicada a perspectiva de governança corporativa, como sendo um conjunto de regras práticas definidas por um órgão regulador capaz de estruturar e oferecer ao mercado uma maior transparência com relação às ações, resultados e práticas administrativas que uma determinada empresa esteja executando, buscando assim a redução de problemas como a expropriação da riqueza dos investidores pelos gestores em uma situação de separação do controle e propriedade, ou como o potencial de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores

em uma situação na qual os controladores exercem poder quase que total sobre os gestores.

O objetivo da aplicação de tal perspectiva é saber como se comporta o preço das ações ordinárias dos bancos pesquisados no mercado, em relação à adoção ou não das práticas de governança corporativa da BOVESPA.

Não constituiu objetivo do estudo lidar com os fundamentos da governança corporativa voltados para abordagem de estrutura de propriedade, mecanismos de administração como conselhos de administração, estrutura de financiamento, política de remuneração dos administradores, teoria de contratos e economia dos custos de transação. O presente trabalho também não realiza considerações sobre uma ampla variedade de padrões de propriedade não capitalistas, como cooperativas, organizações sem fins lucrativos e entidades públicas como hospitais, escolas, etc..

Com relação à definição operacional de governança corporativa, o foco é dado ao acompanhamento dos preços das ações dos bancos que adotaram práticas diferenciadas de governança corporativa nos últimos anos. Considerou-se, para estudo neste trabalho, a utilização de ações do tipo ON ou ordinárias, com direito a voto, para efeitos dos levantamentos históricos de suas cotações.

Outra delimitação importante da pesquisa é a amostra analisada, que é composta por bancos que possuem ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, que apresentaram índice de liquidez anual maior que 0,001% em mais de 50% dos anos em que foi negociada.

1.6. Hipóteses da Pesquisa

Descreve-se, a seguir, as questões centrais deste trabalho:

H0 (hipótese nula): não existe correlação positiva e significativa entre os retornos gerados pelas ações ordinárias dos três bancos e os retornos medidos pelos índices Ibovespa e IGC.

H1 (hipótese alternativa): existe correlação positiva e significativa entre os retornos gerados pelas ações ordinárias dos três bancos e os retornos medidos pelos índices Ibovespa e IGC.

Para testar essas hipóteses, confrontou-se os resultados dos bancos pesquisados três anos antes e três anos após a listagem de suas ações no índice IGC.

2. Fundamentação Teórica

2.1. Introdução

A discussão sobre a governança corporativa envolve a criação de mecanismos internos e externos que assegurem que as decisões corporativas serão tomadas no melhor interesse dos investidores, de forma a maximizar a probabilidade de os fornecedores de recursos obterem para si o retorno sobre seu investimento. Desta forma, o entendimento sobre governança corporativa passa pela compreensão do motivo pelo qual é necessária a criação desses mecanismos, o que é explicado no presente estudo a partir da estrita perspectiva do problema de agência dos gestores.

Sob esta perspectiva, apesar de os executivos serem contratados para tomar decisões no sentido de maximizar a riqueza dos acionistas, eles muitas vezes acabam tomando decisões que maximizam sua utilidade pessoal, destruindo valor corporativo. O problema de agência dos gestores é, portanto, a base para o entendimento dos problemas de governança corporativa e, conseqüentemente, o ponto de partida para descobrir o quanto o valor da empresa está sendo afetado pela adoção das novas práticas, ou seja, se realmente a governança corporativa agrega valor à empresa.

A fundamentação teórica deste trabalho se inicia na seção 2.2 com a discussão sobre governança corporativa e o desempenho financeiro, onde é discutido o fato de que através da transparência de informações e clareza na condução dos negócios empresariais, o mercado, investidores, credores e todos aqueles que de uma maneira ou outra se relacionam com a empresa ou instituição financeira partilham as mesmas informações e assim possuem igual conhecimento dos negócios corporativos, reduzindo assim as chances de eventuais oportunismos e expropriação dos investidores.

Após o entendimento da base teórica para a questão da governança, são apresentados na seção 2.3 vários estudos relacionando governança corporativa com o preço das ações das empresas que adotaram as melhores práticas de gestão, em especial são citados os estudos realizados nos Estados Unidos da América, Europa, Alemanha e Brasil.

Em seguida, na seção 2.4 e 2.5, aborda-se o problema de agência, que leva como contramedida a adoção das práticas de governança corporativa como mecanismos para redução de custos que oneram o valor empresarial, e o problema da separação entre propriedade e controle, respectivamente.

Na seção 2.6 são apresentados alguns dos principais sistemas de governança presentes no mundo, com ênfase nos países com maior disponibilidade de estudos sobre o assunto, além do México como representante também dos países emergentes. Nesta seção, descreve-se a evolução das discussões sobre o tema nos últimos anos. Embora a maior parte da literatura sobre governança e sobre finanças corporativa estude o modelo anglo-saxão de estrutura de propriedade pulverizada, ressaltando o problema de agência entre gestores e acionistas, este modelo não é o que ocorre com mais frequência no mundo, segundo La Porta et al. (1999, p.494). Estudando grandes empresas de 27 países, esses pesquisadores constataram que o modelo de governança mais comum no mundo (e no Brasil), é o de estrutura de propriedade concentrada com participação ativa dos grandes acionistas, cujo principal problema de agência ocorre entre acionistas controladores e acionistas minoritários. Desta forma, comenta-se o papel dos grandes acionistas e credores, apresentando seus possíveis impactos positivos (maior monitoramento dos gestores) e negativos (maior potencial de expropriação dos minoritários) nas empresas.

Em seguida, na seção 2.7, discute-se a governança corporativa no Brasil, descrevendo o modelo geral de governança das companhias abertas brasileiras e a evolução da discussão sobre o tema nos últimos anos, com ênfase nas iniciativas governamentais e institucionais para aprimoramento da governança das empresas brasileiras, como a Nova Lei das Sociedades Anônimas, os códigos de governança do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o lançamento dos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA e as resoluções adotadas pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) e pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Na seção 2.8 com base na descrição dos sistemas de governança corporativa brasileiro e os demais sistemas de governança corporativa no mundo é montado um paralelo entre eles.

Feita toda a apresentação e comparação dos diferentes sistemas de governança corporativa de alguns dos principais países centrais e o caso brasileiro, como representante de uma economia emergente, discute-se nas seções 2.9 a 2.10 qual é o efeito das boas práticas de governança corporativa no desempenho corporativo através da valorização dos preços das ações das empresas e dos bancos e como isso também se reflete na redução do custo de capital, facilitando para a instituição a obtenção de recursos financeiros junto ao mercado.

A seção 2.11 apresenta alguns estudos indicando qual é a leitura que o mercado faz das empresas e instituições financeiras que adotaram e que não adotaram as boas práticas de governança corporativa, tomando como base trabalhos realizados por empresas de consultoria e assessoria.

Na seção 2.12 é feito o fechamento do capítulo com a apresentação do ambiente legal, político e regulatório dentro do cenário de governança corporativa para as empresas e bancos no Brasil.

Em resumo, embora o estudo sobre a valorização do preço das ações dos bancos com governança corporativa seja o tema foco desta pesquisa, o teste aplicado no presente estudo procura na fundamentação teórica mostrar como o assunto é bem mais amplo, envolvendo conceitos da teoria de agência, proteção legal aos investidores, estrutura de propriedade e conselho de administração. Além desses temas, existem outras questões importantes ligadas à governança corporativa que, em virtude do foco escolhido para a pesquisa, não são discutidas, como a remuneração dos gestores, a posse de ações por parte dos executivos e conselheiros, o ativismo dos investidores institucionais, a presença de um mercado de aquisição hostil, a existência de um mercado de trabalho competitivo, a eventual redução no custo de capital da empresa e das facilidades extras na obtenção de recursos financeiros através de investidores ou no próprio mercado.

2.2. Governança Corporativa e o Desempenho Financeiro

Para Van Horne (1995, p. 759), toda e qualquer empresa deve ser monitorada (intrinsecamente e em relação aos seus concorrentes) quanto à geração de lucro e agregação de valor a todos os seus supridores de capital. Assim, tem-se uma idéia mais adequada de seu desempenho financeiro e, conseqüentemente, da contrapartida gerada aos investidores, quer seja, na forma de remuneração de lucros ou perdas por prejuízos na atividade operacional.

Dentre os sinalizadores ou indicadores de desempenho contábil-financeiro monitorados pelos proprietários e demais supridores de capital à empresa, destacam-se os relacionados por Santos (2003, p. 84-99): liquidez, alavancagem, imobilização, rotatividade, lucratividade, rentabilidade, cobertura e relação preço/lucro.

A partir da associação dessas informações quantitativas com as de caráter qualitativo (ex.: administração, clientes, fornecedores, concorrência, setor, riscos sistêmicos etc.), tem-se uma idéia da eficiência e eficácia dos gestores do negócio na

geração de caixa para pagar os compromissos junto aos *stakeholders* (ex.: fornecedores, funcionários, debenturistas, bancos etc.) e *stockholders* (proprietários). Além desse compromisso, Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 15), e Merton e Bodie (1999, p. 171) destacam que a maioria das companhias de capital aberto de hoje tem o objetivo declarado de criar valor para seus acionistas.

Para isso, é fundamental que tanto os donos quanto os agentes tenham acesso às mesmas informações para que possam precificar adequadamente suas recompensas ou prêmios por investir na empresa. Atribui-se, assim, importância à existência de sistemas de informações gerenciais que possibilitem o conhecimento imediato da posição de ativos, passivos e patrimônio líquido da empresa.

Não se disponibilizando informações confiáveis e nem se criando o ambiente para que todos os supridores de capital interajam, surgem as condições para as práticas de informação assimétrica e oportunismo, que tanto interferem no custo de capital das empresas, bem como em seu valor.

2.3. Estudos Relacionando Governança Corporativa e Preço das Ações

Os resultados do estudo realizado por Gompers et al. (2003) nos Estados Unidos, feito em 1.500 empresas entre 1990 e 1999, claramente mostram que empresas bem governadas (*well-governed*) obtêm resultados mais expressivos na performance financeira e no preço de ações do que aquelas com governança não adequadas (*poorly governed*). O autor do estudo salienta ainda que estes resultados devem encorajar os investidores em empresas americanas a considerar a governança corporativa em suas decisões.

Na Europa, estudo liderado por Drobetz et al. (2003), realizado na Alemanha, analisou o impacto da governança corporativa sobre o valor das ações no período de 1998 a 2002. O resultado foi surpreendente: as empresas bem governadas obtiveram resultados anuais 16,4% maiores em relação às empresas com pouca ou nenhuma governança.

No Brasil o trabalho de Carvalho (2003) adotou a abordagem de estudo de evento para a avaliação da migração (adesão das empresas do mercado tradicional para as melhores práticas de governança, Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) sobre o preço das ações. O método consiste em projetar os retornos que deveriam ser observados quando da migração e compará-los com os retornos de fato observados. O autor concluiu que a migração teve um efeito positivo sobre o preço das empresas.

Utilizando o índice Deminor Ratings (<http://www.deminor.org/>) e separando as empresas por decil, considerando decil 1 e 2 com boa governança e decil 9 e 10 como pouca ou nenhuma governança, Bauer et al. (2003) realizaram um estudo empírico para determinar se a governança corporativa influencia no valor da empresa e das ações, avaliando empresas européias entre 1997 e 2000. Conforme resultado do estudo, as empresas com boa governança obtiveram 2,97% a mais de retornos anuais.

Dada a importância do assunto para a comunidade acadêmico-empresarial, consideramos como oportuna a ocasião para desenvolver o trabalho para o mercado brasileiro, e quiçá, extrair conclusões quanto ao comportamento dos preços das ações dos bancos selecionados, após a adoção de novas práticas de governança corporativa.

2.4. Teoria de Agência

Dentre os primeiros estudos formais focados na teoria de agência destacam-se os de Spence e Zeckhauser (1971) e Ross (1973), que analisam a estrutura de remuneração dos gestores, denominados de agentes, no alinhamento dos seus interesses com os dos acionistas ou proprietários, denominados de principal. A formalização da teoria de agência foi pela primeira vez apresentada de forma mais abrangente por Jensen e Meckling (1976), que citam ainda que os problemas de agência provenientes do conflito de interesses são virtualmente existentes em todas as atividades de cooperação entre indivíduos, quer ela ocorra ou não em uma situação de hierarquia entre principal e agente.

Jensen e Meckling (1976, p. 310) definem uma relação de agência como um contrato onde uma ou mais pessoas (o principal) emprega uma outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente.

A hipótese fundamental para a teoria de agência advém do fato de os agentes e o principal serem pessoas diferentes a partir de suposições da natureza humana apresentadas por Jensen e Meckling posteriormente no artigo intitulado *The nature of man*, de 1994.

Nesse trabalho, Jensen e Meckling propõem um modelo simplificado para o entendimento do comportamento humano, no qual se discute a idéia de que nenhum indivíduo pode desejar maximizar uma função utilidade que não seja sua, isto é, seu comportamento está fundamentado em seu próprio conjunto de preferências, e por sua vez, em seus objetivos.

Dessa forma, cria-se o ambiente para a hipótese fundamental da teoria de agência: a inexistência do agente perfeito. Essa hipótese, por sua vez, abre espaço para a existência de incongruências entre o comportamento desejado pelo principal e o efetivamente apresentado pelo agente.

Todas as atividades sociais e econômicas, como entretenimento, educação, religião e produção de bens são realizadas por diferentes tipos de organizações, como empresas privadas, sociedades, fundações sem fins lucrativos, entre outros, tornando a competição pela sobrevivência uma questão inerente a qualquer atividade. Um fator importante para a questão da sobrevivência das organizações seria o controle dos problemas de agência, que geram custos, que Jensen e Meckling (1976, p.307) definem como custos de agência, sendo o somatório dos:

- Custos de elaboração e estruturação dos contratos entre o principal e o agente;
- Despesas de monitoramento das atividades dos agentes, como custos de elaboração de relatórios, sistemas de informação e divulgação;
- Gastos realizados pelos próprios agentes para promover a transparência de informações entre ele e o agente;
- Perdas residuais, provenientes da redução da riqueza do principal por desalinhamento dos interesses e decisões do agente em relação ao principal.

2.5. Separação Entre Propriedade e Controle nas Empresas

O problema essencial relacionado à estrutura de propriedade e de controle foi pela primeira vez citado por Adam Smith em 1776 no trabalho *The Wealth of Nations*, apontando a “negligência e esbanjamento” por parte dos administradores que resultariam quando aqueles que administram a empresa o fazem com o dinheiro de outros e não de si próprios. Apesar de claramente Adam Smith estar preocupado com a separação entre propriedade e controle já naquela época, em seu trabalho não foram apresentadas evidências empíricas sobre o grau de veracidade de sua proposição, até porque naquela época, antes da Revolução Industrial, as empresas, em sua maioria, eram relativamente pequenas, fechadas e com propriedade concentrada nas mãos de indivíduos ou famílias. As empresas caracterizadas como amplas, com propriedade dispersa, como a Companhia das Índias Orientais em sua época, eram uma rara exceção.

Mais de um século e meio depois em 1932, Berle e Means, com a publicação do trabalho *The Modern Corporation and Private Property*, trouxeram à discussão novamente o mesmo problema relacionado à estrutura de propriedade, abordando o tema de separação entre propriedade e controle, e assim implicitamente, delinearam sua relação aos mecanismos de governança corporativa atualmente em evidência. Nesse trabalho, a separação entre propriedade e controle nas empresas modernas é apontada como o paradigma central sobre a teoria econômica das empresas, como é descrito resumidamente no seguinte trecho:

The separation of ownership from control produces a condition where the interests of owner and of ultimate manager may, and often do, diverge, and where many of the checks which formerly operated to limit the use of power disappear... In creating these new relationships, the quasi-public corporation may fairly be said to work a revolution. It...has divided ownership into nominal ownership and the power formerly joined to it. Thereby the corporation has changed the nature of profit-seeking enterprise. (Berle e Means, 1932, p. 6).

Os acionistas, detentores dos ativos das empresas, apresentam, assim, uma perda de controle sobre a utilização de seus recursos devido à propriedade dispersa da empresa. Berle e Means observam, já naquela época que o nível tecnológico fazia com que as empresas fossem tão grandes que conseqüentemente não podiam se manter nas mãos de um único proprietário e desta forma, ser controlada por uma única família ou um único indivíduo afortunado. Conseqüentemente, devido à escassez de riquezas, a propriedade de empresas estaria pulverizada e desta forma, haveria um fortalecimento do poder dos administradores para agir em seus próprios interesses e não no interesse dos acionistas – estaria assim decretado o “divórcio” entre propriedade e controle nas empresas.

Isso significaria um sério prejuízo à função social da propriedade privada, já que a maximização de valor buscada pela competição de mercado seria o elo entre a propriedade privada e a utilização eficiente de recursos, uma ligação ameaçada pela estrutura de propriedade que favorecia a redução dos incentivos de administradores na busca da maximização do valor.

Berle e Means, em contraste a Smith, apresentaram evidências empíricas sobre a concentração de propriedade, mesmo que sobre a propriedade de ações por parte da administração. Entretanto, a limitação de seus dados era que naquela época, com exceção de alguns setores regulamentados, as empresas não eram obrigadas por lei a revelar seus proprietários publicamente, e poucas empresas o faziam voluntariamente.

A separação entre propriedade e controle cria, portanto, uma condição onde os interesses do proprietário e do administrador podem, com frequência, divergir, e desta forma, os mecanismos que anteriormente existiam para limitar o abuso de poder desaparecem. Com a criação dessa nova relação, pode-se dizer que a empresa aberta passa por uma revolução, ocorre a divisão da propriedade em propriedade formal e o poder associado a ela. Desta forma, o objetivo corporativo de maximização de lucros é alterado.

2.6. Sistemas de Governança Corporativa no Mundo

O sistema de governança corporativa adotado pelas empresas depende, em grande parte, do ambiente institucional no qual está inserida. O Estado, através da definição dos sistemas financeiro e legal, modela a formação do mercado de capitais local e do grau de proteção dos investidores, influenciando o modelo de governança das empresas. Desta forma, os países apresentam diferenças significativas entre os sistemas de governança corporativa das suas empresas.

Segundo Shleifer e Vishny (1997, p.737), a maior parte das economias de mercado avançadas tem resolvido seu problema de governança corporativa de uma forma no mínimo razoável, garantindo enormes fluxos de recursos para as empresas e o retorno dos lucros aos fornecedores de recursos. Entretanto, conforme evidências dos problemas de governança no mercado acionário norte-americano em 2002, isto não significa que as economias desenvolvidas resolveram o problema da governança corporativa de forma ótima.

Existem diferenças acentuadas entre os melhores sistemas de governança corporativa do mundo, como o anglo-saxão, o alemão e o japonês, mas as diferenças entre eles são provavelmente menores do que as diferenças com relação a outros países menos desenvolvidos. De acordo com Pagano, Panetta e Zingales (1998, p.40), os mecanismos de governança corporativa da Itália são tão subdesenvolvidos que retardam de forma substancial o fluxo de capitais externos para as empresas. O argumento de Barca (1995), é o de que a limitação no grau de separação entre propriedade e controle e a grande estabilidade dos controladores nas empresas dificultam a presença de um mercado de aquisição hostil, obstruindo as reestruturações necessárias e limitando as oportunidades das pessoas. Segundo Shleifer e Vishny (1997, p.740), em países do antigo bloco socialista, os mecanismos de governança corporativa também são muito precários.

2.6.1. A Governança Corporativa nos Estados Unidos da América

A pulverização do controle acionário é uma característica das grandes empresas americanas. Segundo Roe (1994), é difícil encontrar um acionista com mais de 10% das ações de uma empresa listada entre as 500 maiores do país. Como resultado, o autor afirma que os acionistas possuem pouco incentivo ou capacidade para afetar as políticas corporativas definidas pelos gestores, resultando em uma situação na qual os executivos são fortes e os proprietários são fracos.

Neste contexto, o movimento em torno da governança corporativa surgiu nos EUA, em meados da década de oitenta, como resposta a diversos casos de abuso de poder e expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos executivos, que naquela época dominavam os conselhos de administração. Esta resposta foi dada em grande parte pela atuação dos investidores institucionais, principalmente fundos de pensão, cujo ativismo tornou-se sinônimo do termo governança corporativa no país. Carlsson (2001, p.25) ressalta o papel pioneiro do fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia, Calpers (*California Public Employees Retirement System*), como grande propulsor do movimento da governança corporativa nos EUA. O fundo de pensão é um dos maiores do mundo, gerenciando, segundo Carlsson (2001, p.26), cerca de US\$ 166 bilhões de dólares no ano de 2000, com cerca de US\$ 115 bilhões investidos em ações de mais de 1.500 empresas. Segundo o autor, o estopim para o movimento foi a recusa de uma oferta de compra da Texaco em 1984 pelos seus executivos, prejudicando os acionistas, em um caso típico de defesa dos empregos por parte dos gestores. Após este caso, o Calpers adotou imediatamente uma resolução afirmando que, como investidores de longo prazo, não iriam mais aceitar comportamento similar de outras empresas. O fundo elaborou uma lista de problemas a serem enfrentados, como a dependência do conselho em relação aos gestores, o aumento excessivo dos salários dos executivos e os diversos arranjos para evitar ofertas de compra hostis, denominados *poison pills*.

Uma das medidas iniciais adotadas pelo Calpers foi atuar decisivamente na criação, em 1985, do Conselho dos Investidores Institucionais (CII - *Council of Institutional Investors*), uma associação com o objetivo de cuidar dos interesses dos investidores institucionais e que atuou como importante organismo de lobby para alterar a legislação americana, de forma a melhor resguardar os interesses dos acionistas. Em conjunto com outros investidores institucionais, o Calpers passou também a monitorar as práticas de governança corporativa das empresas, expondo na mídia as empresas que apresentavam deficiências, como conselhos passivos ou pagamento de salários

excessivos aos executivos. Além disso, os investidores passaram a concentrar mais seus votos nas assembleias gerais dos acionistas, elegendo maior número de conselheiros independentes.

O ativismo de diversos investidores institucionais resultou em mudanças nas práticas de governança corporativa de boa parte das empresas americanas durante a década de noventa, ocasionando, por exemplo, o aumento da proporção de membros independentes nos conselhos e o aumento dos casos de demissão de diretores executivos por causa de mau desempenho. Segundo Bhagat e Black (1999, p.923), atualmente quase todas as empresas americanas possuem maioria de membros externos no conselho (não executivos), sendo que a maioria já possui inclusive maioria de membros independentes (conselheiros profissionais) nos conselhos. É importante ressaltar que, embora tenha tido um papel fundamental, o Calpers não mudou sozinho o panorama de governança corporativa nos EUA. Outras organizações, como o *Council of Institutional Investors* (CII), o *Institutional Shareholder Services* (ISS) e o *Teachers' Insurance and Annuity Association - College Retirement Equities Fund* (TIAA-CREF), maior fundo de pensão do mundo com US\$ 260 bilhões sob gestão, também desempenharam importante papel. Essas instituições elaboraram códigos de governança corporativa que deveriam ser seguidos pelas empresas, condicionando a compra de ações ao cumprimento das diretrizes constantes dos códigos.

Como forma de mostrar aos investidores o cumprimento de algumas práticas de governança corporativa, as próprias empresas americanas começaram a elaborar suas diretrizes de governança corporativa. Uma pesquisa realizada em 1994 pelo Calpers com as 300 maiores companhias dos EUA mostrou que mais da metade estava desenvolvendo, ou já havia desenvolvido, diretrizes de governança corporativa.

2.6.2. A Governança Corporativa no Reino Unido

Assim como nos Estados Unidos, a pulverização do controle acionário também é uma característica da grande maioria das companhias abertas do Reino Unido, caracterizando estes países dentro do chamado modelo anglo-saxão de governança corporativa. Segundo Carlsson (2001, p.51), uma série de escândalos nos mercados corporativo e financeiro no final dos anos oitenta levou o governo do Partido Conservador a deixar claro que medidas legislativas iriam ser tomadas caso o próprio mercado não se estruturasse de forma a prevenir a ocorrência de novos escândalos.

Como consequência, a bolsa de valores de Londres (*London Stock Exchange*), apoiada por outros organismos, formou um comitê destinado a revisar os aspectos de governança corporativa relacionados às práticas de contabilidade e aos relatórios financeiros. Este grupo de trabalho, denominado Comitê *Cadbury*, publicou em dezembro de 1992 um relatório que constituiu o marco inicial do movimento da governança corporativa no país, intitulado *The Financial Aspects of Corporate Governance*.

A crescente pressão por parte dos investidores institucionais para a definição de regras sobre algumas questões importantes não abordadas no Comitê *Cadbury*, principalmente relacionadas à remuneração dos executivos e conselheiros, levou a formação de um grupo de trabalho denominado Comitê *Greenbury* em 1995, cujo relatório trouxe importantes avanços na determinação de práticas de governança ligadas à remuneração dos administradores.

Em novembro de 1995, a bolsa de valores de Londres, em conjunto com diversas entidades, formou outro grupo de trabalho destinado a elaborar altos padrões de governança corporativa. Este grupo, denominado Comitê *Hampel*, tinha como objetivo revisar o relatório do Comitê *Cadbury* e aproveitar os principais pontos do Comitê *Greenbury*. Além dos aspectos de responsabilidade e remuneração dos gestores e conselheiros, analisados nos comitês anteriores, o Comitê *Hampel* também discutiu a principal responsabilidade do conselho de administração, definindo-o como órgão que deve promover o aumento da prosperidade das empresas no longo prazo. Desta forma, o Comitê *Hampel* definiu governança corporativa dentro de uma dupla perspectiva, de responsabilidade e prosperidade do negócio. O relatório do Comitê *Hampel* foi publicado em janeiro de 1998 e, após o recebimento de sugestões da sociedade civil, foi alterado e lançado com título de *Combined Code* em julho de 1998. Este código de governança corporativa foi incorporado como uma das exigências da bolsa de valores de Londres para listagem das companhias.

2.6.3. A Governança Corporativa na Alemanha

Segundo Carlsson (2001, p.62), o sistema de governança corporativa alemão possui três características distintas:

- modelo de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* (todos os públicos envolvidos com a companhia) como objetivo primordial das empresas, ao invés da maximização da riqueza dos acionistas;

- o papel limitado do mercado de capitais no fornecimento do capital de risco;
- a gestão coletiva das empresas.

A busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* (empregados, credores, fornecedores, etc.) como objetivo das empresas é consequência do modelo alemão de industrialização, muito regulamentado e controlado pelo estado. Atualmente, a lei exige a presença de representantes dos empregados nos conselhos das empresas alemãs (Conselho Supervisor), sendo que companhias com mais de 2.000 empregados devem ter metade dos membros do Conselho Supervisor composto por representantes dos empregados. Carlsson (2001, p.63) afirma que este modelo de equilíbrio dos interesses foi reforçado por acontecimentos traumáticos ocorridos no século 20, como as duas guerras mundiais, hiperinflação, reformas monetárias e reintegração com a Alemanha Oriental, que fizeram com que o consenso e a colaboração se tornassem importantes valores sociais.

Outra característica do sistema de governança corporativa alemão é o subdesenvolvimento do mercado de ações, quando comparado com outras economias avançadas. Segundo Carlsson (2001, p.63), a bolsa alemã (*Deutsche Börse*) é pequena sob todos os aspectos, com uma capitalização de mercado equivalente à metade da bolsa de Londres. Além disso, em 1998 sua capitalização em relação ao PIB alemão era de 51%, contra 167% da bolsa de Londres em relação ao PIB inglês. Em contrapartida a um fraco mercado de ações, o mercado de crédito é muito desenvolvido, com forte participação dos bancos nas empresas. Este desenvolvimento do mercado de crédito como substituto do mercado de ações data do século XIX, quando os grandes bancos passaram a fornecer, além do capital de curto e longo prazos, o capital de risco e a exercer as funções de proprietários ativos das empresas.

Uma terceira característica do modelo alemão é a gestão coletiva das empresas, na qual o Conselho de Gestão, responsável pela operação da companhia, indica um presidente para representar a empresa externamente e orientar o trabalho dos membros do conselho. Este presidente divide as decisões com os outros membros do conselho, não possuindo o papel de principal tomador de decisões, como no caso do diretor executivo no Brasil ou do *Chief Executive Officer* americano. Carlsson (2001, p.64) sugere que esta característica tem raízes históricas, advindas dos diversos problemas que a sociedade alemã enfrentou no século XX devido a líderes com poder excessivo.

Durante os anos noventa, as forças de mercado oriundas da globalização forçaram cada vez mais as empresas alemãs a adotarem os padrões internacionais de governança corporativa. Como exemplo dessas forças de mercado, estão o acesso das empresas alemãs às bolsas de Nova Iorque (*New York Stock Exchange*) e de Londres (*London Stock Exchange*), que exigem que elas adotem certas regras de transparência e divulgação de informações. O fortalecimento do mercado de ações alemão teve grande impulso em 1997, com a criação do Novo Mercado (*Neuer Market*) da bolsa alemã de Frankfurt, que vem alcançando seu objetivo de canalizar capital de risco para novas empresas. Atualmente, a maioria das aberturas de capital na Alemanha acontecem no *Neuer Market*, que possui regras mais rígidas de proteção e transparência aos investidores. Esta iniciativa tende a fazer com que as novas empresas alemãs já se estruturam dentro de alguns padrões internacionais de governança corporativa.

2.6.4. A Governança Corporativa no Japão

Como decorrência da cultura coletivista da sociedade japonesa, o objetivo das empresas no Japão tem sido a busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* e a garantia de emprego vitalício para seus funcionários. Segundo Carlsson (2001, p.80), uma consequência da política de emprego vitalício é a priorização, por parte das empresas, de metas de crescimento absoluto e de participação no mercado ao invés da maximização dos lucros. Entretanto, a pressão internacional por maior competitividade vem fazendo com que, como forma de sobrevivência, muitas empresas japonesas tenham que abandonar a política do emprego vitalício.

Outra característica marcante do sistema corporativo japonês são os *keiretsu*, conglomerados de várias empresas e bancos unidos por redes de participações cruzadas entre eles. Os bancos são a principal fonte de recursos para as empresas, exercendo o papel de financiadores dos conglomerados. Como as taxas de juros no Japão são muito baixas, o reduzido custo dos recursos acaba sendo um motivo adicional para diminuição do incentivo pela priorização da lucratividade.

As empresas japonesas utilizam o conceito de um único Conselho de Administração. Segundo Carlsson (2001, p.85), o conselho típico das grandes empresas japonesas é composto exclusivamente por executivos da companhia, que são indicados como recompensa por serviços prestados. Desta forma, conselhos grandes, com cerca de 50 membros, são comuns nas grandes companhias japonesas. Quase sempre o homem forte do conselho é o presidente da companhia, que é responsável pela seleção dos

novos conselheiros e possui mais poderes do que o presidente do conselho. Portanto, um conselho típico japonês, com número excessivo de membros e composição exclusivamente interna, tem funções meramente cerimoniais, não sendo um agente eficaz de governança corporativa.

Tendo em vista a necessidade de aprimoramento dos mecanismos de governança no país, a Federação Japonesa das Organizações Econômicas (*Japanese Federation of Economic Organizations*) publicou em 1997 um relatório denominado “Recomendações Urgentes com Relação à Governança Corporativa” (*Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance*). Este relatório reconhece a necessidade de adaptação das empresas japonesas aos padrões internacionais de governança corporativa, como forma de manutenção da competitividade do país no século XXI. O relatório sugere às empresas japonesas a adoção de suas próprias diretrizes de governança e a busca por um melhor funcionamento do Conselho de Administração.

Além disso, recomenda a ampliação da função dos auditores e melhorias na transparência das informações ao mercado.

Em 1998, foi a vez do Fórum de Governança Corporativa do Japão (*Corporate Governance Forum of Japan*) estabelecer um comitê de governança corporativa que elaborou um relatório denominado Princípios de Governança Corporativa - Uma Visão Japonesa (*Corporate Governance Principles - A Japanese View*). Este relatório, apesar de ter como base o *Combined Code* britânico, elaborou diretrizes mais modestas, como a necessidade de explicação formal das empresas em caso de unificação dos cargos de presidente do conselho e presidente da companhia e a recomendação para diminuição do tamanho dos atuais conselhos de Administração, com 50 a 60 conselheiros.

2.6.5. A Governança Corporativa no México

Por volta de 1997, o Banco Nacional do México em associação com a *Comisión Nacional Bancaria y de Valores* (CNBV), iniciaram os primeiros estudos com o objetivo de desenvolver o mercado de ações através da implementação de mecanismos de proteção e segurança para os investidores individuais em ações negociadas na *Bolsa Mexicana de Valores* (BMV), conforme Laborde (2003).

Os estudos realizados pelo World Bank (2003), entre outros, mostraram que dentre os 49 países pesquisados, a proteção dos direitos dos investidores nos *Estados Unidos Mexicanos*, estava muito abaixo do padrão dos países que integram a

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), e de outros países asiáticos e latino americanos.

Para dar início aos trabalhos de mudança e reversão desta situação, o México seguiu o modelo adotado por outros países como Canadá, França, Espanha, Holanda, Inglaterra e África do Sul, os quais formaram comitês com a finalidade de avaliar o desempenho do corpo diretor de entidades públicas, visando assim, produzir um documento intitulado *Best Practices Codes* (BPC).

O documento BPC após seu desenvolvimento conteve uma série de recomendações apresentando as melhores práticas administrativas a serem seguidas pelo corpo diretor das companhias mexicanas. Os três principais aspectos apresentados no documento BPC diziam respeito a:

- Participação de diretores independentes;
- Formação de comitês de diretoria;
- Transparência nas informações para o mercado.

Seguindo a experiência internacional sobre o assunto, um comitê de governança corporativa foi formado no México com o nome de *Comité de Gobierno Corporativo* (CGC), com a finalidade de aprovar o documento BPC, com as recomendações apropriadas para as entidades mexicanas.

Em 1999, o *Consejo Coordinador Empresarial* (CCE), dando continuidade à proposta da CNBV, e como base nos estudos realizados CGC, lançaram o *Código de Mejores Prácticas Corporativas*, documento denominado de CODE.

O CODE contém as recomendações e principais definições que visam contribuir para o melhor funcionamento do corpo diretivo das empresas mexicanas, além do padrão de informações que devem ser tornadas públicas para os investidores e para o mercado. Os objetivos das recomendações contidas no CODE são as seguintes:

- Fazer com que as empresas forneçam mais informações sobre suas estruturas administrativas e as funções associadas com seu corpo diretivo;
- Fazer com que as empresas adotem mecanismos capazes de garantir que as informações financeiras apresentadas são adequadas e completas;
- Criar procedimentos capazes de promover a participação e a efetiva comunicação por entre os membros do corpo diretivo da empresa;

- Criar procedimentos capazes de garantir a transparência de informações para todos os investidores da empresa e para o mercado.

O CODE ainda fornece recomendações para o seguintes tópicos:

- Diretoria: suas funções, integração, estrutura, operação e encargos dos seus diretores;
- Avaliação e remuneração dos diretores;
- Auditoria;
- Finanças e planejamento;
- Transparência nas informações para os investidores e o mercado.

As recomendações contidas no CODE são aplicadas para todas as companhias mexicanas e a adesão às suas recomendações é uma atitude voluntária da própria empresa.

As empresas que possuem ações e papéis negociados na BMV estão sujeitas as regras estabelecidas pela *Ley del Mercado de Valores* (LMV), e as regras e circulares emitidas pela CNBV.

Como por exemplo a circular 11-29 Bis, emitida pela CNBV em 27 de setembro de 1999, onde estipula que para o registro e oferta de papéis, o emissor deve divulgar seu nível de adesão às regras estipuladas no CODE. Além disso, a circular estabelece que as entidades listadas no *Listado Prévio de Emisoras*, devem fornecer com dez dias de antecedência a data efetiva de lançamento de seus papéis o nível de adesão às regras do CODE.

Outro exemplo é a circular 11-33, emitida pela CNBV em 20 de outubro de 2000, que contém os requisitos para os emissores de papéis com registro na BMV. Além das obrigações exigidas pela BMV, os emissores que possuem papéis registrados na BMV devem fornecer até antes de 30 de junho de cada ano, um relatório especificando seu nível de adesão às regras do CODE adotadas no ano fiscal anterior.

De uma maneira geral, o México tem feito grandes esforços no sentido de aprimorar e aperfeiçoar suas regras sobre governança corporativa nos últimos anos, primeiramente adotando o CODE como padrão para as melhores práticas administrativas e em segundo lugar traçando as linhas gerais do processo regulatório a ser aplicado nas entidades privadas, como bancos, companhias de seguro, companhias

de investimento, etc., para a adoção dos princípios de governança corporativa inclusos no CODE.

Como consequência destes esforços, o México está aperfeiçoando o nível dos executivos que ocupam cargos de gerência em suas companhias, adotando novos mecanismos de transparência e de divulgação de informações para os investidores e para o mercado, estabelecendo mecanismos que tornam público o nível de adesão das companhias às regras de governança corporativa e outros princípios estabelecidos no CODE.

Isto tudo tem o objetivo de prover aos investidores um melhor nível de informação sobre seus investimentos em empresas mexicanas.

2.7. A Governança Corporativa no Brasil

Apesar de as principais formas de constituição das companhias abertas no Brasil (empresas privadas nacionais, estatais e subsidiárias de multinacionais) gerarem diferentes modelos de governança, a análise de pesquisas sobre governança corporativa no Brasil realizadas pelo IBGC (2005), permite traçar um modelo geral de governança corporativa para as empresas brasileiras listadas em bolsa, com as seguintes características:

- Estrutura de propriedade com forte concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);
- Empresas com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores alinhados por meio de acordo de acionistas para resolução das questões relevantes;
- Presença de acionistas minoritários pouco ativos;
- Alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do conselho representando os interesses dos acionistas controladores;
- Pouca clareza na divisão dos papéis entre conselho e diretoria, principalmente nas empresas familiares;
- Escassez de conselheiros profissionais no conselho de administração;
- Remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante;

- Estrutura informal do conselho de administração, com ausência de comitês para tratamento de questões específicas, como auditoria ou sucessão.

A forte concentração das ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança das companhias abertas brasileiras, com uma ausência quase total de empresas com estruturas de propriedade pulverizadas. Segundo Mônaco (2000, p.133), os acionistas controladores detêm, em média, 88% das ações com direito a voto emitidas. Já Leal e Valadares (2002, p. 9) constataam que o maior acionista possui, em média, 58% das ações ordinárias, enquanto os três maiores acionistas juntos possuem 78% destas ações. A alta concentração da propriedade (posse de ações) e do controle (tomada de decisão) das companhias, aliada à baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência no país se dê entre acionistas controladores e minoritários, e não entre acionistas e gestores, como nos países anglo-saxões com estrutura de propriedade pulverizada.

Outra característica importante do modelo de governança das companhias abertas brasileiras é o alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais).

Segundo Leal e Valadares (2002, p. 10), apenas 11% das companhias abertas não lançam mão deste artifício, que compreende, em média, 46% do capital total das companhias abertas. Como resultado, os autores argumentam que a emissão de ações preferenciais atua como o principal mecanismo de separação entre a propriedade e controle nas companhias, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com uma participação menor no capital da empresa e, conseqüentemente, aumentando o incentivo para expropriação da riqueza dos pequenos investidores.

Desta forma, os benefícios de se ter um grande acionista controlador, principalmente como monitor mais eficaz dos gestores da companhia por ter grande parte dos seus recursos nela alocados, são reduzidos em grande parte no Brasil pois, apesar da grande concentração das ações ordinárias, a emissão de grande percentual de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e a utilização de esquemas piramidais (*holdings* que controlam *holdings* que controlam empresas) faz com que muitos controladores sejam, de fato, acionistas minoritários das empresas controladas, por não possuírem a maioria do capital social da empresa. Esta situação gera uma combinação de muito poder com baixa alocação de recursos próprios na empresa, diminuindo os benefícios de se ter um acionista controlador.

Como decorrência da grande concentração de poder, os membros do conselho de administração são em sua grande maioria indicados pelo acionista controlador. Esta situação reduz a possibilidade de uma postura ativa e independente dos conselhos, que é necessária para o cumprimento de suas atribuições legais de fixação da orientação geral dos negócios e fiscalização da gestão dos executivos em prol de todos os acionistas.

Nas empresas familiares, em geral, os conselheiros não são profissionais, sendo indicados pelo controlador por laços familiares ou pessoais, prejudicando a qualidade da análise das questões estratégicas da companhia. Nas companhias abertas recém privatizadas ou subsidiárias de multinacionais, o conselho em grande parte é composto por executivos estrangeiros da matriz, com pouca disponibilidade para tratamento das questões da subsidiária nacional. Nas empresas estatais, geralmente o conselho é composto por ocupantes de altos cargos públicos indicados por razões políticas, com baixa disponibilidade para tratamento das questões corporativas. A constatação de Mônaco (2000, p.158), de que, em média, as estatais possuem 2,25 conselheiros a mais do que as empresas de controle privado nacional sugere um papel mais político e de representatividade a diversos segmentos nos conselhos das empresas estatais. Em todos os tipos de empresas, a maioria dos membros do conselho é composta por pessoas externas às empresas mas não profissionais, resultando em baixa quantidade de informação sobre a empresa e na presença de conflito de interesse pela defesa de algum acionista em específico. Estas características dos conselheiros prejudicam o desempenho do conselho na defesa do interesse de todos os acionistas.

A remuneração variável dos conselheiros, fator considerado importante pelos principais códigos de governança como motivador para um melhor desempenho do conselho, não é adotada pela grande maioria das empresas brasileiras, corroborando a hipótese de um papel mais consultivo e figurativo do que profissional por parte do órgão.

Algumas mudanças ocorridas nos anos noventa, como o aumento da competitividade decorrente da maior estabilidade econômica e abertura de mercado, além da maior dificuldade de obtenção de financiamento estatal, têm levado as empresas brasileiras a uma necessidade crescente de acesso aos mercados de capitais nacionais e internacionais. Esta necessidade de obtenção de recursos ao menor custo possível tem motivado as empresas a adotarem novas práticas de governança corporativa, pressionando o atual modelo de governança brasileiro, principalmente nos aspectos de maior consideração dos interesses dos acionistas minoritários, maior

transparência das informações ao mercado e profissionalização do conselho de administração.

Além dos incentivos de mercado decorrentes do aumento da competitividade, algumas iniciativas institucionais e governamentais também vêm contribuindo para a melhoria das práticas de governança pelas empresas brasileiras, entre as quais:

- a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 1995;
- a aprovação da lei número 10.303 de 31 de outubro de 2001, conhecida como a Nova Lei das S.A.;
- a criação dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA);
- o estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) para definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão;
- a definição, pelo BNDES, da adoção de práticas de boa governança corporativa como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) foi criado em 1995 com o objetivo de melhorar a governança corporativa no Brasil, sendo a única organização da América Latina totalmente focada na discussão do tema. Em 1995 o IBGC lançou o primeiro “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” do país, abordando temas como o relacionamento entre controladores e minoritários e diretrizes para o funcionamento do conselho de administração.

Este código foi revisado em 2005, sendo a versão atual dividida em seis temas: Propriedade, Conselho de Administração, Gestão, Auditoria Independente, Conselho Fiscal e Conduta e Conflito de Interesses. O tópico sobre a propriedade lida primordialmente com o combate ao desequilíbrio de poder entre os acionistas. Para amenizá-lo, o código recomenda que as empresas tenham apenas ações com direito a voto. Àquelas que já possuem grande parte do capital composto por ações preferenciais, a recomendação seria atribuir-lhes esse direito. Nas situações de transferência do controle, o IBGC sugere que a empresa estabeleça em estatuto a obrigatoriedade de que o comprador ofereça a todos os acionistas o direito de vender ações pelo mesmo preço a ser pago ao controlador, direito este conhecido como *tag along*. Se a intenção for fechar

o capital, o código prevê que as ofertas públicas para retirada das ações do mercado sejam feitas pelo valor econômico, a partir de estudo elaborado por empresa independente. O código também define regras para o acordo de acionistas, com o objetivo de igualar os níveis de informação. Segundo o IBGC, o acordo de acionistas deve estar disponível para conhecimento de todos eles.

O código do IBGC também faz diversas recomendações sobre a transparência das informações ao mercado, recomendando que a remuneração de cada um dos conselheiros e diretores deva estar expressa no relatório anual e que toda informação que possa influenciar decisões de investimento deva ser divulgada simultaneamente para todos os acionistas. O instituto sugere ainda que as demonstrações financeiras sejam apresentadas conforme as normas internacionais. Com relação ao conselho fiscal, o IBGC trata-o como uma criação brasileira para preencher uma lacuna nas atividades do conselho, afirmando que o conselho fiscal não precisaria existir, caso o conselho de administração desempenhasse bem as suas funções. Com relação aos serviços de auditoria, o IBGC chama atenção para a possível perda de independência quando uma mesma companhia oferecer serviços simultâneos de auditoria e consultoria.

A Nova Lei das SAs, promulgada no final de 2001 e com vigência a partir de março de 2002, visa, por meio do estabelecimento de novas regras de funcionamento para as sociedades anônimas, promover maior proteção aos acionistas ordinaristas minoritários e preferencialistas. Entre as principais alterações, estão:

- A obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos ordinaristas minoritários, em caso de: cancelamento do registro de companhia aberta, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão ou aquisição;
- A obrigatoriedade do adquirente do controle de companhia aberta realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de alienação direta ou indireta de controle, sendo assegurado a estes acionistas minoritários preço equivalente a no mínimo 80% do valor pago pelo adquirente pelas ações representativas do bloco de controle;
- O direito dos preferencialistas de elegerem um membro para o conselho de administração, desde que representem, no mínimo, 10% do capital social da companhia;

- O direito dos acionistas minoritários de elegerem um membro para o conselho de administração, desde que representem, no mínimo, 15% do total das ações com direito a voto;
- A possibilidade de participação no conselho de administração de representantes dos empregados, facultada a decisão à empresa;
- A limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, ao invés dos 67% anteriores, para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei;
- O fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), concedendo ao órgão maior independência funcional e financeira;
- A possibilidade de o estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, propiciando uma forma mais rápida para resolução de conflitos.

Apesar de alguns avanços, a Nova Lei das SAs teve no artigo 118 um retrocesso com relação às boas práticas de governança corporativa. Este artigo, que regulamenta o acordo de acionistas, estabelece no parágrafo oitavo que o voto do conselheiro representante do grupo ligado por acordo de acionistas não deverá ser computado quando sua decisão for contrária às premissas do acordo de acionistas, retirando a liberdade e independência do conselheiro e confundindo seu papel com o do acionista.

A consolidação da figura do controlador pode ser considerado outro retrocesso na Nova Lei das SAs, com o termo aparecendo 25 vezes no projeto aprovado, mesmo número de aparições do termo nos 300 artigos da lei vigente. Em suma, a Nova Lei das SAs trouxe alguns avanços na defesa dos acionistas minoritários, mas não pode ser considerada uma legislação que promoveu o fomento do mercado de capitais brasileiro, principalmente após frustrar boa parte do mercado com o veto de 10 artigos e 27 parágrafos na data de sua aprovação.

2.7.1. Níveis de Governança Corporativa

A partir do dia 26 de junho de 2001, a BOVESPA inaugurou projeto voltado ao incentivo das práticas de governança corporativa, que incluiu inicialmente a criação de níveis diferenciados de governança corporativa.

Estes níveis representam as Companhias Nível 1, cujas práticas prevêm melhorias na prestação de informações ao mercado, e Companhias Nível 2, que além das obrigações contidas no Nível 1, adotam um conjunto mais amplo de práticas de governança corporativa e direitos adicionais aos acionistas minoritários.

2.7.2. Práticas Necessárias para Listagem no Nível 1

- A empresa tem que ter *free float* (parcela de ações em circulação no mercado) de, pelo menos, 25%;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhoria das informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo negociação de ativos da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

2.7.3. Práticas Necessárias para Listagem no Nível 2

Para uma empresa se enquadrar dentro das exigências do Nível 2, além de adotar todas as normas previstas do Nível 1, conforme BOVESPA (2002a) a companhia deverá cumprir algumas outras práticas de governança corporativa, tais como:

- Mandato unificado de 1 ano para todo Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP;
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão, fusão da companhia, aprovação de

contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo e outros assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia;

- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento de registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

2.7.4. Novo Mercado

O Novo Mercado, conforme BOVESPA (2002b) é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e aberturas adicionais de informações em relação ao que é exigido pela legislação.

A valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas. Essa é a premissa básica do novo mercado.

A entrada de uma empresa no novo mercado significa a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de “boas práticas de governança corporativa”, mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

A principal inovação do novo mercado, em relação à legislação, é a proibição de emissão de ações preferenciais. Porém, esta não é a única. Resumidamente, a companhia aberta participante do novo mercado tem como obrigações adicionais:

- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;

- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- Estabelecimento de um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP;
- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no novo mercado;
- Cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia. Um contrato assinado entre a BOVESPA e a empresa, com a participação de controladores e administradores, fortalece a exigibilidade do seu cumprimento.

2.7.5. Índice de Ações com Governança Corporativa (IGC)

A BOVESPA lançou o IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada, que tem por objetivo medir o desempenho das ações de empresas negociadas no Novo Mercado ou classificadas nos Níveis 1 ou 2 (exceto se sua liquidez for considerada muito estreita).

2.7.6. Critério de Ponderação

As ações constituintes da carteira do índice são ponderadas pela multiplicação de seu respectivo valor de mercado (considerando as ações disponíveis para negociação) por um fator de governança. Esse fator será igual a dois para os papéis do Novo Mercado, um e meio para os papéis do Nível 2 e um para os papéis Nível 1.

A participação de uma empresa (considerando todos os papéis de sua emissão inclusos na carteira teórica) no IGC não poderá ser superior a 20% quando de sua inclusão ou nas reavaliações periódicas. Caso isso ocorra, serão efetuados ajustes para adequar o peso do papel a esse limite.

A base do IGC foi fixada em 1.000 pontos, para a data de 25 de junho de 2001. Para adequar-se à base inicial, o valor de mercado da carteira foi ajustado por um redutor (coeficiente de ajuste).

A cada quadrimestre, ao final de abril, agosto e dezembro de cada ano, são efetuadas reavaliações da carteira teórica do IGC para verificar se nenhuma empresa está ultrapassando o limite máximo de participação. Nessa ocasião, também poderão ser excluídas ações que não estiverem atendendo a requisitos mínimos de liquidez.

2.7.7. Cálculo do Índice

A BOVESPA calcula o IGC em tempo real, considerando os preços dos últimos negócios efetuados no mercado a vista (lote-padrão) até o momento do cálculo, em seu pregão, com as ações componentes de sua carteira (semelhante ao Ibovespa).

O IGC pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$IGC_{(t)} = IGC_{(t-1)} * \frac{\sum_{i=1}^n Q_{i\ t-1} * P_{i\ t}}{\sum_{i=1}^n Q_{i\ t-1} * P_{i\ t-1}}$$

Onde:

$IGC_{(t)}$ = valor do índice no dia t;

$IGC_{(t-1)}$ = valor do índice no dia t-1;

n = número de ações integrantes da carteira teórica do índice;

$Q_{i\ t-1}$ = quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia t-1. Na ocorrência da distribuição de proventos em ações do mesmo tipo pela empresa, refere-se à quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia t-1, recalculada em função deste provento;

$P_{i\ t}$ = preço da ação i no fechamento do dia t;

$P_{i\ t-1}$ = preço de fechamento da ação i no dia t-1, ou seu preço ex-teórico, no caso da distribuição de proventos nesse dia.

2.7.8. Breve Histórico

Dezenove empresas aderiram, em junho de 2001, ao Nível 1 de governança corporativa da BOVESPA. Estas empresas foram agrupadas em um novo índice, denominado Índice de Governança Corporativa (IGC), que obteve um resultado melhor que o índice Ibovespa entre 25 de junho e 18 de dezembro de 2001. Neste período, enquanto o índice Ibovespa teve queda de 10,9%, o IGC teve queda de 1,6%.

Até o final de 2001, nenhuma empresa havia ingressado no Nível 2 ou no Novo Mercado da BOVESPA. Existem motivos circunstanciais e estruturais para a falta de engajamento inicial das empresas no Nível 2 e no Novo Mercado da BOVESPA. Pelo lado circunstancial, 2001 foi um ano caracterizado por diversas crises internas e externas, como a crise da energia elétrica, a deterioração da situação econômica na Argentina, a recessão mundial e o aumento da instabilidade internacional a partir dos ataques terroristas aos Estados Unidos.

Estas crises ocasionaram uma queda generalizada das bolsas de valores, desvalorizando os papéis e inibindo a captação de recursos. Pelo lado estrutural, o risco país e a ausência de mecanismos legais de defesa dos minoritários faz com que o mercado de ações brasileiro seja caracterizado por uma distorção entre o preço das ações e o valor intrínseco das companhias, decorrente das altas taxas de desconto aplicadas.

Esta sub-avaliação generalizada distancia cada vez mais empresas e mercado, desencorajando companhias fechadas a abrir o capital e companhias abertas a utilizarem com mais frequência o mercado de ações.

Forma-se então um círculo vicioso, no qual os investidores exigem grandes descontos para adquirirem ações de empresas pouco transparentes e com risco potencial de destruir valor ao longo do tempo, aplicando altas taxas de desconto a todas as empresas e causando um desestímulo nas companhias para utilização do mercado de capitais.

Por fim, a falta de perspectiva na utilização do mercado de capitais como real alternativa para a capitalização da companhia desencoraja a busca das empresas pela adoção de melhores práticas de governança corporativa.

O estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC), em março de 2001, para definição dos limites de aplicação dos fundos de

pensão, com base na adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA, é outro importante mecanismo de estímulo para adoção de melhores práticas de governança por parte das empresas.

Segundo a resolução no 2.829/01 da SPC, o percentual máximo de investimento em ações de empresas listadas no Novo Mercado da BOVESPA é de 60% das reservas dos fundos com contribuição definida e de 45% para os demais planos. Já para empresas do Nível 2 da BOVESPA, o limite de aplicação é de até 59% para os fundos com contribuição definida, e de até 40% para os demais.

Se a empresa for listada no Nível 1, os fundos com contribuição definida poderão aplicar até 45% das reservas e os demais, até 35%. Caso não esteja enquadrada em nenhum destes níveis de governança, os limites para aplicação serão apenas de 35% dos recursos para os fundos com contribuição definida e de 25% para os demais.

Esta medida é um estímulo adicional para a entrada das empresas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA, haja vista o forte crescimento dos ativos dos fundos de pensão no país (cerca de 150% entre 1995 e 2001) e a necessidade de participação cada vez maior destes fundos no mercado de bolsas de valores, devido à tendência de queda das taxas reais de juros da economia no longo prazo.

Em síntese, o conjunto das medidas governamentais e institucionais pode contribuir decisivamente para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, criando um círculo virtuoso, no qual a crescente proteção aos investidores os deixe mais seguros de que irão usufruir do retorno das companhias na mesma proporção dos controladores, aumentando sua disposição para pagar mais pelas ações e conseqüentemente diminuindo o custo de capital das empresas, permitindo então que as companhias utilizem cada vez mais o mercado de capitais como uma real alternativa de capitalização.

Atualmente o IGC apresenta em sua composição mais de 60 ações, sendo que os níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA apresentam a seguinte composição, segundo informações disponibilizadas pela BOVESPA em março de 2005:

Empresas Listadas no Nível 1:	33 empresas;
Empresas Listadas no Nível 2:	7 empresas;
Empresas Listadas no Novo Mercado:	7 empresas.

2.8. Comparação Entre Sistemas de Governança Corporativa

A comparação entre os sistemas de governança corporativa dos países geralmente os diferencia a partir dos tipos de instituições que atuam como principais financiadoras das empresas. Allen e Gale (2000) argumentam que esta comparação tradicional separa os sistemas de governança entre os centrados no mercado, como os dos Estados Unidos e Reino Unido, e os centrados em bancos, como os da Alemanha e Japão.

Esta forma de comparação tem sido usada para a avaliação dos regimes de governança corporativa e para a formulação de propostas políticas para sua melhoria.

Nos anos oitenta, quando a economia japonesa ia bem, a governança centrada em bancos era considerada superior porque os bancos não teriam uma visão tão imediatista, permitindo às empresas focarem em decisões de investimento de longo prazo. Esta idéia é corroborada por Hoshi, Kashyap e Scharfstein (1991), que afirmam que os bancos também dariam recursos para as empresas com problemas de liquidez, evitando onerosos problemas financeiros.

Nos anos noventa, quando a economia japonesa entrou em dificuldade, longe de serem promotores de investimentos racionais, os bancos japoneses exigiam restrições orçamentárias muito pequenas para as empresas, emprestando demais para as que estavam em declínio e que deveriam passar por uma reestruturação total. Nesta linha, Morck e Nakamura (1999) afirmam que os bancos japoneses, ao invés de facilitar a governança, fazem conluíus com gestores para deter ameaças externas ao seu controle.

Alguns estudiosos, entretanto, consideram infrutífera a comparação dos sistemas de governança entre centrados nos bancos ou no mercado, isto é, entre centrados nos mercados de crédito ou de ações, propondo classificá-los a partir dos diferentes níveis de proteção legal aos investidores. La Porta et al. (2000 p.18) são alguns destes estudiosos, afirmando que alguns países possuem ambos mercados de crédito e de ações fortes ou fracos, sendo inconsistente classificá-los meramente como centrados em bancos ou no mercado. Os autores afirmam que a diferença entre os sistemas de governança dos países é melhor explicada pelas diferenças entre os direitos dos investidores, isto é, pela eficácia da proteção legal oferecida aos fornecedores de recursos.

Tendo em vista diferentes sistemas de governança presentes no mundo, como compará-los em termos de sua eficácia na atração de recursos dos investidores para as empresas? Shleifer e Vishny (1997, p.739) descrevem como as empresas conseguem

atrair capital apesar dos esperados custos de agência, sugerindo como poderia ser estruturado um sistema de governança eficaz. Segundo os autores, algumas empresas conseguem captar recursos sem dar em troca qualquer poder aos investidores, devido apenas à sua reputação no mercado de capitais ou ao otimismo excessivo dos investidores. Esta situação, entretanto, ocorre com poucas empresas e de forma esporádica, de acordo com os ciclos no mercado financeiro. Na maioria das vezes, as empresas têm que conceder poder aos investidores em troca de recursos. Uma das formas de concessão de poder aos investidores é através de uma efetiva proteção legal contra expropriação dos gestores e acionistas controladores. Quando da ausência da proteção legal, o mecanismo alternativo é a concentração da propriedade em grandes investidores, que possuem incentivos (por terem muitos recursos alocados) e direitos de controle suficientes para diminuir o problema de agência gerencial. Desta forma, uma combinação de proteção legal aos investidores e uma certa concentração da propriedade são elementos essenciais e complementares de um bom sistema de governança corporativa e a chave para uma comparação entre os sistemas de governança.

Os sistemas de governança corporativa mais desenvolvidos, dos Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha e Japão, possuem uma combinação em diferentes proporções de proteção legal aos investidores e concentração da propriedade. Segundo La Porta et al. (2000, p.23), os EUA e o Reino Unido possuem um sistema legal que garante maior proteção relativa aos acionistas do que aos credores, fomentando o mercado de capitais.

Grandes investidores são menos freqüentes, exceto quando a propriedade é concentrada de forma temporária em processos de aquisição. Na Alemanha, os credores possuem mais direitos do que nos EUA, porém os direitos dos acionistas são mais fracos. A Alemanha, portanto, possui um sistema de governança caracterizado pelos grandes investidores (grandes acionistas e bancos), mas com baixa participação de pequenos acionistas no mercado. O Japão se situa entre os EUA e a Alemanha no grau de proteção de acionistas e credores e, como resultado, possui tanto grandes investidores de longo prazo (apesar de não tão fortes quanto na Alemanha) quanto um mercado de pequenos investidores desenvolvido. Em suma, todos esses sistemas de governança corporativa possuem méritos e, mais importante do que compará-los a fim de obter uma classificação qualitativa, deve-se ressaltar que todos possuem diferentes combinações de proteção legal aos investidores e uma certa concentração da propriedade.

Na maior parte do resto do mundo, a proteção legal aos investidores é muito menos eficaz, tanto por causa da ausência de leis apropriadas quanto pela fragilidade do sistema judiciário em fazer cumprir a lei. Como consequência, as empresas continuam

controladas pelas famílias como no caso do México e, mesmo países ricos como a Itália, têm dificuldade em levantar recursos externos, financiando a maior parte do seu investimento internamente. Pagano, Panetta e Zingales (1998, p. 28) relatam as grandes dificuldades que as empresas italianas enfrentam para captar recursos fora da Itália. Barca (1995), sugere que também é difícil de se conseguir financiamento via bancos na Itália. A maioria dos sistemas de governança corporativa do mundo, incluindo o do Brasil, parece ser mais parecido com a Itália do que com EUA, Alemanha e Japão. Como resultado da falta de proteção legal aos investidores, o financiamento no Brasil é em sua maioria interno ou por meio de bancos estatais e existe uma grande concentração da propriedade.

Conforme exposto, as instituições econômicas e legais dos países afetam de maneira decisiva o sistema de governança corporativa adotado pelas empresas. Estas instituições podem ser alteradas através do processo político, tornando mais ou menos eficiente o sistema de governança corporativa de um determinado país. Portanto, o Estado pode atuar de forma decisiva no aprimoramento da estrutura de governança corporativa das empresas, alterando o ambiente institucional pelo aumento da proteção legal aos investidores e pelo fomento do desenvolvimento do mercado de capitais.

2.9. Efeitos da Governança Corporativa no Desempenho Corporativo e na Valorização das Ações das Empresas

De acordo com as conclusões obtidas no trabalho realizado por FÜRST e Kang (2000, p. 27), os resultados são consistentes com a teoria de agência, conforme apresentado por Jensen e Meckling em 1976, ou seja, a concentração de ações nas mãos do CEO e dos administradores internos da empresa acaba por gerar um forte impacto no desempenho empresarial bem como no valor de mercado da empresa.

Por outro lado, a concentração excessiva de ações nas mãos de um único agente, quer seja ele interno ou externo à empresa, apresenta efeito contrário, acaba por afetar negativamente o preço das ações. Em particular, o impacto negativo do controle acionário se manifesta não apenas no desempenho operacional de empresa, mas sim no valor de suas ações. Este aspecto é consistente com a visão de mercado de que uma vez que o acionista majoritário detém todo o controle sobre a organização, o mesmo pode tirar vantagem desta situação expropriando recursos do acionistas minoritários.

Outra conclusão obtida por FÜRST e Kang (2000, p. 27) é que nenhuma melhora no desempenho operacional da empresa ou mesmo na valorização do preço de suas

ações pode ser notado com o aumento do número de diretores externos na estrutura organizacional, ou com o aumento do número de conselheiros externos junto ao conselho de administração da empresa.

A implicação geral é que um aumento no número de diretores ou conselheiros externos sem um aumento correspondente de suas participações nas ações da empresa, acaba por afetar de maneira não positiva e até mesmo negativa no desempenho da empresa e seu valor de mercado.

De uma maneira, os resultados obtidos por FÜRST e Kang (2000) corroboram com a premissa original de seu trabalho de que vários parâmetros relacionados com as práticas de governança corporativa apresentam influência significativa no desempenho operacional das empresas e no preço de suas ações, além disso enquanto aspectos como propriedade e governança corporativa apresentam impacto sobre o valor intrínseco das ações da empresa através de seu desempenho corporativo, eles podem aparecer também sob o aspecto de um custo extra capaz de ser recompensado pelo pagamento de valor prêmio pago pelo investidor, conforme também apresentado por Campos, Newell e Wilson (2002).

Em outro trabalho desenvolvido por Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2003) no mercado alemão, os autores também encontraram evidências que, após a elaboração por eles próprios de um índice de governança corporativa para seu mercado de estudo, as empresas alemãs apresentaram um relacionamento positivo com relação ao índice estabelecido e o valor da empresa.

2.10. Efeitos da Governança Corporativa na Redução do Custo de Capital das Empresas e na Obtenção de Recursos Financeiros no Mercado

Com base em Ross, Westerfield e Jaffe (2002), a estrutura de capital de uma empresa pode ser definida em termos da sua estrutura de financiamento, a qual apresenta como estarão estruturados os vários tipos de capital, tanto de terceiros como próprio, utilizado pela empresa. Portanto, cabe assim ao administrador, a definição da proporção correta entre capital de terceiros e capital próprio de modo que o valor da empresa no tempo possa ser maximizado.

Conforme apresentado por Toraiwa (2003), quando a empresa utiliza tanto capital de terceiros (por exemplo via emissão de debêntures) como capital próprio (via emissão de ações) para financiar seus investimentos, neles estão embutidos custos. O

custo de capital da empresa será, portanto, uma média ponderada desses dois custos que é calculada pela fórmula do Custo Médio Ponderado de Capital.

É possível, em tese, encontrar uma estrutura de financiamento que minimize o custo de capital da empresa e maximize seu valor de mercado.

A hipótese da importância da governança corporativa se baseia na premissa de que as empresas com boa governança tendem a ser mais procuradas pelos investidores, uma vez que estes demandam informações transparentes sobre a empresa em que estão investindo e maior garantia de que as decisões serão tomadas no seu melhor interesse. Conseqüentemente, haverá uma redução no custo de capital da empresa e uma automática valorização de seus papéis.

As empresas com boa governança corporativa podem vir a ter uma redução do seu custo de capital, em conseqüência da maior demanda por seus papéis. Isto gera um aumento do valor da empresa e dá a ela uma maior competitividade devido à redução da taxa mínima de atratividade, que possibilita à empresa empreender mais projetos e obter maior lucratividade nos projetos empreendidos.

Alguns estudos apresentam evidências de que a governança corporativa realmente diminui o custo do capital da empresa, aumentando seu valor de mercado e tornando-as mais competitivas. Um estudo da consultoria McKinsey (2001), por exemplo, mostra que os investidores estariam dispostos a pagar um prêmio pelas ações das empresas que apresentassem boas práticas de governança. Através de uma pesquisa, foi constatado que os investidores institucionais estariam dispostos a pagar 28% a mais por ações de empresas brasileiras que apresentassem uma boa governança.

Silveira (2002) mostra em seus estudos que há uma relação mais forte entre governança e valor da empresa. Encontrou também evidências de que as empresas que possuem pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho são mais valorizadas, embora não tenha sido provado que possuem um desempenho superior.

A adoção de melhores práticas de governança corporativa por parte das empresas brasileiras, como também apresentado por La Porta et al. (2000) é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, que, por sua vez, é fundamental para o crescimento e competitividade internacional das próprias companhias. Como o desenvolvimento econômico do Brasil depende da competitividade das suas empresas, o aprimoramento das práticas de governança corporativa deve ser tema obrigatório entre as políticas governamentais.

2.11. O Mercado e as Práticas de Governança Corporativa

Com base em Campos, Newell e Wilson (2002, p. 15), as empresas estabelecidas em mercados emergentes muitas vezes afirmam que os modelos de governança corporativa adotados principalmente pelos Estados Unidos e Inglaterra não se aplicam aos seus casos. Segundo os empresários e executivos destes países, a afirmativa de que as coisas são diferentes em seus contextos, leva a governança corporativa a ser tratada como um item de última prioridade. Para justificar sua posição, atribuem a culpa à predominância do controle familiar sobre os negócios empresariais, aspectos culturais entre outros.

Os autores Campos, Newell e Wilson (2002, p. 15) apresentam em seu trabalho um aspecto distinto, contrapondo que segundo suas experiências e pesquisas, tanto investidores nacionais como internacionais em mercados emergentes buscam companhias que adotam medidas rigorosas e eficazes de governança corporativa.

Em primeiro nível as pesquisas apontam que mercados emergentes estão respondendo naturalmente à recente tendência global de pressão dos investidores para melhoria das estruturas e práticas de governança corporativa. E com base nas recentes crises financeiras que vêm assolando mercados emergentes nos últimos cinco anos, os resultados obtidos através de pesquisas indicam que já existe um consenso no sentido de que estratégias pouco representam para os investidores, caso a empresa ignore os padrões de transparência de informações, padrões contábeis e um alto compromisso com os ganhos e valor para com seus acionistas.

Segundo estudos realizados pela própria McKinsey em 2001, setenta e seis por cento dos investidores em companhias asiáticas disseram que estão muito mais preocupados com as práticas do conselho empresarial do que com os aspectos financeiros das empresas. Em muitos países pesquisados, investidores relataram que estão dispostos a pagar mais caro por empresas com melhores práticas de governança corporativa.

Para avaliar esta tendência, os autores realizaram uma pesquisa que contou com a presença de 188 empresas de seis mercados emergentes distintos e o resultado foi de que existe, segundo os autores, uma boa evidência que boas práticas de governança corporativa são recompensadas com um maior valor para o mercado. Segundo os resultados, companhias que apresentaram maior grau de observância às práticas de

governança corporativa também apresentaram um maior valorização em termos da relação valor de mercado sobre valor contábil.

Os investidores apresentam maior grau de confiança em empresas que estão comprometidas com a proteção dos direitos dos acionistas, apresentam suas demonstrações contábeis segundo normas e modelos pré-estabelecidos e aceitos, e possuem conselhos compostos por membros independentes.

Em muitos casos o prêmio que o investidor está disposto a pagar nas empresas que apresentam práticas eficazes de governança corporativa pode chegar até 30% do valor do título ou ação, o que pode representar uma variação entre 10% e 12% no valor de mercado da empresa a partir da adoção das boas práticas de governança corporativa, segundo Campos, Newell e Wilson (2002, p. 17).

Os autores também encontraram diferenças com relação aos padrões de adesão às boas práticas de governança corporativa, sendo maiores nas empresas asiáticas, o que deve ser consequência da forte crise financeira pela qual passou o continente no ano de 1997 e também do alto grau de investimento que vêm recebendo as empresas nesta região nos últimos anos.

De uma maneira geral, os países emergentes estão corroborando para o desenvolvimento das melhores práticas de gestão empresarial. Por exemplo, as empresas mexicanas, que sempre obtiveram baixos índices de atendimento às práticas de governança corporativa, principalmente devido ao fato de manterem o controle familiar sobre suas empresas, obtiveram um bom desempenho em termos de transparência. Isto deve-se principalmente ao fato de que muitas das empresas mexicanas estão listadas nas bolsas de valores americanas, o que as obriga a atenderem aos padrões americanos de contabilidade e transparência de informações.

Como resultado da pesquisa realizada por Campos, Newell e Wilson (2002, p. 18), a adoção das práticas de governança corporativa também apresenta vantagens em termos da concorrência, uma vez que empresas reguladas por boas práticas de gestão são bem vistas no mercado.

2.12. Cenário Legal e Regulatório da Governança Corporativa no Brasil

Segundo Silveira (2002) a abordagem legal, com relação à proteção do investidor encorajaria o desenvolvimento dos mercados de capitais porque os investidores tendem a pagar mais pelos títulos quando são protegidos da expropriação,

tornando mais atrativa a sua emissão por parte dos empreendedores. Desta forma, o direito dos credores encorajaria o desenvolvimento do mercado de crédito e o direito dos acionistas incentivaria o desenvolvimento do mercado de ações.

Segundo Araújo e Espósito (2004), o sistema legal brasileiro que tem como base o código romano é classificado como Código de Leis Civil, onde três principais leis regem a estrutura e funcionamento do mercado de capitais e ativos financeiros, e os principais aspectos de gestão empresarial, são eles: a Lei de Mercado, Lei das Sociedades por Ações e a Lei de Falências. Estas leis são normalmente complementadas por resoluções ou instruções legais elaboradas pelas agências reguladoras, como a CVM, o Banco Central e as bolsas de valores, bem como pelo próprio Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), fundado em 27 de novembro de 1995.

A Lei de Mercado regula o mercado financeiro, de capitais e seu corpo regulatório. A Comissão de Valores Mobiliários, estabelece a legislação sob a qual o mercado é controlado. A Lei das Sociedades por Ações fornece as bases legais que determinam os aspectos de operação e gestão das companhias, tanto para o setor público como para o setor privado. Em outubro de 2001, a Lei das Sociedades por Ações foi expandida com a entrada em vigor da Lei 10.303, que trouxe várias mudanças com relação aos aspectos de governança, dentre eles podemos destacar:

- Estrutura e composição do conselho de administração;
- Processo de escolha dos membros que irão compor o conselho;
- Direito dos acionistas minoritários como o *tag along*;
- Compra das ações dos acionistas minoritários por um preço justo quando do fechamento do capital de uma empresa aberta;
- Resolução dos conflitos de interesse e abuso por parte do acionista majoritário;
- Manutenção dos direitos dos acionistas preferenciais;
- Direito de voto;
- Política de dividendos;
- Lei de falências;
- Resolução de conflitos por arbitragem.

3. Panorama do Setor Financeiro e Bancário no Brasil

Este capítulo aborda, em linhas gerais, o panorama do setor bancário no Brasil, nos últimos anos, apresentando as principais fontes geradoras de receita, lucratividade e rentabilidade do setor.

O setor bancário brasileiro vem se destacando nos últimos anos pela geração de altas taxas de retorno e lucratividade. Três fatores têm explicado o bom desempenho da maior parte dos bancos: cobrança de serviços, ganhos em operações com moeda estrangeira, e crescimento da receita de operações de crédito, pelo aumento tanto do volume quanto da margem de intermediação.

O sistema financeiro brasileiro está posicionado como um dos maiores, dentre as economias dos países emergentes. Atualmente, existe uma grande variedade de instituições financeiras operando no Brasil, incluindo bancos comerciais, bancos múltiplos, caixas econômicas, cooperativas de crédito, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, entre outros.

O setor bancário é ainda o grupo mais representativo dentro do sistema financeiro, enquanto provedor de crédito e depósitos, apesar de um rápido processo de desintermediação acontecer nos últimos anos, com fundos mútuos e produtos de capitalização ganhando importância como alternativa de investimento.

Para compensar a perda de receita gerada pelo *float*, típico do período hiperinflacionário até ano de 1994, os bancos diversificaram suas linhas de negócios. Através de subsidiárias distintas, os bancos organizaram-se como provedores de uma vasta gama de serviços financeiros, desenvolvendo importantes franquias na área de seguros, administração de recursos e fundos de pensão, cartões de crédito e arrendamento mercantil, complementando as tradicionais atividades bancárias de empréstimos e captação de depósitos. Esta bem diversificada carteira de negócios permitiu aos bancos brasileiros manter sólida rentabilidade e solvabilidade.

A cobrança generalizada de tarifas representa a explicitação de custos operacionais embutidos na captação de recursos sem juros ou com juros abaixo da média do mercado. Com inflação baixa, estes custos se tornam relativamente bem mais pesados e os bancos procuram repassá-los para os clientes, com tarifas muito altas e cobrança automática por todos os serviços – alguns bancos conseguiram elevar de 10% para mais de 35% a parcela de sua receita bruta originada de cobrança de tarifas.

Os ganhos com moeda estrangeira decorreram da avaliação acertada de que a nova moeda viria com juros altos e valorização real do câmbio. Os bancos reforçaram a captação para repasse doméstico, estimulados pela abundância de recursos externos e pela expectativa de que as restrições ao crédito incluiriam recolhimentos compulsórios sobre recursos captados em reais. Este movimento dos bancos, ademais, favorecia o aumento das reservas externas do Banco Central do Brasil (BCB), objetivo explícito da política econômica na fase anterior à entrada do real.

As receitas com transações de crédito (capital de giro e investimentos permanentes) decorrem principalmente do *spread* favorável (taxa cobrada no empréstimo superior ao custo de captação dos fundos no mercado) praticado no mercado nacional.

Para se ter uma idéia melhor da eficiente gestão financeira dos três principais bancos privados nacionais, a Tabela 1 apresenta informações que confirmam o bom desempenho, nos anos de 1998 a 2004.

Tabela 1 - Indicadores de desempenho de 1998 a 2004

Indicador de desempenho	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Retorno sobre o PL							
Bradesco	20,1%	17,0%	18,6%	22,2%	21,5%	16,3%	16,0%
Itaú	27,0%	26,5%	26,3%	31,5%	27,7%	31,6%	18,9%
Unibanco	15,8%	14,7%	15,4%	16,0%	13,4%	14,8%	15,6%
Margem Líquida							
Bradesco	15,5%	12,6%	10,2%	16,1%	19,3%	9,9%	12,2%
Itaú	21,9%	22,0%	9,7%	16,8%	19,0%	19,2%	9,8%
Unibanco	14,7%	11,6%	11,6%	14,8%	15,6%	10,4%	9,1%
Valor Patrimonial/Ação (R\$)							
Bradesco	30,90	28,46	25,47	22,59	18,55	15,73	15,47
Itaú	120,87	102,19	79,65	66,47	56,31	49,33	38,85
Unibanco	5,75	5,08	4,66	4,31	3,91	3,25	2,92
Índice Preço/Lucro							
Bradesco	9,20	9,30	6,90	7,00	9,80	11,20	6,40
Itaú	10,50	8,90	7,20	8,20	11,60	9,40	7,60
Unibanco	9,80	9,60	13,50	15,70	19,00	14,60	4,40

Fonte: CVM e Economática.

A Tabela 2 apresenta os dados gerais do setor considerando dados dos bancos Bradesco, Itaú, Unibanco, Banco do Brasil e Banespa, os quais representam os cinco maiores bancos nacionais.

Tabela 2 - Indicadores gerais do setor considerando Bradesco, Itaú, Unibanco, Banco do Brasil e Banespa

Indicador de desempenho	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Patrimônio líquido (bi R\$)	57,1	49,5	39,9	35,2	30,2	28,1	24,7
Receita de intermediação financeira (bi R\$)	81,9	80,0	94,8	57,7	42,4	56,9	49,4
Lucro líquido (bi R\$)	12,9	10,6	10,3	7,7	3,2	4,4	3,4
RPL média	22,6%	21,5%	25,7%	21,9%	10,6%	15,7%	13,7%

Fonte: CVM e Economática.

Ainda com relação ao mercado de crédito, a evolução moderada das operações do sistema financeiro, como consequência do que ocorreu em 2004, esteve associada à menor demanda de recursos por parte das empresas, tendo em vista a redução no fluxo de negócios, registrando manutenção da trajetória de crescimento das contratações de empréstimos bancários por parte das famílias.

Adicionalmente, a participação das contratações de empréstimos consignados em folha de pagamento, consolida o papel desempenhado por essas modalidades de crédito como alternativas menos custosas, em especial em relação ao crédito rotativo, tradicionalmente utilizado como complementação de renda.

3.1. Informações Gerais Sobre o Setor Bancário

Segundo a Febraban, o quadro geral dos bancos no Brasil não apresentou modificação no ano de 2004 em comparação com o ano de 2003. A estabilidade do cenário sinalizou uma consolidação do processo de fusões e incorporações no mercado financeiro ocorrido nas últimas décadas. A competitividade entre os bancos tende a se acentuar no tempo como forma de conquista de maiores espaços. Nesta perspectiva, a tecnologia tende a exercer um papel cada vez mais importante na oferta de novos serviços e na gestão mais eficiente de suas estruturas.

A seguir é apresentada a Tabela 3 mostrando a distribuição dos bancos no Brasil por origem de capital.

Tabela 3 - Bancos por origem de capital

Descrição	2000	2001	2002	2003	2004
Privativos nacionais com e sem participação estrangeira	106	96	87	87	88
Privativos estrangeiros e com controle estrangeiro	69	70	65	62	62
Públicos federais e estaduais	17	16	14	14	14
Números de bancos	192	182	166	163	164

Fonte: Banco Central do Brasil.

Com relação à rede de atendimento o número de agências e postos bancários no Brasil manteve-se estável nos últimos cinco anos, o que demonstra a tendência de estabilização do mais tradicional canal de acesso a seus clientes. Por outro lado, a quantidade de postos de auto-atendimento continua crescendo ainda que de forma mais lenta que nos anos anteriores. Entretanto, o novo canal representado pelos correspondentes bancários expande-se de modo significativo, em suas varias formas de composição, tais como estabelecimentos comerciais, casas lotéricas, agências do correio, cartórios, redes de varejo, etc., constituindo assim extensões dos serviços bancários instaladas em infraestrutura de terceiros.

A seguir é apresentada a Tabela 4 mostrando a quantidade de agências e postos de atendimento instalados no Brasil e sua evolução desde o ano 2000.

Tabela 4 - Número de agências e postos de atendimento

Descrição	2000	2001	2002	2003	2004
Número de agências	16.396	16.841	17.049	16.829	17.260
Postos tradicionais *	9.495	10.241	10.140	10.045	9.837
Postos eletrônicos	14.453	16.748	22.428	24.367	25.595
Correspondentes bancários **	5.976	8.638	13.950	15.874	46.035
Total de dependências	46.320	52.468	63.567	67.115	98.727

Fonte: www.bcb.gov.br.

(*) Inclui Postos de Atendimento Bancário (PAB), de Arrecadação e Pagamentos (PAP), Avançados de Atendimento (PAA) e Unidades Administrativas Desmembradas (UAD).

(**) Fonte: Projeção Febraban.

Com apenas 9% do número total de bancos, os públicos detêm 44% do total de dependências instaladas no país, sendo, 40% das agências, 47% dos postos de atendimento e 46% dos postos eletrônicos. Com 38% do número de bancos, os

estrangeiros contam com redes mais compactas, totalizando apenas 19% das dependências ativas no território brasileiro.

Tabela 5 - Percentual de bancos, agências e postos de atendimento por categoria de banco

Bancos por categoria	Bancos	Agências	Postos Tradicionais	Postos Eletrônicos
	Part.% (*)	Part.% (**)	Part.% (**)	Part.% (**)
Privados nacionais	54%	35%	21%	43%
Privados estrangeiros	38%	25%	32%	11%
Públicos	9%	40%	47%	46%
Total	100%	100%	100%	100%

Fonte: (*) Banco Central do Brasil, (**) Projeção Febraban.

Em termos do número de contas correntes e de contas de poupança, o setor bancário registrou um aumento de cerca de 2,4 milhões de contas correntes e 5,5 milhões de contas de poupança. No total de contas, corrente e poupança, o aumento chega a quase 8 milhões, superando os 165 milhões. Porém, apresentou evolução discreta em 2004, pois, se de um lado novas contas foram abertas devido às iniciativas de bancarização, por outro lado muitas contas foram encerradas como resultado de processos de incorporação de bancos. No entanto, foi possível observar expansão na população de clientes que passou a utilizar a Internet para fazer suas transações financeiras. Em dois anos este universo dobrou, totalizando mais de 18 milhões ao final de 2004. O ingresso de pequenas empresas que também passaram a usufruir as facilidades proporcionadas pela rede virtual foi responsável pelo crescimento do número de clientes pessoa jurídica de *Internet Banking*.

A Tabela 6 a seguir mostra a evolução no número de contas correntes, poupanças, cartões de débito e clientes com *Internet Banking* nos últimos anos.

Tabela 6 - Número de contas, cartões de débito e clientes com *Internet Banking*

Descrição	2000	2001	2002	2003	2004
Contas Correntes (1)	55,8	63,2	66,7	71,5	73,9
Clientes de Poupança (2)	45,8	51,2	58,2	62,4	67,9
Cartões de Débito	-	-	-	-	165,4
Clientes com <i>Office Banking</i> (PJ)	1,5	1,3	1	0,7	0,6
Clientes com <i>Internet Banking</i>	8,3	8,8	9,2	11,7	18,1
Clientes com <i>Internet Banking</i> (PJ)	-	-	0,9	1,1	1,9
Clientes com <i>Internet Banking</i> (PF)	-	-	8,3	10,6	16,2

Fontes:

(1) Projeção Febraban

(2) Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip)

Valores em milhões

A administração dos recursos de terceiros captados pelos bancos cresceu 18% nas suas diferentes formas, superando a inflação registrada no ano de 2004. Isso apresenta indícios da contínua ampliação de sua base de clientes. A remuneração proporcionada pelos depósitos a prazo justifica a expressiva evolução superando em 30% o volume captado em 2003. Em relação às demais captações, os depósitos de poupança vêm ocupando um espaço menor ano a ano.

Os valores das captações realizados pelos bancos são apresentados na Tabela 7 a seguir:

Tabela 7 - Captações, saldos no fim do exercício (em bi R\$)

Descrição	2000	2001	2002	2003	2004
Depósitos à vista	45,7	51	65,5	66,6	75,9
Depósitos de poupança	111,9	120	140,9	144,1	158,9
Depósitos	89,9	107,6	137,6	144,2	188,1
Fundos	253,8	285,3	279,6	408,1	476,7
Total	501,3	563,9	623,6	763	899,6

Fonte: Banco Central do Brasil (BACEN).

O crescimento da população bancarizada, a maior extensão e capilaridade dos diferentes canais de acesso aos serviços bancários, a rápida assimilação de novos hábitos e produtos da tecnologia pelo consumidor no Brasil, e um elenco mais amplo de transações em meio eletrônico e nos postos de atendimento, justificam o incremento

contínuo de transações de arrecadações e pagamentos, públicos e privados, conforme a Tabela 8 a seguir:

Tabela 8 - Volume por canal de recebimento (em milhares de R\$)

Descrição	2000	2001	2002	2003	2004
Contas de concessionárias de água, energia, saneamento, telefone e gás (*)	1.075,7	1.202,4	1.049,8	1.064,2	1.180,7
Faturas de concessionárias debitadas automaticamente nas contas dos clientes	225,5	289,8	255,4	260,2	299,6
Guias de tributos municipais, estaduais e federais do FGTS, INSS, DPVAT e Ibama (**)	412,0	427,7	503,9	590,2	629,0
Pagamento do FGTS, de aposentados e pensionistas do INSS	239,6	247,4	253,4	331,8	393,3
Total	1.952,8	2.167,2	2.062,6	2.246,4	2.502,6

Fonte: Febraban.

(*) Todos os canais de recebimento, exceto débito automático.

(**) Todos os canais de recebimento, inclusive, débito automático.

Com relação às transações com cartões de crédito, em quatro anos o volume financeiro de pagamentos efetuados dobrou, superando em 2004 o montante de 100 bilhões de reais. O número de transações no mesmo período cresceu em mais de 50%, atingindo a cifra de 1,5 bilhões. O incremento em 17% no faturamento através de cartões de crédito em 2004 evidencia um ganho real de mercado para este meio de pagamento.

A Tabela 9 a seguir mostra a evolução na quantidade cartões de créditos, a quantidade de transações e o volume transacionado nos últimos anos.

Tabela 9 - Número de cartões de crédito, transações e valor total das transações

Descrição	Unidade	2000	2001	2002	2003	2004
Cartões de crédito	Milhões	28	35,3	41,5	47,5	52,5
Transações com cartões de crédito	Milhões	1.004	1.028	1.119	1.285	1.518
Valor total transações com cartões	Bi R\$	50,4	62,9	72,2	87,7	103

Fonte: Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços (Abecs).

Todas as alternativas de poupança pública nos bancos aumentaram seus saldos em mais de 10%, em 2004, com destaque para o crescimento dos depósitos a prazo, cujo

estoque de R\$ 144,2 bilhões em fins de 2003 cresceu 30,4% para R\$ 188,1 bilhões em fins de 2004. Os fundos, entretanto, concentram 53% do total, com R\$ 476,7 bilhões.

Em termos tecnológicos o setor bancário apresentou grande destaque para o alto crescimento das transações realizadas pela Internet (48,5% a mais que em 2003), a proliferação exponencial e a multiplicação dos pagamentos (mais 72,4%) nos milhares de postos de atendimento instalados no comércio, o incremento superior a 30% das operações feitas em estações de auto-atendimento. Isto confrontando com a redução gradual das transações com, a redução de quase 20% das transações feitas nos caixas das agências e a queda dos atendimentos feitos através de *call centers*, com ou sem intervenção de atendente.

A seguir são apresentadas as quantidades de transações realizadas, divididas por origem.

Tabela 10 - Quantidade de transações por origem (em milhões)

Descrição	2000	2001	2002	2003	2004
	Qtd.	Qtd.	Qtd.	Qtd.	Qtd.
Automáticas externas (1)	557	653	599	610	667
Automáticas internas (2)	3.585	3.805	3.893	6.758	7.514
Auto-atendimento (3)	6.616	7.766	6.094	7.585	9.891
Home e Office Banking P.J. (4)	359	664	970	1.174	1.862
Internet Banking P.F. (5)	370	820	1.139	1.457	2.045
POS - Ponto Venda no Comércio (6)	314	380	549	581	1.002
Transações de caixas de agências	4.027	5.188	4.463	4.451	3.609
Nº de cheques compensados	2.638	2.600	2.397	2.246	2.107
Call Center com atendente	130	242	380	321	301
Call Center (URA)	1.164	1.326	1.133	994	850
Correspondentes Bancários (7)	-	-	-	125	187
Total	19.760	23.444	21.617	26.302	30.035

Fonte: Febraban.

(1) débitos automáticos, crédito de salário etc.

(2) tarifas, taxas, IOF, CPMF etc.

(3) saque, depósitos, consultas, emissão de cheques etc.

(4) transferências de arquivos, consultas, pagamentos, investimentos etc.

(5) consultas, transferências, pagamentos, investimentos, empréstimos etc.

(6) pagamentos em lojas, supermercados, postos de gasolina etc.

(7) estabelecimentos comerciais, correios, casas lotéricas etc.

Assim, com o advento da tecnologia como facilitadora de negócios o setor bancário demandou grandes investimentos em tecnologia de informação (TI), ou seja, depois de um crescimento de quase 20% em 2003, os investimentos em TI se

estabilizaram na faixa de R\$ 4,2 bilhões. Levando em conta que esta cifra tem representado historicamente cerca de 30% das despesas globais de TI pelos bancos, pode-se inferir que os bancos gastaram em 2004 por volta de R\$ 12 bilhões com tecnologia.

A Tabela 11 abaixo apresenta os investimentos em TI realizados nos últimos anos pelo setor bancário.

Tabela 11 - Investimentos em TI (em milhões de R\$)

Descrição	2000	2001	2002	2003	2004
Hardware	1.331	1.476	1.610	1.843	2.010
Equipamentos / Linhas de comunicações	431	301	193	581	384
Softwares adquiridos de terceiros	517	509	699	779	850
Softwares desenvolvidos próprio banco	613	838	1.035	997	967
Total	2.892	3.124	3.537	4.200	4.211

Fonte: Febraban.

4. Metodologia da Pesquisa

Para o desenvolvimento da pesquisa estatística e posterior levantamento de conclusões, foram selecionadas informações (preços históricos das ações, dados sobre desempenho e resultados) de três bancos que compõem os índices de governança corporativa da BOVESPA (IGC); Bradesco, Itaú e Unibanco. A escolha dos três maiores bancos listados na Bolsa de Valores de São Paulo, como objeto de estudo, teve como base a confiabilidade e equidade no tratamento dos dados disponíveis, eliminando assim a influência de bancos com características econômicas diversas.

A data padrão para adoção as práticas de governança corporativa foi o dia 2 de julho de 2001. O período pós-migração de estudo foi definido e calculado como sendo o número de dias decorridos entre a data de adesão das novas práticas de governança corporativa (02/07/2001) e a última data de tomada de cotação das ações no mercado no ano de 2004. Uma vez determinado o número de dias decorridos no período pós-migração, foi utilizado este mesmo intervalo de tempo para determinação do período pré-migração, que foi calculado como sendo, a data que o banco aderiu às novas práticas, menos a quantidade de dias calculada para o período pós-migração, determinando assim o início do período de estudo chamado de período pré-migração, que teve início em janeiro de 1998.

Este critério foi adotado como sendo o mais lógico para a determinação dos períodos de estudo e análise das ações antes e após a adoção das novas práticas de governança corporativa. Na seqüência, foi confrontado o desempenho das ações com os índices de governança corporativa e de mercado de cada banco para verificar a existência de correlações. Em seguida, foram calculados os retornos anormais ou extraordinários para cada um dos três bancos pesquisados no período pré-migração e pós-migração. Por último, foi desenvolvido um modelo matemático para avaliar se o comportamento dos preços das ações dos bancos estava ou não relacionado com a adoção das práticas de governança corporativa.

Após a fundamentação teórica, o desenvolvimento do trabalho ocorreu através de um processo de pesquisa e levantamento de dados históricos das ações através de pesquisa na Internet e no sistema Economática. Finalizado o processo de pesquisa, iniciou-se o processo de tabulação e compilação dos dados, através da utilização de planilhas eletrônicas, softwares de banco de dados e softwares estatísticos como STATA e SPSS. Concluído o processo de tabulação das informações, deu-se início ao

processo de cálculo dos retornos históricos semestrais das ações pesquisadas para cada banco.

Após o levantamento dos resultados de retorno histórico, iniciou-se o processo de análise dos resultados, com o estudo dos índices de mercado e índices macroeconômicos, bem como a geração de gráficos e quadros de comparação entre os diversos bancos; na sequência, foi realizado o cálculo dos retornos anormais para cada um dos bancos pesquisados, para os períodos pré-migração e pós-migração e por fim, a elaboração do modelo matemático que representasse a evolução dos preços das ações dos três bancos, para todo o período de estudo.

Com base nos dados disponíveis na Bolsa de Valores de São Paulo, foi extraída, assim, uma amostra da população dos bancos mais significativos em termos de atuação do mercado presentes na BOVESPA. A coleta de dados contou, portanto, com três bancos que adotaram práticas diferenciadas de governança corporativa (Bradesco, Itaú e Unibanco).

Para efeito de equalização com relação aos valores das cotações das ações dos bancos pesquisados, foram tomados valores nos quais os preços das ações já incorporavam *splits* e distribuição de dividendos.

O período de estudo considerado teve início em janeiro de 1998 e término em dezembro de 2004, sendo utilizado para pesquisa um conjunto da ordem de mais de 10.500 registros, os quais representaram as cotações diárias dos valores das ações de cada um dos bancos pesquisados. Na eventual falta de informação sobre a cotação de uma determinada ação em um dia específico t , no qual todas as outras ações apresentaram cotação, o valor desta ação foi considerado como sendo a cotação da ação no dia $t-1$, ou seja, o mesmo valor da cotação da ação do dia anterior.

4.1. Método Utilizado

O trabalho de pesquisa desenvolvido foi do tipo qualitativo e quantitativo e teve como base procedimentos estatísticos, com objetivo de produzir uma proposição admitida como verdadeira em virtude das informações e população pesquisada a partir da amostra considerada.

A elaboração do trabalho de pesquisa e o tratamento dos dados e informações foi dividido em três seções:

- A primeira seção, que trata os dados de forma qualitativa em termos do desempenho e comportamento dos principais indicadores de cada um dos bancos pesquisados, antes e após a data de criação pela BOVESPA das práticas de governança corporativa;
- A segunda seção, onde são mostrados os resultados dos retornos anormais ou extraordinários calculados para cada um dos bancos pesquisados, antes e após a data de criação pela BOVESPA das práticas de governança corporativa;
- E por fim, a terceira seção, com a apresentação de um modelo matemático de regressão multivariável que representa o comportamento dos preços das ações para cada um dos bancos pesquisados (variáveis dependentes), em função das variáveis independentes mais significantes encontradas.

Segundo Martins (2002, p.33) esta abordagem apresenta um levantamento, não exaustivo, dos principais tipos de estudos utilizados na pesquisa social, com destaque especial para uma ampla classificação de trabalhos, dentre os quais os métodos de pesquisa, técnicas de pesquisa e coleta de dados, enfatizando que, dependendo do objeto de trabalho, as modalidades podem ser combinadas de várias formas.

Considerando a classificação apresentada por Martins (2002, p.34) com relação ao enfoque epistemológico, a pesquisa é do tipo empírico-analítica.

Esta abordagem apresenta em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas privilegiando os estudos práticos. Apresenta preocupação com a relação de causalidade entre as variáveis e a validação da prova científica é feita através de mecanismos de testes, significância e sistematização operacional das definições.

Neste trabalho especificamente, a pesquisa faz uso de uma análise econométrica de dados históricos sobre o preço das ações, bem como dos *proxys* de mercado e variáveis dependentes de valor e desempenho dos bancos pesquisados.

4.2. Definição Teórica e Operacional das Variáveis Pesquisadas

As definições teóricas e operacionais das variáveis utilizadas neste trabalho são:

4.2.1. Seção – Retornos Anormais ou Extraordinários

4.2.1.1. Retorno

Existem várias maneiras adotadas pela literatura para expressar este conceito, neste trabalho foram utilizados os indicadores definidos abaixo.

As cotações médias dos ativos (ações, Ibovespa, IGC, e demais informações) foram obtidas através das informações constantes no sistema Economática, sendo:

- Retorno de mercado Ibovespa (RM_IBV): Retorno do mercado Ibovespa foi calculado pelo logaritmo natural da razão entre o valor médio do índice Ibovespa no dia t+1 e o valor médio do índice Ibovespa no dia t:

$$RM_IBV = \ln (Vf_IBV_t+1 / Vf_IBV_t)$$

Onde:

Vf_IBV_t+1 = valor médio do Ibovespa no dia t+1;

Vf_IBV_t = valor médio do Ibovespa no dia t;

- Retorno de mercado IGC (RM_IGC): Retorno do mercado IGC foi calculado pelo logaritmo natural da razão entre o valor médio do índice IGC no dia t+1 e o valor médio do índice IGC no dia t:

$$RM_IGC = \ln (Vf_IGC_t+1 / Vf_IGC_t)$$

Onde:

Vf_IGC_t+1 = valor médio do IGC no dia t+1;

Vf_IGC_t = valor médio do IGC no dia t;

- Retorno das ações do banco (RA_I): Retorno das ações do banco i foi calculado pelo logaritmo natural da razão entre o preço médio da ação do banco i no dia t+1, e o preço médio da ação do banco i no dia t:

$$RA_I = \ln (Vf_A_i_t+1 / Vf_A_i_t)$$

Onde:

$Vf_A_i_t+1$ = preço médio da ação do banco i no dia t+1;

$Vf_A_i_t$ = preço médio da ação do banco i no dia t;

- Retorno anormal ou retorno extraordinário (RAE): Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p. 287), este índice é definido como sendo a diferença entre o retorno da ação do banco i analisado no instante t, menos o retorno do mercado, medido tanto pelo índice Ibovespa ou como pelo índice IGC, também no instante t:

$$RAE_t = RA_i_t - RM_IBV_t, \text{ ou}$$

$$RAE_t = RA_i_t - RM_IGC_t, \text{ ou}$$

Onde:

RA_i_t = retorno da ação do banco i no instante t;

RM_IBV_t = retorno do índice de mercado Ibovespa no instante t.

RM_IGC_t = retorno do índice de mercado IGC no instante t.

4.2.2. Seção – Modelo Matemático de Regressão

4.2.2.1. Valor das Ações dos Bancos e dos Indicadores de Mercado

- $Vf_A_i_t$ = preço médio da ação do banco i no dia t, sendo que i pode representar os bancos (1) Bradesco, (2) Itaú e (3) Unibanco;
- Vf_IBV_t = valor médio do Ibovespa no dia t;
- Vf_IGC_t = valor médio do IGC no dia t.

4.2.2.2. Valor dos Bancos

Existem várias definições para este conceito, neste trabalho serão utilizados os seguintes indicadores:

- Q de Tobin: Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p. 305), e Sang (1998, p. 1) o Q de Tobin é definido como o quociente entre o valor de mercado dos ativos e seu custo de reposição. Um índice Q de Tobin maior do que 1 indica que uma empresa tem êxito em suas decisões de investimento, ou seja, a idéia é a de que se os ativos da empresa estiverem sendo bem empregados pelos administradores, estes ativos

produzirão, mesmo que futuramente, pelo menos o valor de custos desses próprios ativos, implicando assim em um índice Q de Tobin maior que 1, e vice-versa. Entretanto, é muito difícil calcular o Q de Tobin conforme descrito em seu artigo original, devido principalmente à obtenção de dados sobre as variáveis que dizem respeito ao valor de mercado das dívidas e o valor de reposição dos ativos da empresa. Devido a estas limitações, o Q de Tobin, para os bancos, será estimado pela aproximação simplificada proposta por Chung e Pruitt (1994, p.72) e discutido por Famá e Barros (2000), que definem o Q de Tobin como:

$QT_{obin} =$

$$\frac{(VMA_ON * QTD_ON + VMA_PN * QTD_PN) + (VCD_C + VCD_L - AC)}{AT}$$

Onde:

VMA_ON = valor de mercado da ação ordinária;

QTD_ON = quantidade de ações ordinárias;

VMA_PN = valor de mercado da ação preferencial;

QTD_PN = quantidade de ações preferenciais;

VCD_C = valor contábil das dívidas de curto prazo;

VCD_L = valor contábil das dívidas de longo prazo;

AC = ativo circulante;

AT = ativo total da empresa.

Os dados contábeis e os dados referentes aos preços das ações dos bancos foram obtidos do sistema Económica.

- Valor da Mercado Adicionado (MVA): É uma medida cuja maximização expressa a riqueza adicionada ao acionista, ou seja, a riqueza do acionista é maximizada por meio da maximização da diferença entre o valor de mercado do patrimônio líquido da empresa ou banco e a quantidade de capital próprio que foi fornecida pelos acionistas, segundo Santos (2005, p. 153) o MVA afere as expectativas dos investidores quanto à capacidade futura da empresa ou banco de gerar fluxos de caixa operacionais, cobrir dívidas e maximizar a riqueza dos proprietários. Pode ser calculado por:

$$MVA = VM_PL - CP_Acionistas$$

$$VM_PL = (VMA_ON * QTD_ON + VMA_PN * QTD_PN)$$

Onde:

VM_PL = valor de mercado do patrimônio líquido;

VMA_ON = valor de mercado da ação ordinária;

QTD_ON = quantidade de ações ordinárias;

VMA_PN = valor de mercado da ação preferencial;

QTD_PN = quantidade de ações preferenciais;

CP_Acionistas = capital próprio aportado pelos acionistas.

- Índice Preço / Lucro (P/L): É um índice que representa o montante que os investidores estariam dispostos a pagar por unidade de lucro da empresa ou banco, indicando de certo modo o grau de confiança que os investidores têm sobre o desempenho futuro da empresa ou banco, sendo calculado por:

$$P / L = VMA_ON / LPA_ON$$

Onde:

VMA_ON = valor de mercado da ação ordinária;

LPA_ON = lucro pago por ação ordinária.

- Valor dos Ativos (ATIVO): Esta variável representa o total do ativo do banco, de acordo com os dados presentes no balanço patrimonial.
- Patrimônio Líquido (PL): Esta variável representa o valor total do patrimônio líquido do banco, de acordo com as informações disponíveis no balanço patrimonial.

4.2.2.3. Retorno

Existem várias maneiras adotadas pela literatura para expressar este conceito, neste trabalho serão utilizados os seguintes indicadores definidos abaixo.

As cotações médias dos ativos (ações, Ibovespa, IGC, e demais informações) foram obtidos através das cotações constantes no sistema Economática e nos dados disponíveis no *site* da Comissão de Valores Mobiliários.

- Retorno sobre os investimentos (ROA): Este índice expressa o quanto os ativos da empresa ou banco estão auxiliando no processo de geração de lucro da mesma, o mesmo pode ser calculado tanto antes como após juros e impostos. Para este trabalho foi adotado o lucro líquido após juros e impostos para definição da variável:

$$ROA = LLAJI / AT$$

Onde:

LLAJI = lucro líquido após juros e impostos;

AT = ativo total.

- Retorno sobre o patrimônio líquido (RPL): Este índice é definido pelo quociente entre o lucro líquido (depois de juros e impostos) e o patrimônio líquido dos acionistas:

$$RPL = LLAJI / PL$$

Onde:

LLAJI = lucro líquido após juros e impostos;

PL = patrimônio líquido.

4.2.2.4. Solvência e Alavancagem

Apesar das várias definições para os conceitos de solvência e alavancagem, neste trabalho foram utilizados os seguintes indicadores:

- Liquidez corrente (LC): Este índice expressa a capacidade da empresa ou banco em pagar suas contas dentro do prazo apropriado, e foi calculado conforme abaixo:

$$LC = AC / PC$$

Onde:

AC = representa o ativo circulante;

PC = passivo circulante.

- Relação capital de terceiros/capital próprio (CT/CP): Este índice representa o grau de endividamento do banco estudado e expressa o grau

de alavancagem financeira que o banco apresenta, e foi calculado conforme expressão a seguir:

$$CT/CP = \text{Total_Dividas} / PL$$

Onde:

Total_Dividias = representa o total das dívidas suportada pela entidade;

PL = patrimônio líquido.

4.2.2.5. Variáveis Macroeconômicas

Como *proxy* da macroeconomia as seguintes variáveis foram adotadas:

- SELIC: Este índice indica o valor da taxa SELIC anunciada pelo governo (*);
- DOLAR_PTAX: Este índice apresenta a cotação do dólar PTAX (*);
- CBOND: Este índice indica o valor da cotação do título brasileiro C-Bond cotado no mercado internacional (*);
- RISCO_BRASIL: Este índice apresenta o nível do Risco Brasil observado pelo mercado internacional, medido com base no índice EMBI+ do banco americano de investimento JP Morgan (#);
- TJLP: Este índice mostra a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) para a economia brasileira (*);
- IGPM: Este índice apresenta um indicador do nível de inflação da economia brasileira (*).

(*) Fonte Económica.

(#) Fonte: <http://www.cbonds.info/index>, acessado dia 12/07/2005.

4.2.2.6. Variáveis do Tipo *Dummies*

Estas variáveis têm como objetivo captar se o efeito da adoção das práticas de governança corporativa foram ou não relevantes para a valorização dos preços das ações dos bancos pesquisados.

- D_IGC_BBDC: Variável do tipo *dummy* para o Banco Bradesco, assume valor 1 (um), para o período após o primeiro semestre de 2001 e valor zero (0), para o período anterior ao segundo semestre de 2001;
- D_IGC_ITAU: Variável do tipo *dummy* para o Banco Itaú, assume valor 1 (um), para o período após o primeiro semestre de 2001 e valor zero (0), para o período anterior ao segundo semestre de 2001;
- D_IGC_UBBR: Variável do tipo *dummy* para o Banco Unibanco, assume valor 1 (um), para o período após o primeiro semestre de 2001 e valor zero (0), para o período anterior ao segundo semestre de 2001;

4.2.2.7. Variáveis de Identificação dos Bancos

- ID_BBDC: Variável que assume valor 1 (um), quando a variável dependente de estudo representa o Banco Bradesco e valor zero (0) quando a variável dependente estudada for qualquer outro banco;
- ID_ITAU: Variável que assume valor 1 (um), quando a variável dependente de estudo representa o Banco Itaú e valor zero (0) quando a variável dependente estudada for qualquer outro banco;
- ID_UBBR: Variável que assume valor 1 (um), quando a variável dependente de estudo representa o Banco Unibanco e valor zero (0) quando a variável dependente estudada for qualquer outro banco;

4.2.2.8. Variáveis de Defasagem

- L_XXX_t: Variável que indica o grau de defasagem da variável XXX principal em relação a quantidade de dias t.

Para determinação do grau de defasagem entre as variáveis foi realizado o cálculo da correlação de cada variável pesquisada com seus valores anteriores e verificou-se que o maior grau de dependência entre o valor da variável e seus valores anteriores foi de grau 6, ou seis dias.

4.3. População, Amostragem e Coleta de Dados

Os bancos candidatos para compor a amostra de instituições financeiras foram, conforme já apresentado, os três maiores bancos privados do Brasil: Bradesco, Itaú e Unibanco, os quais possuem ações pertencente ao índice IGC da BOVESPA e assim representam os bancos que optaram por adotar as novas práticas de governança corporativa.

A seleção e comparação dos resultados entre os bancos que adotaram as práticas diferenciadas de governança corporativa, tiveram como objetivo a redução do problema de viés na análise dos dados.

Para composição da amostra de bancos elegíveis para estudo, os seguintes critérios foram observados:

- Para os bancos que adotaram as novas práticas de governança corporativa a data de migração para o Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado deveria ser próxima a data de criação do índice IGC, ou seja, em meados de junho e julho de 2001;
- As ações dos bancos selecionados para estudo deveriam apresentar liquidez significativa no período compreendido entre os anos de 1998 e 2004.

Os dados e resultados tratados neste trabalho foram obtidos a partir de séries históricas de mercado.

Com a adoção dos critérios acima expostos para as políticas de governança corporativa, a amostra para estudo contou com os seguintes bancos:

- Bradesco (BBDC3): data de adesão: 26/06/2001;
- Itaú (ITAU3): data de adesão: 26/06/2001;
- Unibanco (UBBR3): data de adesão: 26/06/2001.

Os dados utilizados neste trabalho referentes ao valor de mercado das ações, informações contábeis e variáveis de governança corporativa, foram disponibilizadas pelos sistemas de informações Econômica, Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Febraban e Banco Central do Brasil. A coleta de dados foi dividida conforme apresentado na Tabela 12:

Tabela 12 – Sistemas de informações utilizados no estudo

Sistema de Informações	Dados Coletados
Economática	Valor de mercado das ações; Informações contábeis.
Bolsa de Valores de São Paulo	Índice Ibovespa; Índice IGC; Relação de bancos listados na BOVESPA.
Comissão de Valores Mobiliários	Informações contábeis.
Febraban	Informações do setor bancário.
Banco Central do Brasil	Informações do setor bancário, econômicas e conjunturais.

Todos os dados relativos às cotações das ações coletados no sistema Economática foram estruturados em planilhas eletrônicas distintas para cada banco analisado, o mesmo critério também foi válido para as cotações dos índices Ibovespa e IGC.

A análise de todos os dados obtidos foi feita no Capítulo 5, onde são mostrados gráficos, tabelas e resumos das informações coletadas sobre o desempenho financeiro dos bancos que migraram para os níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA.

4.4. Limitações da Pesquisa

A limitação mais importante da pesquisa está relacionada ao enfoque dado exclusivamente às características financeiras e de valor no preço das ações dos bancos que migraram para os níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA. Conforme literatura pertinente e apresentada no capítulo 2, outros mecanismos tanto internos como externos para avaliar os efeitos de governança corporativa sobre as corporações, financeiras ou não, também estão disponíveis, porém não foram o foco deste trabalho, além dos problemas de agência, presença de mercados hostis de aquisição, entre outros.

Com relação ao método utilizado para levantamento e coleta dos dados, algumas limitações relevantes precisam ser destacadas.

4.4.1. Relações de Causalidade entre as Variáveis

Para este trabalho, utilizou-se como ponto de partida a hipótese de que a adoção das boas práticas de governança corporativa, segundo o modelo adotado pela BOVESPA, pode afetar o desempenho corporativo e o valor dos bancos através da valorização ao longo do tempo do preço de suas ações.

Desta maneira, a relação de causalidade que surge entre as variáveis de governança corporativa, a valorização do preço da ação do banco e de seu desempenho, apesar de ser defensável em termos teóricos, pode não ser a relação correta.

O problema que surge é que da mesma forma que a adoção das boas práticas de governança corporativa pode ser a causa do desempenho favorável dos bancos no Brasil e de seu valor, ela também pode ser consequência, visto que os bancos podem e têm a capacidade de alterar suas práticas de governança corporativa a partir de um determinado desempenho, ou mesmo serem influenciados por condições macroeconômicas, ou de conjectura ao longo do período de estudo.

Assim sendo, este problema constitui uma limitação do presente trabalho. Uma possível maneira de amenizar este efeito é a realização de testes do tipo *cross-section* entre bancos e empresas pertencentes a sub-setores distintos dentre os adotados para este estudo, nos quais buscar-se-ia relacionar as boas práticas de governança corporativa das companhias e instituições abertas com o desempenho corporativo, através do estudo do preço de suas ações, e a comparação com outras companhias e instituições que não as adotaram.

4.4.2. Limitação Temporal dos Dados

O período de dados, tomado como base para desenvolvimento deste trabalho é questionável. É difícil, entretanto, determinar objetivamente qual a melhor quantidade de anos para tomada e avaliação dos dados pesquisados que podem determinar um nível excelente na veracidade das informações, devido ao pouco tempo que as práticas formais de governança corporativa se estabeleceram no Brasil. Uma forma de diminuir este problema é testar a consistência dos resultados obtidos em um primeiro nível por entre os próprios bancos nacionais e em segundo lugar com os resultados obtidos em países onde as práticas de governança corporativa também são adotadas.

Um exemplo deste caso é analisar o resultado obtido com a valorização dos preços das ações dos principais bancos no Brasil que adotaram as práticas diferenciadas de governança corporativa com grupos semelhantes de bancos em outros países emergentes, como por exemplo Argentina e México. Porém, avaliar estes diferentes grupos de bancos, não foi o escopo do presente trabalho, podendo vir a ser um caso de pesquisa futura. A literatura acadêmica e de mercado relata vários casos nos quais, a partir das práticas de governança corporativa, o resultado e o valor das empresas e instituições pesquisadas apresentaram aumento, conforme apresentado no Capítulo 2.

Para o presente trabalho, somente foi possível analisar e ter como base os bancos que migraram para o IGC a partir de sua criação no segundo semestre de 2001. Para que os dados levantados não fossem inexpressivos, optou-se por trabalhar apenas com os bancos que migraram para o IGC a partir de sua criação até a data-limite de julho de 2001, como forma de obter uma massa de dados compreendida entre os anos de 2001 a 2004, além de uma janela de dados equivalente, compreendida entre os anos de 1998 a 2001, para avaliação dos preços das ações destes mesmos bancos antes de sua migração para os níveis diferenciados de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo.

Neste trabalho, foram adotados os seguintes marcos: 1) período pré-migração, o qual designa o período compreendido antes da migração do banco para os níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA; 2) período pós-migração, o qual designa o período compreendido após a migração do banco para os níveis diferenciados de governança corporativa.

Portanto, tentou-se minimizar o problema da escassez e limitação dos dados disponíveis, a partir da adoção de janelas de dados equivalentes para os períodos de pré e pós-migração. Apesar da fragilidade da quantidade de dados, estas ainda podem ser consideradas válidas, já que abrangem, para cada um dos diferentes bancos pesquisados, uma massa de dados de sete anos, quando considerada toda a extensão do período pré e pós-migração.

Resumindo, os períodos pré e pós-migração, representam os cenários sobre os quais os bancos estudados tiveram seus dados de ações pesquisados e comparados entre si. O ideal no entanto seria que o Brasil, assim como Estados Unidos, França e Alemanha, já possuísse uma história mais longa de experiência em governança corporativa, porém, nossa história é recente e aos poucos se vai construindo.

4.4.3. Especificações do Modelo

A especificação do modelo com base nas variáveis escolhidas para estudo, influencia os resultados obtidos. As variáveis apresentadas, são portanto, importantes para que o modelo estudado possa representar o que realmente acontece com o desempenho dos bancos após sua migração para os níveis diferenciados de governança corporativa.

No estudo, apesar da utilização de variáveis como o Q de Tobin, MVA, P/L, valor dos ativos e patrimônio líquido, para representar o valor do banco, a utilização de outras variáveis como ROA, RPL e o retorno dos preços das ações e índices de mercado (Ibovespa e IGC), são realmente as variáveis potencialmente importantes que podem representar o que realmente aconteceu com o valor do banco após sua migração para os níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA.

Entretanto, a possível correlação desta variável com o fato de o banco ter migrado para os níveis diferenciados de governança corporativa, não representa única e exclusivamente que a adoção destas novas práticas representem realmente uma valorização no preço das ações dos bancos, outros fatores, como já apresentados anteriormente devem ser analisados em conjunto.

Esta importante observação deve ser tratada de forma coerente durante todo o trabalho como forma de evitar um possível viés nos resultados obtidos.

4.4.4. Erros nos Dados

Toda e qualquer pesquisa quantitativa está sujeita a ocorrência de erros estatísticos – principalmente quando parte dos dados são de natureza contábil e não refletem fielmente a real situação financeira dos bancos pesquisados. Devido ao porte e qualidade dos bancos pesquisados, o risco de incompatibilidade dos dados é menor face ao grau de monitoramento que os mesmos sofrem através de conceituadas empresas e instituições de auditoria externa, Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central.

4.4.5. Correlação Espúria

Por último, conforme Burns (1996), quando lidamos com a análise de dados que envolve o uso de banco de dados computacionais com o propósito de analisar dados financeiros, administrativos, entre outros, as variáveis que estão disponíveis para análise muitas vezes não representam o conjunto ideal de variáveis que melhor representam o evento em estudo.

Um efeito colateral que em muitos casos ocorre é a não inclusão de variáveis que são fundamentais para o estudo de determinado evento, assim como a inclusão de variáveis que em nada estão relacionadas ao problema estudado. A ocorrência destes fatos pode levar a um fenômeno conhecido como correlação espúria, um problema sério e muitas vezes comum de erro de interpretação.

Este fenômeno ocorre quando uma variável crítica para análise do evento se relaciona de alguma maneira com algum parâmetro específico, que por sua vez se relaciona com outra variável crítica para análise do evento.

Uma definição de correlação espúria, pode ser dada como sendo uma situação em que a medida de duas ou mais variáveis são estatisticamente correlacionadas, porém não estão de fato relacionadas aos eventos em análise, fato este causado geralmente pela presença de uma terceira variável.

Estas correlações são, então, identificadas como espúrias visto que sua causa primária de ocorrência advém da não inclusão de todas as variáveis críticas para análise do evento em estudo.

Cabe ressaltar que muitas vezes devido à falta de rigor operacional em muitos casos as correlações espúrias são usadas como indicadores discriminantes, comprometendo, assim, a análise e conclusão das informações.

Neste trabalho, com base nas definições acima buscou-se minimizar e ao máximo eliminar o efeito da correlação espúria, incluindo em todos os pontos de estudo e análise a maior quantidade possível de variáveis diretamente relacionadas ao objeto de estudo, eliminando qualquer outra variável que não fosse exatamente relacionada a pesquisa.

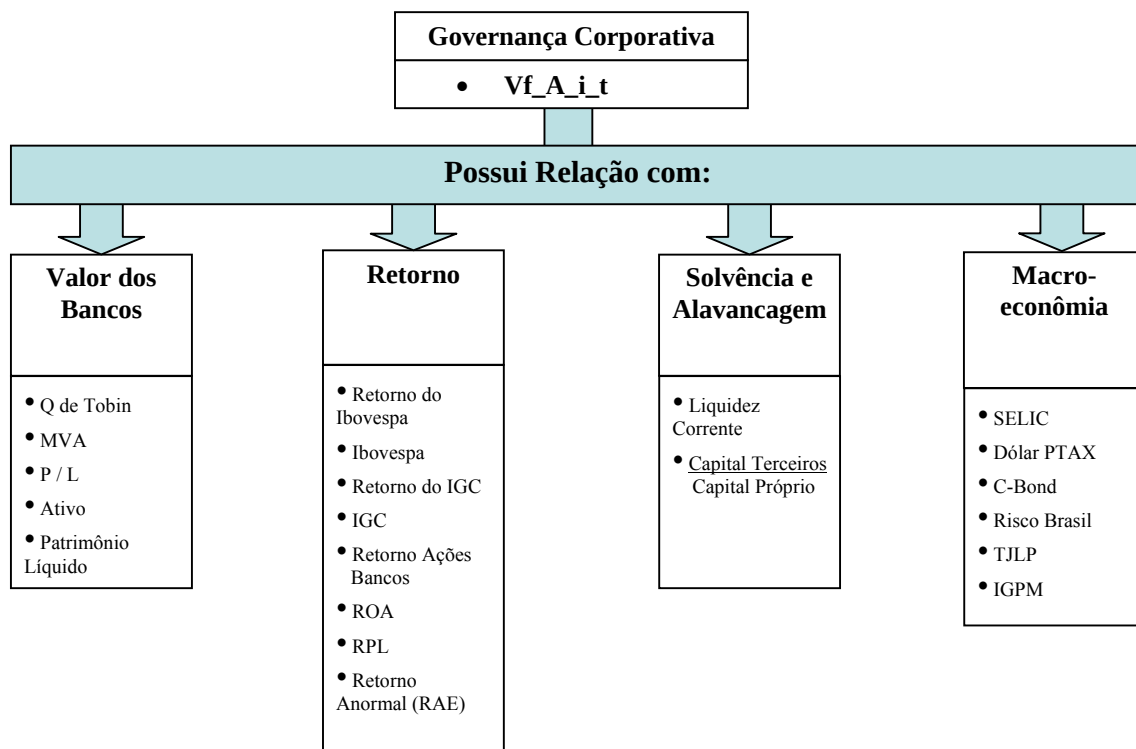
Segundo Maddala (2003, p. 116), o argumento simples é que mesmo no caso de duas variáveis X e Y que são não-correlacionadas, se deflacionarmos ambas por outra variável Z , pode haver uma forte relação entre X/Z e Y/Z por causa do denominador

comum Z. Porém seria incorreto inferir dessa correlação que existe uma relação estreita entre X e Y. Evidentemente, se o interesse da pesquisa for de fato na relação entre X/Z e Y/Z, não há razão pela qual essa relação precise ser chamada de espúria, caso contrário o resultado entre as variáveis X/Z e Y/Z pode ser da forma espúria.

4.5. Modelo da Pesquisa / Modelagem

De acordo com as variáveis definidas e apresentadas na seção 4.2, este trabalho analisou se a adoção das práticas de governança corporativa interferiram no valor dos bancos pesquisados, através da variação no preço de suas ações. O modelo esquemático de avaliação dos efeitos da governança corporativa, medido pela variável valor da ação ($Vf_A_i_t$) é apresentado na Figura 2 a seguir:

Figura 2 – Modelo de relação da governança corporativa



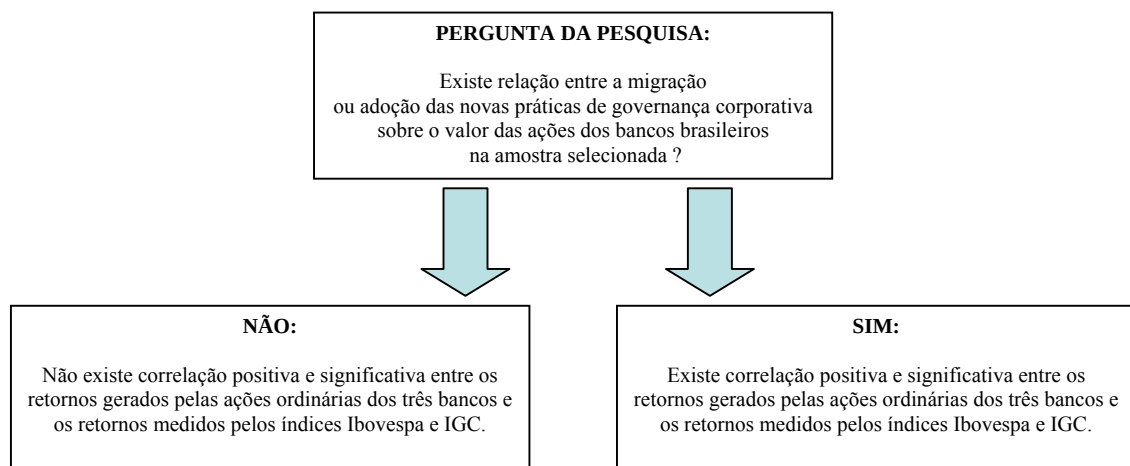
Resumidamente, quer se saber se, além da listagem dos bancos no IGC, variáveis de valor, retorno, contábeis-financeiras e eventos de natureza macro-econômica afetaram o valor dos bancos pesquisados.

4.6. Modelo Esquemático do Teste da Pesquisa

Seguindo as hipóteses da pesquisa apresentadas na seção 1.6, este trabalho investiga a suposta existência de relação significativa entre a adoção das práticas de governança corporativa e apreciação (melhor desempenho) do retorno das ações dos bancos e seus índices contábeis-financeiros.

De forma esquemática as hipóteses da pesquisa são apresentadas na Figura 3 abaixo.

Figura 3 – Hipóteses da pesquisa



4.7. Resumo Descritivo das Variáveis Principais

Tabela 13 – Resumo descritivo das principais variáveis

Variável	Descrição
QTOBIN	Indica se um banco possui êxito em suas decisões de investimento.
MVA	Indica a riqueza adicionada ao acionista, a partir da quantidade de capital próprio fornecido por este à empresa.
P/L	Indica o quanto um investidor estaria disposto a pagar por unidade de lucro da empresa ou instituição.
ATIVO	Indica o total do ativo apresentado pelo banco em seu balanço patrimonial.
PL	Indica o total do patrimônio líquido apresentado pelo banco em seu balanço patrimonial.
RM_IBV	Indica o retorno do mercado com base no índice Ibovespa.
Vf_IBV_t	Indica o valor do índice Ibovespa, no instante t.
RM_IGC	Indica o retorno do mercado com base no índice IGC.
Vf_IGC_t	Indica o valor do índice IGC, no instante t.
RA_I	Indica o retorno do preço das ações de uma determinada empresa.
ROA	Indica o quanto os ativos do banco auxilia no processo de geração de lucro.
RPL	Indica o quanto de lucro foi gerado a partir do capital investido pelo acionista no banco ou instituição.
RAE	Indica o retorno anormal ou extraordinário obtido pela ação do banco analisado como relação ao índice de mercado (Ibovespa ou IGC).
LC	Indica a capacidade do banco ou instituição de arcar com suas dívidas de curto prazo.
CT/CP	Indica o grau de endividamento do banco ou instituição, expressando o grau de alavancagem da mesma.
SELIC	Indica a taxa de juros básica da economia brasileira.
DOLAR_PTAX	Indica a cotação do câmbio entre dólar americano e o real.
CBOND	Indica a cotação do título do tesouro brasileiro negociado internacionalmente.
RISCO_BRASIL	Indica o nível de risco do país, tomado com base no índice EMBI+ do banco americano JP Morgan.
TJLP	Indica a taxa de juros de longo prazo adotada pela economia brasileira.
IGPM	Indica a taxa de inflação.

Resumo descritivo das principais variáveis (cont.)

Variável	Descrição
D_IGC_BBDC	Variável do tipo <i>dummy</i> , assume valor 1 (um), para o período após o primeiro semestre de 2001 e valor zero (0), para o período anterior ao segundo semestre de 2001, indica se o valor da ação do Bradesco foi afetado pela adoção das práticas de governança corporativa a partir do ano de 2001.
D_IGC_ITAU	Variável do tipo <i>dummy</i> , assume valor 1 (um), para o período após o primeiro semestre de 2001 e valor zero (0), para o período anterior ao segundo semestre de 2001, indica se o valor da ação do Itaú foi afetado pela adoção das práticas de governança corporativa a partir do ano de 2001.
D_IGC_UBBR	Variável do tipo <i>dummy</i> , assume valor 1 (um), para o período após o primeiro semestre de 2001 e valor zero (0), para o período anterior ao segundo semestre de 2001, indica se o valor da ação do Unibanco foi afetado pela adoção das práticas de governança corporativa a partir do ano de 2001.
ID_BBDC	Variável que assume valor 1 (um), quando a variável dependente de estudo representa o Bradesco e valor zero (0) quando a variável dependente estudada for qualquer outro banco.
ID_ITAU	Variável que assume valor 1 (um), quando a variável dependente de estudo representa o Itaú e valor zero (0) quando a variável dependente estudada for qualquer outro banco.
ID_UBBR	Variável que assume valor 1 (um), quando a variável dependente de estudo representa o Unibanco e valor zero (0) quando a variável dependente estudada for qualquer outro banco.

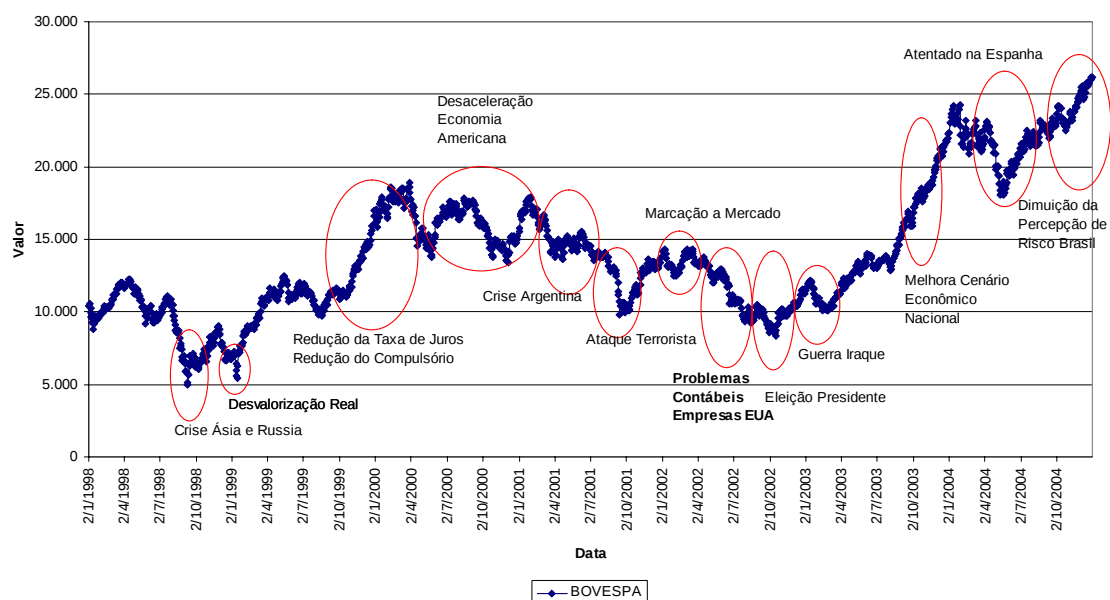
5. Análise dos Resultados

5.1. Estrutura de Governança dos Bancos Pesquisados

Os dados relativos aos bancos pesquisados com relação ao tema de governança corporativa, bem como as principais variáveis de valor e desempenho foram resumidos com o objetivo de identificar se a adoção das práticas de governança corporativa acabaram ou não por gerar aos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, algum diferencial em termos da valoração significativa de suas ações, após o ano de 2001, quando do lançamento do novo mercado pela BOVESPA.

A análise que tem início a seguir apresenta no Gráfico 1 o reflexo sobre as cotações da Bolsa de Valores de São Paulo do impacto dos principais eventos, políticos, econômicos e sociais que atingiram tanto o Brasil, como o mundo, desde meados do ano de 1998 até o ano de 2004, período de acompanhamento desta pesquisa.

Gráfico 1 - Acompanhamento do Ibovespa e principais eventos macro-econômicos



Dentre os principais eventos internacionais têm destaque a crise asiática, a desaceleração da economia americana, a crise argentina, os ataques terroristas nos Estados Unidos e na Espanha, a crise internacional gerada pela empresas Emron, WorldCom, a guerra do Iraque, entre outros. São considerados também os principais eventos nacionais, com destaque para a desvalorização do real no ano de 1999, redução

da taxa de juros e do empréstimo compulsório, a marcação a mercado, eleições presidenciais, melhora do cenário econômico nacional e a própria diminuição do nível de risco país.

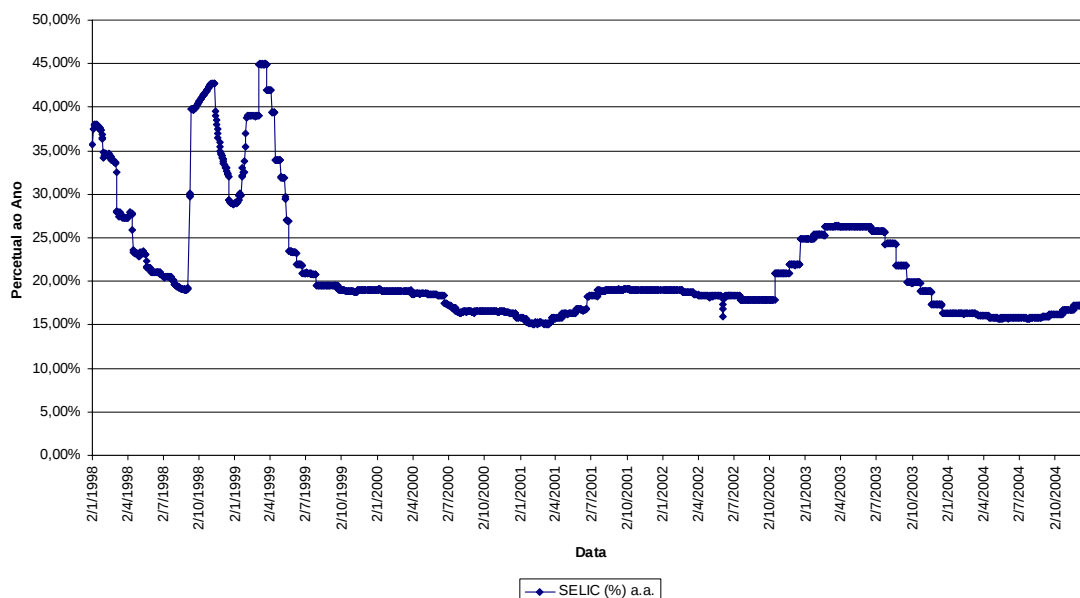
Eventos estes que interferem nos resultados dos mercados, empresas, instituições financeiras e todos os agentes participantes da economia nacional, não podendo assim deixar de serem comentados.

A evolução nos últimos sete anos com relação às principais variáveis macro-econômicas nacionais são apresentadas a seguir.

5.1.1. Taxa Selic

O comportamento da evolução da taxa Selic apresenta três aspectos de destaque percebidos no Gráfico 2. Em um primeiro instante é possível verificar a grande variação e o alto nível da taxa básica de juros para o período de janeiro de 1998 a julho de 1999, decorrente da política econômica adotada pelo governo Fernando Henrique Cardoso, onde predominava o controle do câmbio e a valorização do real para contenção da inflação; em um segundo momento, é possível verificar certa estabilização no nível da taxa Selic, compreendido na faixa de 15% a 20% que prevalece até o ano de 2004, com exceção para o período que abrange a fase de eleições presidenciais e o primeiro ano do governo do Presidente Luiz Inácio Lula da Silva, quando a taxa Selic atingiu um teto da ordem de 25% a 27%.

Gráfico 2 - Evolução da taxa Selic



Fonte: Economática.

5.1.2. Dólar PTAX

A cotação do dólar PTAX apresentou acentuada elevação em três períodos de destaque: primeiro, no início do ano de 1999, quando o câmbio deixou de ser fixo; segundo após os atentados de 11 de setembro nos EUA; e terceiro, durante o período de eleições presidenciais e dos primeiros meses do governo do Presidente Luiz Inácio Lula da Silva, conforme apresentado no Gráfico 3.

Gráfico 3 - Evolução da taxa do dólar PTAX

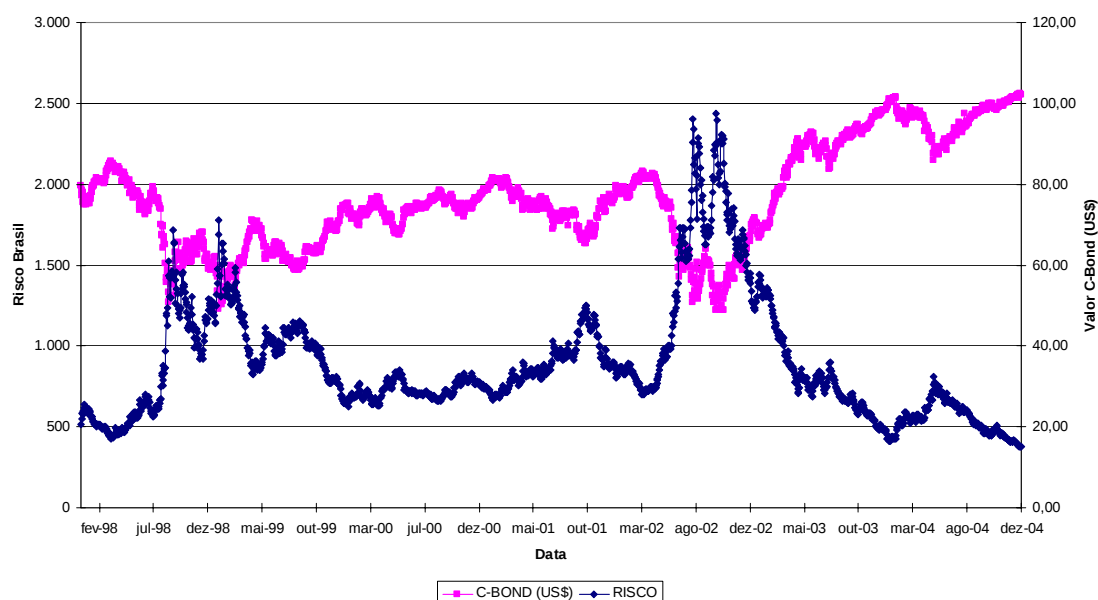


Fonte: Economática.

5.1.3. Risco Brasil e Título C-Bond

Grande oscilação e altos níveis de instabilidade também são percebidos com relação ao risco Brasil, observado no Gráfico 4 durante o período de eleições presidenciais e durante os primeiros meses do governo do novo presidente, o que também é verificado pela acentuada queda no preço do título C-Bond brasileiro, negociado internacionalmente.

Gráfico 4 - Evolução do risco Brasil e do título C-Bond (US\$)



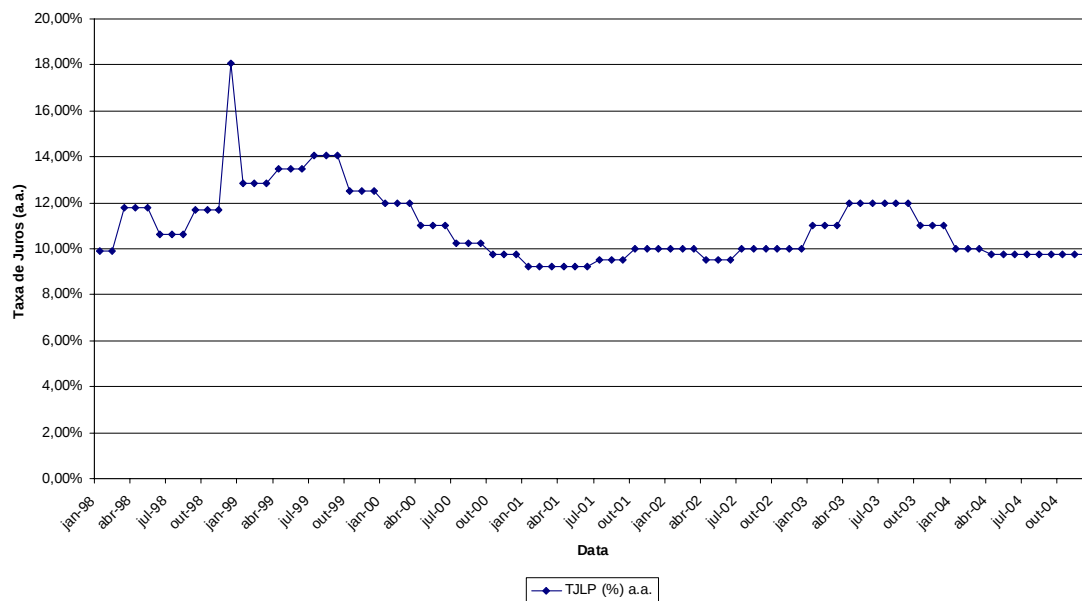
Fonte: Economática, <http://www.cbonds.info/index>, acessado dia 12/07/2005.

O Gráfico 4 demonstra a evolução da taxa de risco Brasil em comparação com a cotação do título C-Bond, no qual é possível verificar a correlação de ordem inversa entre eles como sendo de 0,8, o que dá evidências de que a cotação internacional do título C-Bond pode representar um *proxy* do nível de risco do país, e vice-versa, o nível de risco país pode representar um *proxy* da cotação do título C-Bond brasileiro.

5.1.4. TJLP

No Gráfico 5, o qual representa a da taxa de juros de longo prazo brasileira, sua evolução em muito se assemelha com a taxa Selic, ou seja, é possível observar que os mesmos fatores que contribuem para o aumento ou redução da Selic do mesmo modo contribuem para o aumento e redução da taxa Selic.

Gráfico 5 - Evolução da TJLP (%) a.a.



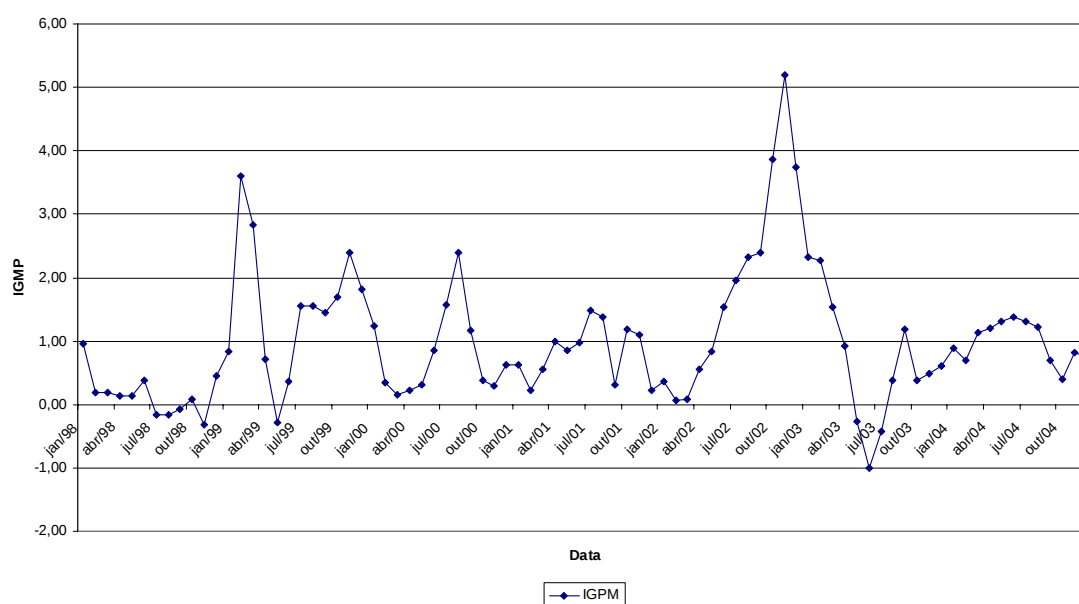
Fonte: Economática.

De uma maneira geral, o que se observa com relação a Selic e a TJLP é que estas são variáveis atualmente utilizadas como mecanismos para se compensar os efeitos inflacionários pelo qual a economia passa, a fim de garantir que as metas de inflação sejam atingidas ou que a inflação se mantenha em baixa.

5.1.5. IGPM

O Gráfico 6 apresenta a evolução do IGPM como sendo indicador da inflação do país, é possível verificar o efeito do período de eleições presidenciais e os primeiros meses do novo governo, o que demonstra o grau de instabilidade e volatilidade pelo qual passou a economia nacional durante o final do ano de 2002.

Gráfico 6 - Evolução da taxa de inflação com base no IGPM



Fonte: Economática.

Apesar da análise das principais variáveis macroeconômicas apresentadas acima e de sua importância para o entendimento do que ocorreu com a economia nacional nos últimos anos, as variáveis Selic, Dólar PTAX, Risco Brasil, C-Bond, TJLP e IGPM não se mostraram significativas no modelo de regressão apresentado na seção 5.4., uma das possíveis explicações pode estar relacionada com o fato de que estas mesmas variáveis afetam de maneira igual e equivalente todos os bancos pesquisados, justamente por representarem eventos ligados à macroeconomia.

O detalhe e as explicações das variáveis que realmente contribuíram para a elaboração do modelo de regressão multivariável são discutidas ao final deste capítulo.

5.2. Valor e Desempenho dos Bancos Pesquisados

Conforme apresentado nos gráficos ao final desta seção, de uma maneira geral, o padrão de comportamento na evolução dos preços das ações dos bancos pesquisados em muito se assemelha à evolução dos índices de mercado, exceção feita para o caso do Banco Unibanco.

Esta mesma característica de evolução em seus indicadores também é observada nas Tabelas 14 e 15, respectivamente Total dos ativos e MVA, base balanço patrimonial (em bi R\$), atualizado pela inflação.

A Tabela 14, a seguir, apresenta o total dos ativos dos bancos pesquisados, medidos com base no balanço patrimonial, onde se destacam o Banco Bradesco com R\$ 150 Bi e o Banco Itaú com R\$ 130 Bi.

Estes dois bancos juntos apresentam receitas financeiras da ordem de R\$ 37 Bi no ano de 2004, o qual rendeu um lucro líquido total ao final de 2004 da ordem de R\$ 6,8 Bi, com destaque em termos de lucratividade para o Banco Itaú que superou o Banco Bradesco em mais de 20%, sendo que a lucratividade média, corrigida pela inflação do período para os anos de 1998 a 2004, para os mesmos dois bancos, Bradesco e Itaú foi ordem de R\$ 2,9 Bi.

Tabela 14 – Total dos ativos, base balanço patrimonial (em bi R\$), atualizado pela inflação

Banco	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Bradesco	150,0	158,4	127,4	127,7	108,8	104,5	110,2
Itaú	130,3	133,5	135,8	125,3	117,5	96,5	109,3
Unibanco	68,1	67,4	83,4	75,2	70,2	57,9	60,9

Fonte: CVM.

A análise da Tabela 14 também evidencia que a média do total dos ativos para os bancos pesquisados apresentou evolução para o período pós-migração em comparação com o período pré-migração.

A média dos ativos do Bradesco para os anos de 2002 a 2004 foi de BR\$ 145,2, em comparação com a média para os anos de 1998 a 2000 que foi de BR\$ 107,8.

Para o caso do Banco Itaú, a evolução de seus ativos nos mesmos períodos foi de BR\$ 133,2 para os anos de 2002 a 2004 e de BR\$ 107,8 para os anos de 1998 a 2000.

O Unibanco, seguindo a mesma tendência, também apresentou evolução em seus ativos passando de BR\$ 63,0 para os anos de 1998 a 2000 para BR\$ 73,0 para os anos de 2002 a 2004.

Com relação aos valores de MVA, é possível observar, com exceção do Unibanco, que no período pré-migração todos os outros bancos apresentaram evolução neste indicador entre os anos de 1998 a 2000 e entre os anos de 2002 a 2004, o acompanhamento e evolução destes valores são apresentados na Tabela 15.

Tabela 15 - MVA (em bi R\$), atualizado pela inflação

Banco	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Bradesco	14,6	8,6	1,9	5,4	10,3	5,8	(4,6)
Itaú	28,8	20,4	10,9	18,1	23,8	19,8	3,7
Unibanco	3,1	3,2	7,9	12,4	15,4	7,2	(2,2)

Fonte: Dados calculados a partir das informações disponíveis em Economática.

Outra característica que se faz notar é a generalizada redução nos valores de MVA dos bancos pesquisados no ano de 2001 em comparação com o ano 2000, o que sinaliza e corresponde a fatores anteriormente comentados ligados às crises argentina e americana, que ocorreram em 2001.

Com relação aos resultados dos bancos pesquisados, quando medidos através do MVA, é possível verificar que dentre os três bancos (Bradesco, Itaú e Unibanco) o Itaú foi o banco que mais se destacou na evolução histórica de seu valor de MVA, apresentando ao final do ano de 2004, uma posição 97% superior em comparação com o Banco Bradesco, e da ordem de 820% superior ao Unibanco em termos de valor agregado de mercado.

Uma possível explicação para o fraco desempenho do Unibanco em termos de seu valor de MVA pode ser relacionada com as notícias de mercado relacionado a sua eventual compra por outra instituição financeira, o que não se concretizando, acaba por gerar uma expectativa negativa do mercado em termos da valorização de suas ações.

Assumindo, portanto, a idéia apresentada por Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 63), de que o valor do MVA mede a opinião do mercado financeiro a respeito do

desempenho futuro da instituição em relação ao capital investido na empresa, é possível inferir que, pelo menos nos últimos anos, o Banco Itaú é aquele que mais se destaca em termos do mercado financeiro, apresentado um desempenho e expectativa de resultados superiores aos outros bancos pesquisados, período este que precede a adoção pelo banco das boas práticas de governança corporativa da BOVESPA, que entraram em vigor em junho de 2001.

Para efeito de equalização e comparação entre os diversos resultados obtidos para cada um dos bancos ao longo dos últimos sete anos, todos os valores calculados de MVA foram corrigidos pela inflação, tomando como base a variação do índice IGPM.

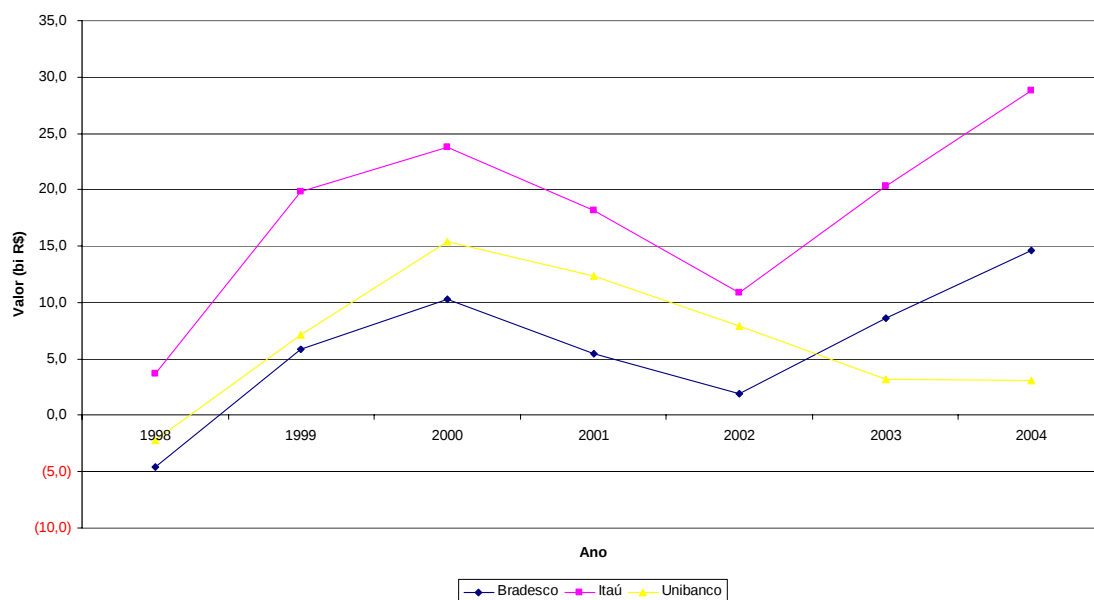
Outra constatação de destaque, quando analisados não apenas os valores do MVA para cada um dos bancos, mas o gráfico representativo de seus resultados, em conjunto para todos os bancos, pode-se perceber padrões comuns de evolução nos valores de MVA. Independente do valor bruto do MVA, no geral todos os bancos apresentaram evolução no valor de seus MVA entre os anos de 1998 a 2000, período que coincide com alguns fatos macroeconômicos relevantes como a desvalorização do real, a redução do compulsório pago pelos bancos e a redução da taxa de juros, conforme pode ser observado no Gráfico 7.

Já no período seguinte, compreendido entre os anos de 2000 a 2002, pode-se observar o movimento contrário, ou seja, todos os bancos pesquisados apresentaram uma tendência de perda de valor agregado de mercado, o que também coincide com outros fatores macroeconômicos relevantes, como a desaceleração da economia americana, a crise na Argentina, os ataques terroristas de 11 de setembro e as eleições presidências brasileiras. No período de 2002 a 2004, a situação do MVA dos bancos novamente se altera, passando a apresentar uma tendência de crescimento, que corresponde, por sua vez, também a novos fatores macroeconômicos como a melhora do cenário econômico nacional e a redução do risco Brasil.

Uma vez analisados os detalhes do crescimento e queda do valor agregado de mercado dos bancos nos últimos sete anos, pode-se então compará-los com o perfil geral de evolução dos índices de mercado Ibovespa e IGC. Nesta etapa também é possível observar que o padrão de evolução tanto do mercado como um todo, como dos valores de MVA para os bancos apresentaram padrão comum, ou seja, nos momentos em que o mercado estava em queda, o valor de MVA dos bancos também estavam em queda, e quando o mercado estava em alta, o valor de MVA dos bancos seguiram a mesma tendência de alta, fatos que podem ser observados a partir da comparação do

Gráfico 7 abaixo, com o Gráfico 1, Acompanhamento do Ibovespa e principais eventos macro-econômicos, apresentado no início deste capítulo.

Gráfico 7 - Evolução MVA (em bi R\$), atualizado pela inflação



Fonte: Dados calculados a partir das informações disponíveis em Economática.

Importante salientar que, apesar da evolução no balanço patrimonial e no valor de mercado do Unibanco neste período, o mesmo nível de crescimento não é observado em seus indicadores de patrimônio líquido, receita de intermediação financeira e lucro no período. Dentre as possíveis causas desse comportamento no período de 2000 a 2002 para o Unibanco, destaca-se que parte do crescimento da receita foi compensado por gastos com a reorganização interna em termos administrativos e financeiros.

A seguir, são apresentadas as tabelas com o valor do patrimônio líquido, receita de intermediação financeira e lucro/prejuízos do período, para os bancos pesquisados.

Tabela 16 - Patrimônio líquido, base balanço patrimonial (em bi R\$), atualizado pela inflação

Banco	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Bradesco	15,2	15,2	13,3	15,0	13,7	12,6	14,1
Itaú	14,0	13,4	11,0	11,6	11,2	11,0	10,4
Unibanco	8,1	8,0	8,0	9,3	9,3	7,4	6,5

Fonte: CVM.

De maneira análoga, a análise da evolução do patrimônio líquido dos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, também apresentou evolução em seus valores absolutos quando comparados com os resultados entre os períodos pré e pós-migração.

A média do patrimônio líquido do Banco Bradesco para os anos de 2002 a 2004 foi de BR\$ 14,6, em comparação com a média para os anos de 1998 a 2000, que foi de BR\$ 13,5.

Para o caso do Itaú, a evolução de seu patrimônio líquido nos mesmos períodos foi de BR\$ 12,8 para os anos de 2002 a 2004 e de BR\$ 10,9 para os anos de 1998 a 2000.

O Unibanco também apresentou evolução em seu patrimônio líquido passando de BR\$ 7,7 para os anos de 1998 a 2000 para BR\$ 8,1 para os anos de 2002 a 2004.

Com relação às receitas de intermediações financeiras, algumas características podem ser notadas a partir da evolução de seus números, de uma maneira geral para os três bancos pesquisados as receitas de intermediações financeiras apresentaram reduções em seus valores, tanto para o período pré como para o período pós-migração.

Tabela 17 - Receitas de intermediação financeiras (em bi R\$), atualizado pela inflação

Banco	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Bradesco	19,7	20,6	24,2	20,6	15,2	20,8	18,5
Itaú	17,3	16,1	29,9	21,8	16,4	18,1	19,9
Unibanco	8,7	10,2	10,6	10,0	8,0	10,6	11,1

Fonte: CVM.

Outra característica que se faz notar são os valores médios para as receitas de intermediações financeiras para o Bradesco e para o Itaú, tanto no período pré como no período pós-migração, sendo respectivamente da ordem de BR\$ 18,2 e BR\$ 21,3.

Já o Unibanco diferentemente do Bradesco e Itaú não apresentou evolução em suas receitas de intermediações financeiras, apresentando como média o valor de BR\$ 9,9 em ambos os períodos, pré e pós-migração.

Em termos dos lucros obtidos pelos bancos pesquisados, foi possível observar uma evolução em seus valores médios, conforme Tabela 18 a seguir:

Tabela 18 - Lucro do exercício (em bi R\$), atualizado pela inflação

Banco	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Bradesco	3,06	2,59	2,47	3,32	2,94	2,05	2,26
Itaú	3,78	3,54	2,90	3,66	3,11	3,47	1,96
Unibanco	1,28	1,18	1,23	1,49	1,25	1,10	1,01

Fonte: CVM.

O lucro médio do Bradesco para os anos de 2002 a 2004 foi de BR\$ 2,7, em comparação com a média para os anos de 1998 a 2000 que foi de BR\$ 2,4.

Para o caso do Banco Itaú, a evolução de seu lucro nos mesmos períodos foi de BR\$ 3,4 para os anos de 2002 a 2004 e de BR\$ 2,8 para os anos de 1998 a 2000.

O Unibanco apresentou lucro médio de BR\$ 1,2 para os anos de 2002 a 2004 e de BR\$ 1,1 para os anos de 1998 a 2000.

Portanto, com relação ao Unibanco, apesar de sua expressão em termos de participação de mercado, clientes e agências, seus resultados se apresentam um pouco mais modestos, quando comparados aos dos bancos Bradesco e Itaú, porém, não menos expressivos, como apresentado nas tabelas acima.

Com relação aos retornos sobre os investimentos obtidos pelos bancos pesquisados, é possível observar oscilações em seus valores, conforme apresentado na Tabela 19, ou seja, tanto no período pré como no período pós-migração os valores percentuais geraram uma média de aproximadamente 2,1% para o Bradesco, 2,7% para o Itaú e de 1,8% para o Unibanco, não apresentado, portanto, grandes variações antes e após a data de adoção das práticas de governança corporativa.

Tabela 19 - Retorno sobre os investimentos (ROA)

Banco	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Bradesco	2,0%	1,6%	1,9%	2,6%	2,7%	2,0%	2,1%
Itaú	2,9%	2,7%	2,1%	2,9%	2,6%	3,6%	1,8%
Unibanco	1,9%	1,8%	1,5%	2,0%	1,8%	1,9%	1,7%

Fonte: Dados calculados a partir dos balanços patrimoniais disponibilizados pela CVM.

A mesma característica também é evidenciada através da análise dos percentuais de retorno sobre o patrimônio líquido dos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco. No geral estes percentuais apresentaram oscilações nos períodos pré e pós-migração, com valores médios de 18,8% para o Bradesco, 27,1% para o Itaú e 15,1% para o Unibanco, conforme dados da Tabela 20, a seguir:

Tabela 20 - Retorno sobre o patrimônio líquido (RPL)

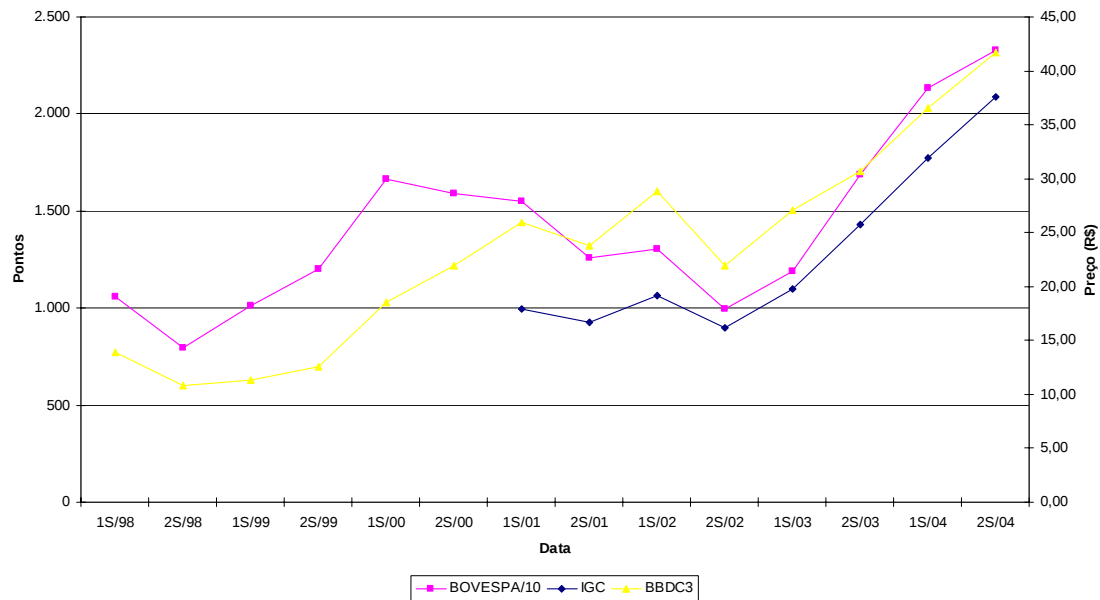
Banco	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Bradesco	20,1%	17,0%	18,6%	22,2%	21,5%	16,3%	16,0%
Itaú	27,0%	26,5%	26,3%	31,5%	27,7%	31,6%	18,9%
Unibanco	15,8%	14,7%	15,4%	16,0%	13,4%	14,8%	15,6%

Fonte: Dados calculados a partir dos balanços patrimoniais disponibilizados pela CVM.

Os gráficos a seguir apresentam à sua esquerda a pontuação atingida tanto pelos índices Ibovespa como IGC, sendo que para melhor representação, o valor do índice Ibovespa foi dividido por 10, mantendo assim a mesma ordem de grandeza do índice IGC. No lado direito do gráfico é apresentado o valor em R\$ da ação ordinária para cada um dos bancos pesquisados. Nota-se um comportamento predominantemente semelhante entre os dois principais bancos privados brasileiros (Bradesco e Itaú), os quais continuaram a apresentar crescimentos significativos de receita e lucratividade, oriundos principalmente de suas estratégias de concessão de crédito, ganhos com o câmbio, prestação de serviços e aquisição de novos negócios. No caso específico do Unibanco, mesmo com o crescimento da receita operacional, ocorre depreciação de curto prazo do preço da ação, face aos gastos com a reorganização interna em termos administrativos e financeiros e redirecionamento para maior concessão de crédito, assim é possível observar a evolução nos preços de suas ações no período compreendido entre os anos de

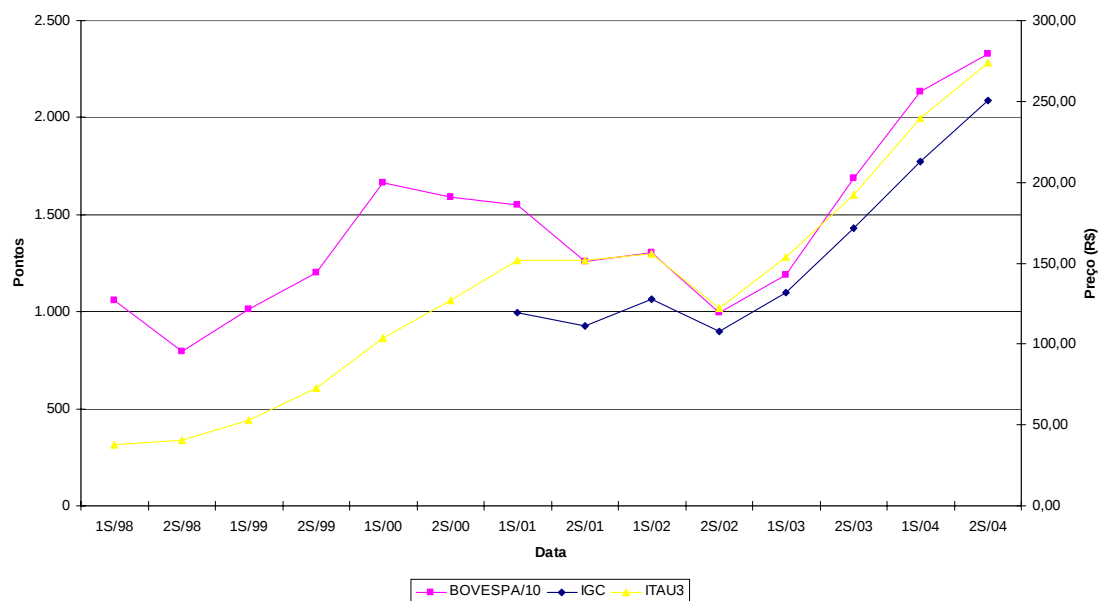
2000 a 2002 - período este que coincide com o momento em que o Unibanco se prepara e passa a adotar as práticas de governança corporativa da BOVESPA.

Gráfico 8 - Evolução do Ibovespa e IGC e do preço da ação do Bradesco



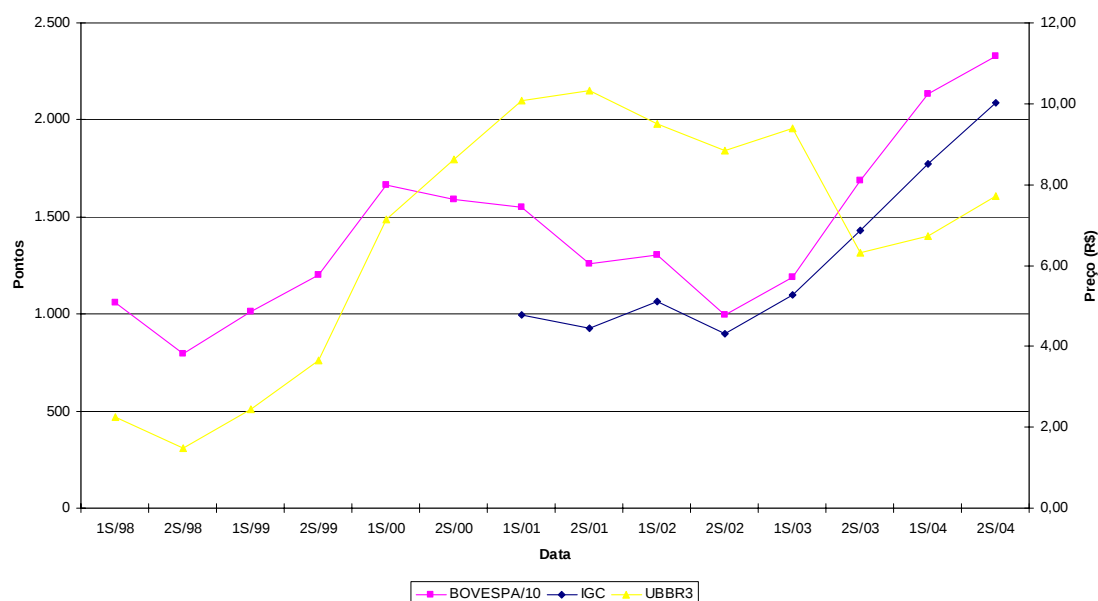
Fonte: Economática.

Gráfico 9 - Evolução do Ibovespa e IGC e do preço da ação do Itaú



Fonte: Economática.

Gráfico 10 - Evolução do Ibovespa e IGC e do preço da ação do Unibanco

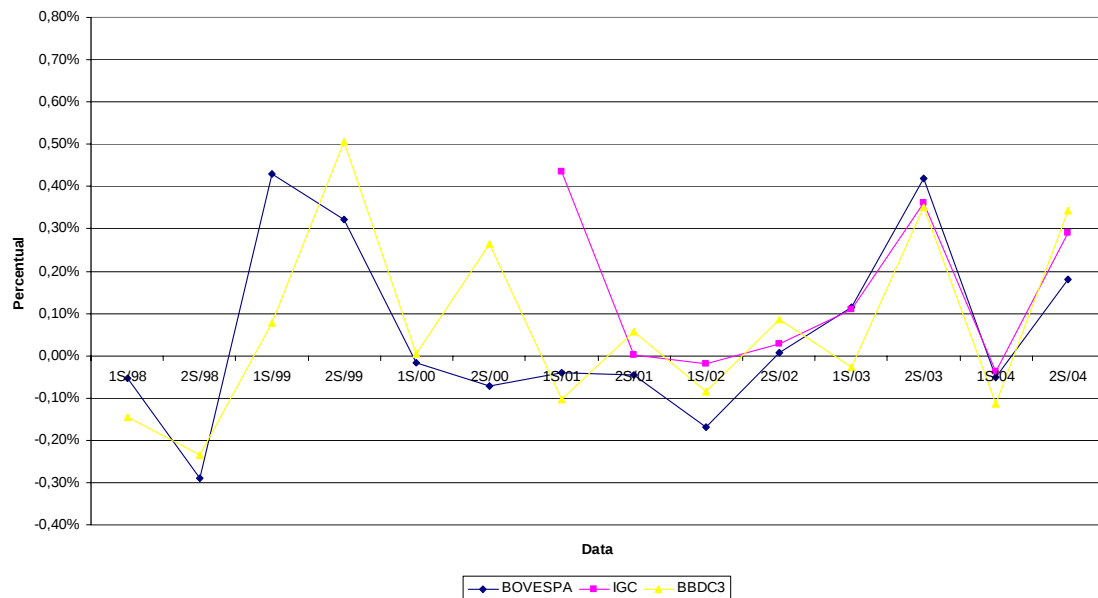


Fonte: Economática.

5.2.1. Comportamento dos Preços das Ações dos Bancos, Antes e Após a Data de Criação do Índice de Governança Corporativa da BOVESPA

O Gráfico 11, a seguir, apresenta a evolução percentual dos preços das ações do Banco Bradesco e do mercado, representado pelos índices Ibovespa e IGC da Bolsa de Valores de São Paulo. De uma maneira geral, o retorno médio semestral do Banco Bradesco apresentou padrão de comportamento semelhante ao padrão de mercado, tanto na fase pré-migração, como na fase pós-migração, com exceção do período compreendido entre o segundo semestre do ano de 2000 e primeiro semestre do ano de 2001, quando o preço das ações do Bradesco oscilou de maneira diferente ao apresentado pelo mercado.

Gráfico 11 - Evolução percentual dos índices Ibovespa e IGC e do valor da ação do Bradesco

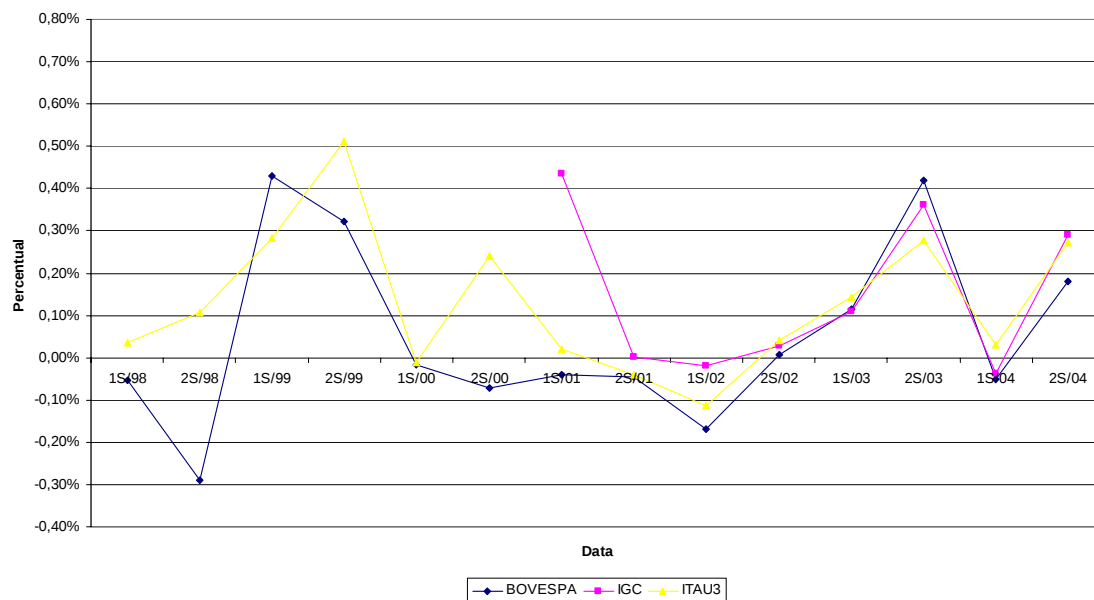


Fonte: Dados calculados a partir das informações disponíveis em Economática.

Na análise do Banco Itaú, mostrado no Gráfico 12 também é observado comportamento análogo ao comportamento apresentado pelo Banco Bradesco, ou seja, de uma maneira geral o preço das ações do Banco Itaú seguiu o mesmo padrão do mercado, porém variando deste, durante o segundo semestre de 2000 e primeiro semestre de 2001.

Uma das possíveis causas da mudança no comportamento dos preços das ações dos bancos Bradesco e Itaú, pode ter sido decorrente das crises argentina e americana, o que pode ter levado os bancos a reverem suas posições de risco e de exposição a fatores externos.

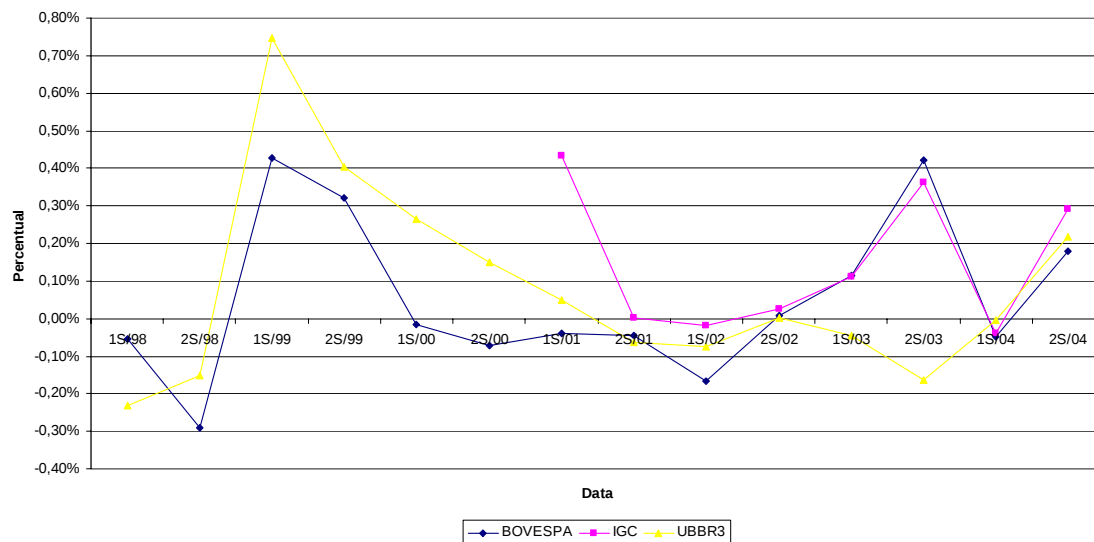
Gráfico 12 - Evolução percentual dos índices Ibovespa e IGC e do valor da ação do Itaú



Fonte: Dados calculados a partir das informações disponíveis em Economática.

Com relação ao comportamento do preço das ações do Banco Unibanco, apresentado no Gráfico 13 é possível observar um maior desvio do padrão apresentado pelo mercado e também dos casos do Bradesco e Itaú.

Gráfico 13 - Evolução percentual dos índices Ibovespa e IGC e do valor da ação do Unibanco



Fonte: Dados calculados a partir das informações disponíveis em Economática.

Como uma característica geral, a partir da observação dos Gráficos 11, 12 e 13 é possível perceber o grau de correlação entre os índices Ibovespa e IGC calculado como sendo da ordem de 0,9, quando tomado como base na variação percentual diária entre eles. O grau de correlação entre os índices Ibovespa e IGC pode ser verificado a partir do primeiro semestre do ano 2002, quando a variação média percentual dos índices apresentam resultados bem semelhantes.

A seguir, são apresentadas as tabelas com as matrizes de correlações entre os retornos diários calculados com base nos indicadores de mercado, Ibovespa e IGC, e os retornos diários calculados com base na variação do preço das ações ordinárias para os três bancos pesquisados.

A Tabela 21 apresenta as correlações entre os índices de mercado e os retornos diários dos preços das ações dos três bancos pesquisados, para o período compreendido entre os anos de 2001 a 2004.

Tabela 21 - Correlações entre retornos diários no período de 2001 a 2004

	BOVESPA	IGC	BBDC3	ITAU3	UBBR3
BOVESPA	1,0000	0,9043	0,7214	0,3390	0,1394
IGC		1,0000	0,8253	0,4431	0,1576
BBDC3			1,0000	0,4044	0,1401
ITAU3				1,0000	0,0730
UBBR3					1,0000

Fonte: Resultados calculados a partir dos dados disponíveis em Economática.

Para avaliar o grau de correlação foi considerada a seguinte classificação proposta por Famá e Grava (2000):

Correlação Forte: entre 0,8 e 1,0

Correlação Média: entre 0,6 e 0,8;

Correlação Fraca: entre 0,4 e 0,6

Correlação Nula: abaixo de 0,4.

Após a criação pela BOVESPA do Novo Mercado com as novas regras de governança corporativa, para os anos de 2001 a 2004 foi possível observar:

- O alto grau de correlação entre os retornos diários dos índices Ibovespa e IGC;
- Forte correlação entre os retornos das ações do Banco Bradesco e os retornos de mercado, Ibovespa e IGC;
- Fraca correlação entre os retornos das ações dos bancos, quando comparados entre si, o que leva a inferir que os retornos dos bancos não seguem uma tendência única, muito pelo contrário, os bancos apresentam correlações distintas quando comparados entre si;
- Como outro resultado, também não é possível inferir que a adoção das práticas de governança corporativa tenham alterado o perfil de retorno dos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, pelo contrário é possível perceber que o Unibanco sempre manteve um baixo acoplamento tanto com os retornos de mercado como em relação com os demais bancos e que o grau de correlação entre as ações dos bancos e dos índices de mercado (Ibovespa e IGC), foram próximos, não indicando grande tendência de mudança quando da introdução pela BOVESPA das novas práticas de governança corporativa.

A Tabela 22 apresenta as correlações entre os índices de mercado e os retornos diários dos preços das ações dos três bancos pesquisados, para o período compreendido entre os anos de 1998 a 2001, onde é possível destacar:

Tabela 22 - Correlações entre retornos diários no período de 1998 a 2001

	BOVESPA	BBDC3	ITAU3	UBBR3
BOVESPA	1,0000	0,6178	0,3479	0,2984
BBDC3		1,0000	0,2997	0,2301
ITAU3			1,0000	0,2663
UBBR3				1,0000

Fonte: Resultados calculados a partir dos dados disponíveis em Economática.

- Conforme observado no período de 2001 a 2004, no geral, para o período definido como pré-migração, de 1998 a 2001, as correlações entre os retornos dos bancos pesquisados com os indicadores de mercado também são fracas;
- Com uma única exceção para o caso do Banco Bradesco, que apresenta uma correlação média com o índice Ibovespa, mantendo a mesma tendência apresentada no período de 2001 a 2004;
- Também com relação ao grau de correlação entre os retornos dos bancos comparados entre si, não é possível observar nenhum resultado expressivo que indique uma tendência de correlação entre o retorno de um banco com outro.

Para o caso das correlações entre os retornos diários para o período entre os anos de 1998 a 2004, mostrado na Tabela 23, tomando como base somente o índice Ibovespa, é possível verificar também que o único banco que apresenta uma correlação mais expressiva com relação ao mercado é novamente o Banco Bradesco, permanecendo os demais bancos com uma correlação nula, entre seus retornos diários e os retornos do mercado.

Tabela 23 - Correlações entre retornos diários no período de 1998 a 2004

	BOVESPA	BBDC3	ITAU3	UBBR3
BOVESPA	1,0000	0,6520	0,3429	0,2524
BBDC3		1,0000	0,3397	0,2004
ITAU3			1,0000	0,2015
UBBR3				1,0000

Fonte: Resultados calculados a partir dos dados disponíveis em Economática.

O cálculo do valor de retorno diário para os índices de mercado, Ibovespa e IGC, bem como para todos os três bancos pesquisados, foram calculados tomando o logaritmo neperiano da razão entre o preço médio da ação ou índice do dia $t+1$ e o preço médio da ação ou índice do dia t .

5.2.2. Análise dos Retornos dos Preços das Ações dos Bancos Pesquisados

A Tabela 24 apresenta o acompanhamento médio dos indicadores de mercado, Ibovespa e IGC, bem como o valor médio em reais (R\$) dos preços das ações ordinárias de cada um dos bancos pesquisados.

Tabela 24 - Valores médios semestrais dos índices de mercado e preços de ações

Data	IBOVESPA	IGC	BBDC3	ITAU3	UBBR3
1S/98	10.594		13,93	37,91	2,25
2S/98	7.954		10,85	40,79	1,48
1S/99	10.098		11,30	52,75	2,43
2S/99	12.009		12,57	72,81	3,64
1S/00	16.646		18,55	103,83	7,13
2S/00	15.903		21,91	127,20	8,61
1S/01	15.489		25,96	151,97	10,08
2S/01	12.588	930	23,78	151,54	10,31
1S/02	13.024	1.067	28,88	155,76	9,50
2S/02	9.946	899	21,96	122,17	8,83
1S/03	11.914	1.099	27,13	153,44	9,39
2S/03	16.853	1.428	30,68	192,14	6,32
1S/04	21.367	1.773	36,59	239,28	6,73
2S/04	23.257	2.089	41,68	274,01	7,71

Fonte: Valores calculados a partir dos dados disponíveis em Economática.

A Tabela 25, apresenta uma outra perspectiva dos retornos apresentados pelos índices de mercado e das ações dos bancos pesquisados.

Indicando o retorno acumulado por semestre para aplicações tomadas na data base de janeiro de 1998, para os ativos representados pelo Ibovespa, BBDC3, ITAU3 e UBBR3 e mantidos no longo prazo até a data de dezembro de 2004.

Para estes casos, o investidor que tivesse, por exemplo, aplicado em uma carteira de investimento que fosse remunerada pelo índice Ibovespa, obteria ao final da sua aplicação um ganho de 71,0%. Se o mesmo investidor tivesse aplicado a mesma quantia em fundo de ações do Bradesco (BBDC3) teria obtido retorno de 114,6%, em ações do Itaú (ITAU3) 529,5% e em ações do Unibanco (UBBR3) 148,4%.

Ou seja, através da Tabela 25 podemos observar que qualquer carteira composta por ações dos bancos pesquisados, obteve um retorno acumulado superior ao retorno do índice Ibovespa e que dentre eles o Itaú apresentou o maior retorno acumulado.

Outra análise também observada é com relação ao acompanhamento da evolução histórica do retorno obtido pelo índice IGC durante os anos de 2001 a 2004, o qual apresentou um retorno acumulado da ordem de 130%, ou seja, caso um investidor hipotético tivesse mantido uma carteira de investimento regulada por este índice durante o prazo de julho de 2001 a dezembro de 2004, obteria ao final do período um retorno de 129,5% em relação ao capital inicial investido.

Tabela 25 - Retornos acumulados evolução semestral de 1998 a 2004

Data	BOVESPA	IGC	BBDC3	ITAU3	UBBR3
1S/98	-8,9%		-18,7%	1,1%	-26,0%
2S/98	-42,8%		-44,3%	5,2%	-48,7%
1S/99	-9,0%		-40,9%	43,6%	18,2%
2S/99	33,9%		6,5%	165,5%	86,2%
1S/00	27,7%		2,4%	154,1%	156,6%
2S/00	14,7%		37,7%	237,5%	207,8%
1S/01	7,0%		17,5%	240,5%	225,9%
2S/01	-1,4%	-1,6%	21,5%	219,9%	200,5%
1S/02	-20,9%	-5,1%	7,2%	172,6%	173,3%
2S/02	-22,2%	-4,4%	13,5%	172,2%	171,9%
1S/03	-11,6%	8,4%	8,2%	217,5%	154,7%
2S/03	49,9%	71,0%	66,9%	341,0%	99,2%
1S/04	37,6%	60,6%	41,9%	353,4%	94,6%
2S/04	71,0%	129,5%	114,6%	529,5%	148,4%

Fonte: Valores calculados a partir dos dados disponíveis em Economática.

A Tabela 26, Retornos semestrais de 1998 a 2004, apresenta os retornos por semestre, ou seja, caso um investidor hipotético mantivesse uma determinada quantia em algum dos ativos apresentados abaixo por um período de seis meses, obteria ao final do período de investimento o retorno especificado no cruzamento entre o semestre de investimento e o ativo escolhido.

Em outro exemplo, se um investidor iniciasse sua aplicação no ativo representado pela ação UBBR3, em janeiro de 1998 e a mantivesse até o final de dezembro de 2004, seu retorno seria o mesmo apresentado na Tabela 25, ou seja, de 148,4%.

Tabela 26 - Retornos semestrais de 1998 a 2004

Data	BOVESPA	IGC	BBDC3	ITAU3	UBBR3
1S/98	-8,9%		-18,7%	1,1%	-26,0%
2S/98	-37,2%		-31,4%	4,1%	-30,6%
1S/99	59,1%		6,0%	36,6%	130,2%
2S/99	47,1%		80,3%	84,8%	57,6%
1S/00	-4,7%		-3,9%	-4,3%	37,8%
2S/00	-10,1%		34,5%	32,8%	19,9%
1S/01	-6,7%		-14,7%	0,9%	5,9%
2S/01	-7,8%	-1,6%	3,4%	-6,0%	-7,8%
1S/02	-19,8%	-3,5%	-11,7%	-14,8%	-9,0%
2S/02	-1,6%	0,7%	5,9%	-0,2%	-0,5%
1S/03	13,5%	13,4%	-4,7%	16,7%	-6,3%
2S/03	69,6%	57,7%	54,3%	38,9%	-21,8%
1S/04	-8,2%	-6,1%	-15,0%	2,8%	-2,3%
2S/04	24,3%	42,9%	51,3%	38,8%	27,6%

Fonte: Valores calculados a partir dos dados disponíveis em Economática.

Porém, através da perspectiva de retornos semestrais é possível observar alguns semestres de destaque, tanto para retornos positivos como retornos negativos, com relação aos índices de mercado, e o retorno sobre o preço das ações, são eles, 2S/98, 1S/99, 2S/99, 2S/03 e 2S/04. Sendo que o semestre 2S/98 é caracterizado por uma queda nos retornos tanto do índice de mercado, como nos preços das ações dos bancos. Característica contrária ao observado nos semestres de 1S/99, 2S/99, 2S/03 e 2S/04, onde é possível observar no geral alta nos retornos obtidos pelas ações dos bancos pesquisados.

Na sequência, resultados semelhantes aos apresentados anteriormente são analisados com base nos retornos acumulados para o período compreendido entre os anos de 2001 a 2004.

A Tabela 27 indica o retorno acumulado por semestre para aplicações tomadas na data base de julho de 2001, para os ativos representados pelo Ibovespa, IGC, BBDC3, ITAU3 e UBBR3 e mantidos no longo prazo até a data final de dezembro de 2004.

Nestes casos, o investidor que tivesse, por exemplo, aplicado em uma carteira de investimento que fosse remunerada pelo índice Ibovespa, obteria ao final da sua

aplicação um ganho de 59,8% sobre seu capital inicial, enquanto se o mesmo investidor tivesse aplicado o mesmo valor em um fundo remunerado pela variação do índice IGC obteria um retorno de 129,5%, em ações do Bradesco (BBDC3) 82,6%, em ações do Itaú (ITAU3) 84,9% e em ações do Unibanco (UBBR3) -23,8%.

Através da Tabela 27 podemos observar que a carteira composta pelo índice IGC teve um retorno superior à carteira composta pelo índice Ibovespa, durante o período de 2001 a 2004, o que poderia representar uma melhor evolução das empresas que adotaram as práticas de governança corporativa em comparação com o mercado.

Porém, ao analisar o desempenho individual de cada um dos bancos em comparação com os retornos acumulados do índice IGC, verifica-se que nenhum dos bancos pesquisados superou os retornos do índice IGC.

Cabe destacar, portanto, neste ponto da análise dos resultados, que para o período compreendido entre os anos de 2001 a 2004, caso a premissa inicial deste trabalho fosse validada, ou seja, que as práticas de governança corporativa agregam valor aos bancos, seria esperado que os retornos dos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco no mínimo igualassem ou superassem os retornos do índice IGC, o que não foi observado na análise dos dados.

Tabela 27 - Retornos acumulados evolução semestral de 2001 a 2004

Data	BOVESPA	IGC	BBDC3	ITAU3	UBBR3
2S/01	-7,8%	-1,6%	3,4%	-6,0%	-7,8%
1S/02	-26,0%	-5,1%	-8,7%	-19,9%	-16,1%
2S/02	-27,3%	-4,4%	-3,4%	-20,1%	-16,6%
1S/03	-17,4%	8,4%	-7,9%	-6,8%	-21,8%
2S/03	40,0%	71,0%	42,0%	29,5%	-38,9%
1S/04	28,6%	60,6%	20,7%	33,1%	-40,3%
2S/04	59,8%	129,5%	82,6%	84,9%	-23,8%

Fonte: Valores calculados a partir dos dados disponíveis em Economática.

A Tabela 28, Retornos semestrais de 2001 a 2004, mostra de uma forma geral, os mesmos resultados da Tabela 27, porém analisados através dos retornos por semestre, ou seja, caso um investidor hipotético mantivesse uma determinada quantia em algum dos ativos apresentados abaixo por um período de seis meses, obteria ao final do período de investimento o retorno especificado no cruzamento entre o semestre de investimento e o ativo escolhido.

Tabela 28 - Retornos semestrais de 2001 a 2004

Data	BOVESPA	IGC	BBDC3	ITAU3	UBBR3
2S/01	-7,8%	-1,6%	3,4%	-6,0%	-7,8%
1S/02	-19,8%	-3,5%	-11,7%	-14,8%	-9,0%
2S/02	-1,6%	0,7%	5,9%	-0,2%	-0,5%
1S/03	13,5%	13,4%	-4,7%	16,7%	-6,3%
2S/03	69,6%	57,7%	54,3%	38,9%	-21,8%
1S/04	-8,2%	-6,1%	-15,0%	2,8%	-2,3%
2S/04	24,3%	42,9%	51,3%	38,8%	27,6%

Fonte: Valores calculados a partir dos dados disponíveis em Economática.

Neste período, os semestres que mais se destacam foram o 1S/02 com a maior perda e os semestres 2S/03 e 2S/04 com o maiores ganhos.

Fatos que corroboram com a hipótese de que a adoção das práticas de governança corporativa em si não agregou valor às ações dos bancos analisados neste trabalho.

5.3. Resultado dos Testes de Hipóteses para Retornos Anormais

A seguir, é apresentada a análise realizada com base nos retornos anormais das ações dos bancos pesquisados e dos índices de mercado, tomando como base a relevância de 5%, do teste t de *student*.

Segundo Sanvicente (1996, p. 8) na ausência de eventos extraordinários, o mercado de ações tende a evoluir, com o passar do tempo, apresentando apenas variações ditas normais. A taxa de retorno de uma ação, num intervalo de tempo qualquer, deveria ser explicável pelo produto entre o coeficiente beta dessa ação e a taxa de retorno do índice de mercado que a representasse.

Assim, para detectar a presença de comportamento anormal ou extraordinário nos preços das ações dos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco este trabalho estudou o comportamento, no tempo, da diferença entre a taxa de retorno efetivamente observada, para cada uma das ações destes bancos, e a taxa de retorno apresentada pelos índices de mercado, Ibovespa e IGC, nas mesmas datas consideradas.

Sendo essa diferença denominada, portanto, de retorno anormal ou extraordinário, e analisada durante os períodos chamados de pré-migração e pós-

migração, o que segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p. 287), indica que de acordo com a hipótese de mercado eficiente, o retorno anormal de uma ação no momento t , deve refletir a informação divulgada no mesmo instante de tempo t , sendo que qualquer informação divulgada antes desse instante, não deveria ter efeito algum sobre os retornos anormais desse período, pois toda sua influência já teria sido exercida anteriormente, assim como a taxa de retorno de uma ação hoje não pode depender do que o mercado ainda não sabe, podendo assim pouco influenciar seu retorno futuro.

Com base nisso, o período de análise dos dados, de janeiro de 1998 a dezembro de 2004, foi dividido nos períodos pré e pós-migração, para portanto verificar se os retornos extraordinários observados são estatisticamente significantes, com base no teste t de *student* com significância de 5%, comparando o valor do retorno da ação em termos do mercado com o valor sob a hipótese nula de que nenhum efeito de retorno extraordinário foi observado.

Para efeito desta avaliação não foram considerados os retornos anormais compreendidos entre o período de janeiro a dezembro de 2001.

Como a quantidade de dados analisados nesta parte da pesquisa, envolveram mais de 1.700 valores, com base em Maddala (2003, p. 18), para uma maior precisão dos dados analisados, baixos níveis de significância devem ser aplicados quando faz-se uso de grandes amostras de dados, por esta razão os resultados foram apresentados tomando 5% de significância com base no teste t de *student*.

A quantidade de retornos extraordinários obtidos nas duas fases de análise para cada um dos três bancos são apresentados na Tabela 29 e Tabela 30.

Tabela 29 - Quantidade de retornos extraordinários por período a 5% significância com relação ao Ibovespa

Banco	Pré-Migração	Pós-Migração
Bradesco	711	708
Itaú	697	700
Unibanco	695	712

Fonte: Resultado da pesquisa.

Tabela 30 - Quantidade de retornos extraordinários por período a 5% significância com relação ao IGC

Banco	Pré-Migração	Pós-Migração
Bradesco	---	700
Itaú	---	712
Unibanco	---	717

Fonte: Resultado da pesquisa.

Os retornos extraordinários positivos obtidos nas duas fases de análise para cada um dos três bancos são apresentados na Tabela 31 e Tabela 32.

Tabela 31 - Quantidade de retornos extraordinários positivos por período a 5% significância com relação ao Ibovespa

Banco	Pré-Migração	Pós-Migração
Bradesco	346	344
Itaú	348	344
Unibanco	365	338

Fonte: Resultado da pesquisa.

Tabela 32 - Quantidade de retornos extraordinários positivos por período a 5% significância com relação ao IGC

Banco	Pré-Migração	Pós-Migração
Bradesco	---	323
Itaú	---	358
Unibanco	---	343

Fonte: Resultado da pesquisa.

Através dos dados apresentados acima, é possível verificar que a quantidade de retornos extraordinários obtidos para todos os bancos são equivalentes, o que indica uma evidência de que a migração ou adoção das novas práticas de governança corporativa da BOVESPA não afetou o valor da ação dos bancos pesquisados, dada a

ocorrência quase que hegemônica de retornos extraordinários para os bancos pesquisados, durante os períodos pré e pós-migração.

Como mostrado Tabela 29, a ocorrência de retornos extraordinários, ou seja, tanto retornos positivos como negativos que extrapolaram o retorno médio do mercado, representado pelo Ibovespa foi na média de 704 ocorrências tanto para o período pré-migração como para o período pós-migração.

Para a Tabela 30, que representa a quantidade de retornos extraordinários (positivos ou negativos), porém tomados em relação ao mercado representado pelo índice IGC, são observados cerca de 710 ocorrências, ou seja, equivalente a mesma quantidade de eventos quando medidos pela índice Ibovespa.

Com relação à Tabela 31, os resultados também indicam a mesma tendência. A ocorrência de retornos extraordinários positivos apenas, quando comparados com os retornos extraordinários do mercado representado pelo Ibovespa, foi na média de 348 ocorrências tanto para o período pré-migração como para o período pós-migração. Para a Tabela 32, que representa a quantidade de retornos extraordinários positivos somente, porém, tomados em relação ao mercado representado pelo índice IGC, o resultado médio foi de 341 ocorrências, ou seja, resultado equivalente à quantidade de eventos quando medidos pelo índice Ibovespa.

Assim, esta constatação equivalente entre a quantidade de eventos significantes ocorridos no período pós-migração em comparação com a ocorrência de eventos significantes no período pré-migração, para os bancos pesquisados, leva a inferir que a adoção das práticas de governança corporativa não acabou por gerar uma maior quantidade de retornos extraordinários significantes a 5% com base no teste t de *student*, para o período pós-migração como seria esperado para os casos dos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, se as práticas de governança corporativa tivessem gerado um retorno extra em comparação com o período anterior à migração.

Conseqüentemente, dada a proporção muito semelhante de retornos extraordinários significativos para os períodos analisados, conclui-se que não há evidências de comportamento anormal sobre o retorno das ações dos bancos, Bradesco Itaú e Unibanco, de destaque após a adoção das práticas de governança corporativa.

5.3.1. Análise da Correlação entre a Variáveis de Retorno Anormal Pesquisadas

A análise das correlações apresentadas entre os retornos anormais ou extraordinários dos bancos pesquisados com os retornos de mercado, corrobora com os resultados obtidos e apresentados na seção anterior, ou seja, não é possível identificar uma alta correlação entre a adoção das práticas de governança corporativa com os retornos anormais obtidos pelos bancos.

No caso da confirmação da hipótese de que a adoção das práticas de governança corporativa apresentaria ou geraria algum retorno extraordinário para os bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, esperar-se-ia a existência de uma alta correlação entre seus retornos no período compreendido entre os anos de 2001 a 2004, definido como período pós-migração, o que não foi constatado, conforme os resultados apresentados na Tabela 33.

Tabela 33 - Correlações entre retornos anormais no período de 2001 a 2004, base IGC

	BBDC3	ITAU3	UBBR3
BBDC3	1,0000	0,0172	-0,0827
ITAU3		1,0000	0,2146
UBBR3			1,0000

Fonte: Resultados calculados a partir dos dados disponíveis em Economática.

As tabelas seguintes, apresentam o grau de correlação entre os retornos anormais ou extraordinários, tomando como base o índice Ibovespa, para os três bancos pesquisados, levando em conta dois períodos distintos; a Tabela 34 considera o período pré-migração compreendido entre os anos de 1998 a 2001, e a Tabela 35 o período total de estudo de 1998 a 2004.

Como no caso anterior, o estudo das correlações diretas também se mostraram fracas ou nulas, não sendo possível identificar qualquer alteração no cenário pré e pós-migração em relação a adoção das práticas de governança corporativa para os bancos pesquisados.

Tabela 34 - Correlações entre retornos anormais no período de 1998 a 2001, base Ibovespa

	BBDC3	ITAU3	UBBR3
BBDC3	1,0000	0,3139	0,2508
ITAU3		1,0000	0,4483
UBBR3			1,0000

Fonte: Resultados calculados a partir dos dados disponíveis em Economática.

Tabela 35 - Correlações entre retornos anormais no período de 1998 a 2004, base Ibovespa

	BBDC3	ITAU3	UBBR3
BBDC3	1,0000	0,3045	0,2195
ITAU3		1,0000	0,4154
UBBR3			1,0000

Fonte: Resultados calculados a partir dos dados disponíveis em Economática.

Estes fatos novamente evidenciam que a idéia de que a adoção das práticas de governança corporativa não vieram a causar uma sobrevalorização das ações dos bancos que as adotaram, Bradesco, Itaú e Unibanco.

5.4. Relação entre Governança Corporativa, Valor e Desempenho dos Bancos

Nesta seção é apresentada a evolução do modelo proposto para estudo da regressão multivariável envolvendo o valor das ações dos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, como variável dependente, e as principais variáveis de desempenho e valor destes bancos, além das variáveis de mercado, os índices Ibovespa e IGC e variáveis macroeconômicas.

Neste sentido, ajustou-se um modelo de regressão linear múltiplo utilizando as variáveis definidas no capítulo 4.2.2, assumindo os seguintes pressupostos, conforme Maddala (2001, p. 69):

- A relação entre as variáveis dependentes e as variáveis independentes são lineares e seguem o padrão:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 * X_{1i} + \beta_2 * X_{2i} + \dots + \beta_k * X_{ki} + u_i \quad i = 1, 2, \dots, n$$

onde:

Y – variável dependente;

X 's – são as variáveis independentes, com X_{ki} representando a i -ésima observação sobre a variável independente X_k ;

α – termo constante;

u_i – termo de erro aleatório;

- Não há dependência linear entre as variáveis explicativas;
- u_i é normalmente distribuído por todo i , o que pode ser garantido pela Teorema Central do Limite;
- u_i e X_j são independentes para todo i e j ;
- u_i e X_j são independentes para todo i diferente de j ;
- $V(u_i) = \sigma^2$ para todo i , os erros da equação de regressão possuem variância comum, ou seja, é garantido a homocedastidade dos erros das variáveis;
- $E(u_i) = 0$.

Foi usado o método de correção de White, que inclui a variância dos resíduos das variáveis nas formulas de estimação.

A multicolinearidade, ou seja, quando as variáveis explicativas são linearmente dependentes ou altamente intercorrelacionadas, foi testada através do teste FIV (Fator de Inflação de Variância, $= 1/(1-R_i^2)$), conforme Maddala (2001, p. 143-146).

A seleção do melhor modelo foi feita com base nos níveis de significância estatística dos regressores (valor da probabilidade associado à estatística t), no teste de Durbin-Watson, no R-quadrado ajustado, sendo que este último indica em que medida o modelo construído explica o comportamento da variável estudada.

Para efeito de apresentação neste trabalho, considerando suas próprias limitações físicas, não foram apresentados todos os modelos estudados. O trabalho foi baseado apenas na apresentação dos principais estágios da evolução do modelo proposto e do resultado obtido.

5.4.1. Análise do Modelo de Regressão Multivariável

No modelo de regressão apresentado a seguir, foi realizada uma regressão multivariável para estudo da variável valor da ação, com base nas variáveis explicativas de desempenho e valor dos bancos pesquisados, variáveis de mercado representadas pelos índices Ibovespa e IGC, variáveis macroeconômicas, variáveis do tipo *dummy* e variáveis de identificação para cada um dos bancos, as quais também foram adicionadas ao modelo.

A inclusão das variáveis do tipo *dummy* teve como objetivo diferenciar os dois períodos de estudo, base desta pesquisa, os quais correspondem ao período pré-migração, anterior ao segundo semestre de 2001, e o período pós-migração, posterior ao primeiro semestre de 2001.

A inclusão de variáveis de identificação no modelo teve como objetivo controlar as características intrínsecas e perenes de cada um dos bancos pesquisados, captando eventuais efeitos particulares dos bancos ao longo do período de observação e teste.

Portanto, o modelo apresentado a seguir teve como objetivo registrar o efeito na valorização dos preços das ações dos bancos, antes e após o estabelecimento pela BOVESPA das práticas de governança corporativa.

O modelo também apresenta um conjunto de variáveis identificadas, como sendo variáveis de defasagem, as quais representam uma variação, tanto da variável dependente como das variáveis independentes, representando o grau de dependência da variável em estudo sobre seus valores passados.

O efeito de dependência de variável se mostrou de grau 6. Para determinação deste grau de defasagem foi realizado o cálculo da correlação de cada uma das variáveis pesquisadas com seus valores defasados e, no pior caso, foi verificado que o maior grau de defasagem entre o valor da variável e seus valores anteriores não ultrapassava seis dias.

No caso geral, a maior dependência do valor, especialmente da variável que diz respeito ao preço das ações do bancos, foi com relação ao valor da ação no dia t e seu valor no dia imediatamente anterior ($t-1$). Isto vem de encontro com a teoria adotada por alguns pesquisadores de que o preço das ações seguem um padrão *random walking*, ou passeio aleatório, conforme Maddala (2003, p. 276) visto que seu valor no dia t depende de seu valor no dia $t-1$, mais um resíduo.

O modelo inicial, portanto, com todas as variáveis comentadas acima apresentou a seguinte configuração:

Tabela 36 - Regressão multivariável da variável valor da ação - Modelo com variáveis defasadas

Variável Dependente	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
Vf_A_i_t				
Variável Independente	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
L_Vf_A_i_t-1	0,9730876	0,0350296	27,7800	0,0000
L_Vf_A_i_t-2	0,0110581	0,0463750	0,2400	0,8210
L_Vf_A_i_t-3	0,0138983	0,0136377	1,0200	0,3550
L_Vf_A_i_t-4	-0,0071816	0,0411126	-0,1700	0,8680
L_Vf_A_i_t-5	-0,0101425	0,0083438	-1,2200	0,2780
L_Vf_A_i_t-6	0,0179693	0,0056777	3,1600	0,0250
D_IGC_BBDC	-0,1381471	0,1081849	-1,2800	0,2580
D_IGC_ITAU	-0,0423873	0,1050101	-0,4000	0,7030
D_IGC_UBBR	-0,1199117	0,0996890	-1,2000	0,2830
ID_BBDC	0,0000000	0,0000000	0,0000	0,0000
ID_ITAU	-0,0860278	0,0863963	-1,0000	0,3650
ID_UBBR	-0,2729508	0,1365940	-2,0000	0,1020
Vf_IBV_t	0,0008961	0,0003719	2,4100	0,0610
L_Vf_IBV_t-1	-0,0005821	0,0001915	-3,0400	0,0290
L_Vf_IBV_t-2	-0,0001989	0,0001362	-1,4600	0,2040
L_Vf_IBV_t-3	-0,0000168	0,0000623	-0,2700	0,7980
L_Vf_IBV_t-4	-0,0000311	0,0000667	-0,4700	0,6610

Variável Independente	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
L_Vf_IBV_t-5	0,0001046	0,0001133	0,9200	0,3990
L_Vf_IBV_t-6	-0,0001773	0,0001175	-1,5100	0,1920
SELIC	0,0213977	0,0221602	0,9700	0,3790
L_SELIC_t-1	0,0194452	0,0088177	2,2100	0,0790
L_SELIC_t-2	-0,0520523	0,0313217	-1,6600	0,1570
L_SELIC_t-3	-0,0096576	0,0098827	-0,9800	0,3730
L_SELIC_t-4	0,0144939	0,0179321	0,8100	0,4560
L_SELIC_t-5	0,0171710	0,0477262	0,3600	0,7340
L_SELIC_t-6	-0,0129285	0,0341831	-0,3800	0,7210
DOLAR_PTAX	-3,2959980	1,6885520	-1,9500	0,1080
L_DOLAR_PTAX_t-1	2,8166120	1,5487440	1,8200	0,1290
L_DOLAR_PTAX_t-2	-1,2021760	1,1387470	-1,0600	0,3390
L_DOLAR_PTAX_t-3	1,2044710	0,7532505	1,6000	0,1710
L_DOLAR_PTAX_t-4	0,6282022	1,7127090	0,3700	0,7290
L_DOLAR_PTAX_t-5	0,3992264	1,1848190	0,3400	0,7500
L_DOLAR_PTAX_t-6	-0,5014856	0,5669998	-0,8800	0,4170
CBOND	-0,0377489	0,0246051	-1,5300	0,1860
L_CBOND_t-1	-0,0188723	0,0139169	-1,3600	0,2330
L_CBOND_t-2	0,0211315	0,0192274	1,1000	0,3220
L_CBOND_t-3	0,0256577	0,0234158	1,1000	0,3230
L_CBOND_t-4	-0,0045882	0,0307765	-0,1500	0,8870
L_CBOND_t-5	0,0168571	0,0471348	0,3600	0,7350
L_CBOND_t-6	0,0062167	0,0103470	0,6000	0,5740
RISCO_BRASIL	-0,0018922	0,0013994	-1,3500	0,2340
L_RISCO_BRASIL_t-1	0,0007510	0,0007032	1,0700	0,3340
L_RISCO_BRASIL_t-2	0,0005579	0,0004641	1,2000	0,2830
L_RISCO_BRASIL_t-3	0,0000471	0,0002958	0,1600	0,8800
L_RISCO_BRASIL_t-4	0,0001679	0,0003579	0,4700	0,6590
L_RISCO_BRASIL_t-5	0,0004079	0,0011643	0,3500	0,7400
L_RISCO_BRASIL_t-6	0,0001419	0,0011817	0,1200	0,9090
TJLP	0,0742203	0,0256227	2,9000	0,0340
L_TJLP_t-1	-0,0854731	0,0222916	-3,8300	0,0120
L_TJLP_t-2	0,1157953	0,0503015	2,3000	0,0700
L_TJLP_t-3	0,0077112	0,0198003	0,3900	0,7130
L_TJLP_t-4	-0,0794950	0,0571311	-1,3900	0,2230
L_TJLP_t-5	0,0042966	0,0401523	0,1100	0,9190
L_TJLP_t-6	-0,0505980	0,0290292	-1,7400	0,1420
IGPM	-0,0302547	0,0283240	-1,0700	0,3340
L_IGPM_t-1	0,0489653	0,0728130	0,6700	0,5310
L_IGPM_t-2	-0,0160125	0,0896773	-0,1800	0,8650
L_IGPM_t-3	-0,1493904	0,1320226	-1,1300	0,3090
L_IGPM_t-4	0,1294271	0,1818283	0,7100	0,5080
L_IGPM_t-5	0,0001345	0,0918364	0,0000	0,9990
L_IGPM_t-6	-0,0038666	0,0693068	-0,0600	0,9580
QTOBIN	14,7004700	12,8662500	1,1400	0,3050

Variável Independente	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
L_QTOBIN_t-1	-12,5625200	11,8390400	-1,0600	0,3370
L_QTOBIN_t-2	4,9559730	9,1463290	0,5400	0,6110
L_QTOBIN_t-3	0,7267378	4,3653260	0,1700	0,8740
L_QTOBIN_t-4	-8,9127190	7,2221030	-1,2300	0,2720
L_QTOBIN_t-5	0,6966531	3,0232430	0,2300	0,8270
L_QTOBIN_t-6	-0,4923972	2,8760000	-0,1700	0,8710
P/L	-0,0234915	0,0113333	-2,0700	0,0930
L_P/L_t-1	0,0319318	0,0105275	3,0300	0,0290
L_P/L_t-2	-0,0071336	0,0076008	-0,9400	0,3910
L_P/L_t-3	-0,0053987	0,0085373	-0,6300	0,5550
L_P/L_t-4	-0,0015053	0,0036026	-0,4200	0,6930
L_P/L_t-5	-0,0001028	0,0021883	-0,0500	0,9640
L_P/L_t-6	0,0055164	0,0034578	1,6000	0,1720
MVA	-0,0000001	0,0000001	-0,9400	0,3910
L_MVA_t-1	0,0000001	0,0000001	2,0200	0,1000
L_MVA_t-2	0,0000000	0,0000000	0,7600	0,4810
L_MVA_t-3	-0,0000001	0,0000000	-1,6900	0,1510
L_MVA_t-4	0,0000001	0,0000001	0,8000	0,4610
L_MVA_t-5	0,0000000	0,0000000	0,3300	0,7580
L_MVA_t-6	-0,0000001	0,0000000	-3,1600	0,0250
ATIVOS	-0,0000001	0,0000000	-1,2800	0,2570
L_ATIVOS_t-1	0,0000000	0,0000000	0,0400	0,9680
L_ATIVOS_t-2	0,0000000	0,0000000	-0,8500	0,4330
L_ATIVOS_t-3	0,0000000	0,0000000	0,8600	0,4290
L_ATIVOS_t-4	0,0000001	0,0000001	1,1800	0,2920
L_ATIVOS_t-5	0,0000000	0,0000000	-1,1200	0,3150
L_ATIVOS_t-6	0,0000000	0,0000000	1,1700	0,2940
PL	0,0000006	0,0000004	1,5700	0,1770
L_PL_t-1	0,0000001	0,0000005	0,2000	0,8500
L_PL_t-2	0,0000005	0,0000004	1,2700	0,2590
L_PL_t-3	-0,0000008	0,0000008	-0,9300	0,3950
L_PL_t-4	-0,0000007	0,0000006	-1,1300	0,3090
L_PL_t-5	0,0000005	0,0000004	1,2800	0,2560
L_PL_t-6	-0,0000002	0,0000003	-0,8600	0,4270
LC	10,7465100	11,6226500	0,9200	0,3980
L_LC_t-1	0,7579746	16,4240100	0,0500	0,9650
L_LC_t-2	2,5728560	13,8295400	0,1900	0,8600
L_LC_t-3	-8,1511130	12,5953600	-0,6500	0,5460
L_LC_t-4	-5,1959950	16,9969500	-0,3100	0,7720
L_LC_t-5	2,9276240	2,3766760	1,2300	0,2730
L_LC_t-6	-3,5694870	3,7112860	-0,9600	0,3800
CT/CP	0,3315569	0,3677295	0,9000	0,4090
L_CT/CP_t-1	0,0193124	0,4399773	0,0400	0,9670
L_CT/CP_t-2	-0,2140367	0,3614986	-0,5900	0,5800
L_CT/CP_t-3	-0,3762728	0,3530561	-1,0700	0,3350

Variável Independente	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
L_CT/CP_t-4	0,2484121	0,4925931	0,5000	0,6350
L_CT/CP_t-5	0,0239525	0,0808540	0,3000	0,7790
L_CT/CP_t-6	-0,0121387	0,1150727	-0,1100	0,9200
ROA	-145,3797000	8,1103280	-1,7900	0,1330
L_ROA_t-1	87,8023600	8,5793820	1,0200	0,3530
L_ROA_t-2	-157,4648000	5,4637310	-2,8800	0,0350
L_ROA_t-3	-0,2398405	7,2691640	0,0000	0,9970
L_ROA_t-4	181,4847000	123,3701000	1,4700	0,2010
L_ROA_t-5	-25,2709800	19,1348600	-1,3200	0,2440
L_ROA_t-6	64,4999300	8,9176980	7,2300	0,0010
RPL	15,5239200	7,3176980	2,1200	0,0870
L_RPL_t-1	-11,6963800	7,0993940	-1,6500	0,1600
L_RPL_t-2	8,2816370	3,3450870	2,4800	0,0560
L_RPL_t-3	0,5316758	4,3499610	0,1200	0,9070
L_RPL_t-4	-10,0730600	7,7357860	-1,3000	0,2500
L_RPL_t-5	0,8546312	1,8494310	0,4600	0,6630
L_RPL_t-6	3,7603660	0,7054931	5,3300	0,0030
CTE	-0,2321605	0,2209567	-1,0500	0,3420

Número de Observações	10.368
R-Quadrado	0,99942
R-Quadrado Ajustado	0,99941

Para efeito de simplificação, a equação representativa do modelo não foi apresentada, visto que o modelo acima não foi otimizado.

Com relação aos resultados obtidos na regressão multivariável para o valor das ações dos bancos pesquisados, o valor do R-quadrado ajustado de 0,9994 representa um bom resultado, tendo em vista que o principal objetivo do teste não foi elaborar um modelo preditivo do comportamento dos preços das ações dos bancos pesquisados, e sim analisar a significância e a influência de cada uma das variáveis macroeconômicas estudadas, sua correlação com as variáveis microeconômicas, representadas pelas variáveis de valor e desempenho dos bancos e o mais importante, analisar o comportamento do preço das ações dos bancos pesquisados com relação às práticas de governança corporativa da BOVESPA, além do comportamento dos índices Ibovespa e IGC.

Dando continuidade à análise, foram sendo excluídas do modelo acima as variáveis não significativas a 5% com relação ao teste t de *student*.

O novo modelo obtido ficou assim representado:

Tabela 37 - Regressão multivariável da variável valor da ação - Modelo com variáveis defasadas, eliminando as variáveis não significativas

Variável Dependente	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
Vf_A_i_t				
Variável Independente	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
L_Vf_A_i_t-1	1,0008420	0,0007842	1276,2600	0,0000
D_IGC_BBDC	0,0507498	0,0093157	5,4500	0,0030
D_IGC_ITAU	0,0007082	0,0759748	0,0100	0,9930
D_IGC_UBBR	0,0009388	0,0031866	0,2900	0,7800
ID_ITAU	0,0993517	0,0535269	1,8600	0,1230
ID_UBBR	0,0249501	0,0131301	1,9000	0,1160
L_P/L_t-1	0,0199148	0,0031189	6,3900	0,0010
L_P/L_t-2	-0,0191217	0,0029940	-6,3900	0,0010
L_ROA_t-1	-17,9664200	4,1498390	-4,3300	0,0080
L_ROA_t-6	30,4721400	4,8465450	6,2900	0,0010
L_RPL_t-6	0,9467030	0,2421020	3,9100	0,0110
CTE	-0,1160279	0,0381882	-3,0400	0,0290

Número de Observações	10.368
R-Quadrado	0,99930
R-Quadrado Ajustado	0,99929

Através da observação dos dados acima podemos observar que:

- O modelo continuou apresentando um bom valor para R-quadrado ajustado da ordem de 0,9993;
- A variável Vf_A_i_t apresenta dependência com relação ao seu valor defasado de uma unidade;
- As variáveis *dummies*, D_IGC_BBDC, D_IGC_ITAU e D_IGC_UBBR, foram mantidas apenas para efeito de visualização, porém muitas delas não são significativas no nível de 5% da estatística t;
- As variáveis ID_ITAU e ID_UBBR, que representam as variáveis de identificação dos bancos Itaú e Unibanco respectivamente, também foram mantidas para efeito de visualização, sendo que elas não são significativas no nível de 5% da estatística t de *student*.

O próximo passo executado foi a exclusão das variáveis *dummies* e de identificação não relevantes, a 5% da estatística t do modelo, o que resultou no modelo apresentado a seguir:

Tabela 38 - Regressão multivariável da variável valor da ação - Modelo com variáveis defasadas, eliminando as variáveis *dummies* não significativas

Variável Dependente	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
Vf_A_i_t				
Variável Independente	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
L_Vf_A_i_t-1	1,0011330	0,0002390	4188,4500	0,0000
L_P/L_t-1	0,0199416	0,0029109	6,8500	0,0010
L_P/L_t-2	-0,0191685	0,0029520	-6,4900	0,0010
L_ROA_t-1	-17,9793000	3,7910750	-4,7400	0,0050
L_ROA_t-6	29,6474800	5,4815600	5,4100	0,0030
L_RPL_t-6	0,8893511	0,2435949	3,6500	0,0150
CTE	-0,0673939	0,0228754	-2,9500	0,0320

Número de Observações	10.368
R-Quadrado	0,99930
R-Quadrado Ajustado	0,99930
Teste Durbin-Watson	1,994

A equação representativa do modelo final obtido é conforme apresentado abaixo:

$$\begin{aligned}
 Vf_A_i_t = & -0,0673939 + 1,0011330 * (Vf_A_i_t-1) \\
 & + 0,0199416 * (L_P/L_t-1) - 0,0191685 * (L_P/L_t-2) \\
 & - 17,9793000 * (L_ROA_t-1) + 29,6474800 * (L_ROA_t-6) \\
 & + 0,8893511 * (L_RPL_t-6)
 \end{aligned}$$

O modelo final continuou apresentando um bom valor para R-quadrado ajustado, o qual se manteve da ordem de 0,9993, representando uma boa capacidade das variáveis independentes de explicar a variável dependente valor da ação.

O resultado do teste de Durbin-Watson, que mede o grau de correlação dos resíduos de erro, foi de 1,994, o que também representa um bom resultado, indicando que os resíduos de erro do modelo adotado estão fracamente correlacionados, segundo Maddala (2001, p. 124).

O que é possível abstrair, portanto, deste modelo são os seguintes pontos:

- Os bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, que adotaram as práticas de governança corporativa da BOVESPA, não tiveram destaque em termos da valorização do preço de suas ações após o primeiro semestre de 2001, uma vez que o modelo final obtido não capta os efeitos das variáveis *dummies* D_IGC_BBDC, D_IGC_ITAU e D_IGC_UBBR;
- Para os bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, após a adoção das práticas de governança corporativa o valor de sua ação não apresentou crescimento significativo. Segundo o modelo, o efeito das práticas de governança corporativa não agregou valor às ações destes bancos;
- Esta constatação corrobora com a lógica de que o comportamento observado não corresponde com o esperado. Uma vez que o resultado esperado seria que o comportamento do preço das ações dos bancos que adotaram as práticas de governança corporativa da BOVESPA apresentassem primeiro relação com a adoção das práticas de governança corporativa da BOVESPA e que, em segundo lugar, esta relação fosse positiva e significativa;
- O modelo obtido apresenta novas evidências que reforçam a idéia de que as práticas de governança corporativas adotadas pelos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco não contribuíram expressivamente para a valorização de suas ações, ou não são capazes de explicar uma possível valorização nos preços de suas ações.

5.5. Resumo dos Resultados da Pesquisa

Os principais resultados e inferências obtidos a partir da análise qualitativa dos retornos dos bancos pesquisados, conforme apresentado e comentado na seção 5.2., não apresentaram evidências de que a adoção das práticas de governança corporativas pelos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, agregou valor às ações destes bancos, de uma maneira geral os lucros dos bancos permaneceram em patamares elevados tanto antes como após a migração às novas práticas da BOVESPA, bem como a média dos valores de ROA e RPL, apresentado na Tabela 19 e Tabela 20.

Com relação aos resultados obtidos sobre a significância estatística dos retornos anormais ou extraordinários dos bancos, quando analisados para os períodos pré e pós-migração, também não foi possível observar a ocorrência de uma maior quantidade de eventos significativamente relevantes para o período pós-migração, como forma de constatar uma possível tendência de que a adoção das práticas de governança corporativa pelos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco acabasse por gerar valor às suas operações.

Os resultados obtidos são resumidos abaixo:

Retorno extraordinários ou anormais com relação ao índice Ibovespa:

- Período pré-migração: 701
- Período pós-migração: 707

Retorno extraordinários ou anormais com relação ao índice IGC:

- Período pós-migração: 710

Retorno extraordinários ou anormais positivos com relação ao índice Ibovespa:

- Período pré-migração: 353
- Período pós-migração: 342

Retorno extraordinários ou anormais positivos com relação ao índice IGC:

- Período pós-migração: 341

Na Tabela 39, também são apresentados os principais resultados obtidos em comparação aos resultados esperados dos coeficientes no modelo de regressão multivariável, tomando como base o nível de significância estatística de 5% com relação a estatística t de *student*.

Tabela 39 - Resumo dos resultados da regressão multivariável

			Variável Independente								
Banco	Variável Dependente	CTE	L_Vf_A_i_t-1	D_IGC_BBDC	D_IGC_ITAU	D_IGC_UBBR	L_P/L_t-1	L_P/L_t-2	L_ROA_t-1	L_ROA_t-6	L_RPL_t-6
Bradesco	Vf_A_1_t	-0,067	1,001	0			0,020	-0,019	-17,979	29,647	0,889
Itaú	Vf_A_2_t	-0,067	1,001		0		0,020	-0,019	-17,979	29,647	0,889
Unibanco	Vf_A_3_t	-0,067	1,001			0	0,020	-0,019	-17,979	29,647	0,889
Resultado Obtido	Vf_A_i_t	-0,067	1,001	0	0	0	0,020	-0,019	-17,979	29,647	0,889
Resultado Esperado	Vf_A_i_t	-0,067	1,001	1	1	1	0,020	-0,019	-17,979	29,647	0,889

Fonte: Resultado do modelo de regressão.

Conforme acima, a variável objeto de estudo, valor da ação do banco, mostrou-se dependente de seu próprio valor tomado no dia anterior, ou seja, o preço da ação no dia t , depende do valor da própria ação no dia $t-1$.

A relação da variável valor da ação com seu próprio valor defasado de um dia, indica uma dependência intrínseca do preço da ação do banco com seu valor passado, mostrando, que apesar do que ocorre com o mercado, o valor futuro de uma ação depende do seu valor atual.

Após a simplificação do modelo, eliminando as variáveis sem significância estatística, as variáveis *dummies* para os bancos Bradesco, Itaú e Unibanco também foram eliminadas, o que indica que a adoção das práticas de governança corporativa, para os bancos Bradesco, Itaú e Unibanco não foi capaz de gerar uma maior valorização no preço de suas ações.

As variáveis preço/lucro (P/L), retorno sobre o investimento (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (RPL), apesar de sua defasagem de resultados, em termos absolutos, apresentaram correlação positiva com a variável valor da ação, ou seja, no sentido proposto pelo modelo, sugerem que o valor da ação dos bancos apresenta em média uma valorização maior quanto maior for a relação preço/lucro, bem como quanto maior for o retorno que o banco obtém em relação ao total de seus ativos e também quanto maior for o retorno sobre seu patrimônio líquido, apresentando uma percepção positiva com relação ao desempenho dos indicadores P/L, ROA e RPL, quando analisado sob o ponto de vista do mercado financeiro.

Os resultados do modelo de regressão mostraram-se consistentes em todas as etapas de evolução do estudo, apresentando uma forte evidência de que os bancos que migraram para os níveis diferenciados de governança corporativa não apresentaram maior valorização no preço de suas ações. Este resultado, portanto, corrobora com a hipótese de que não existe relação significativa entre a migração ou adoção das novas práticas de governança corporativa da BOVESPA, sobre o valor das ações ordinárias dos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, pertencentes à amostra selecionada.

Os resultados obtidos sugerem, portanto, que a adoção das práticas de governança corporativa da BOVESPA pode até trazer uma melhor percepção do mercado com relação aos resultados apresentados pelos bancos, porém, tal aspecto não pode ser comprovado no desempenho das ações dos bancos pesquisados.

Como resultado, pode-se aceitar a hipótese de que a adoção das práticas de governança corporativa, por si só, não são capazes de agregar valor às operações dos bancos que as adotaram, podendo portanto representar até uma mudança de filosofia na forma de gerir os negócios pela alta administração, porém, não acabou por agregar valor às ações do banco. Neste sentido, é possível inferir que o ótimo resultado atingido pelos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco estão longe de serem influenciados por suas práticas de governança e sim, muito mais pelas condições favoráveis do cenário nacional e na concessão de crédito.

Tendo em vista as recomendações da BOVESPA, as expectativas do mercado, da área acadêmica e os resultados apresentados por diversos trabalhos, era esperada a existência de uma relação positiva entre a adoção das práticas de governança corporativa e o valor das ações dos bancos que as adotaram, porém o resultado deste trabalho não corrobora com tal expectativa.

Caso essa hipótese fosse realmente verdadeira, este fato deveria ser, portanto, observado em pelo menos dois aspectos deste trabalho. Primeiro, na maior obtenção de retornos anormais ou extraordinários no período pós-migração em comparação com a quantidade de retornos anormais ou extraordinários obtidos no período pré-migração, o que não ocorreu visto a similaridade de eventos anormais ocorridos em ambos os períodos, conforme já comentado anteriormente. Segundo, na presença das variáveis D_IGC_BBDC, D_IGC_ITAU e D_IGC_UBBR significativas e positivamente relacionadas com a variável valor da ação, no modelo de regressão multivariável, o que também não ocorreu.

6. Considerações Finais

O objetivo principal desta pesquisa foi verificar, se existe relação significativa entre a adoção das práticas de governança corporativa e o valor das ações dos bancos que adotaram as práticas normatizadas pela BOVESPA. Para isso foram realizados três estudos:

- O estudo dos principais indicadores de retorno e valorização dos preços das ações dos bancos pesquisados;
- Análise dos retornos anormais ou extraordinários dos bancos antes e após a data de adoção das práticas de governança corporativa da BOVESPA;
- Análise da regressão multivariável do valor das ações dos bancos pesquisados antes e após a adoção das práticas de governança corporativa da BOVESPA.

A análise dos principais indicadores dos bancos não permitiu verificar que os efeitos da adoção das práticas de governança corporativa da BOVESPA tenham agregado valor ou melhorado o desempenho dos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, com base em suas principais características qualitativas de desempenho.

A análise dos retornos anormais mostrou que, independente do nível de significância que fosse adotado para estudo, apesar de serem apresentados apenas os resultados com significância de 5%, com relação ao teste t de *student*, tanto os retornos anormais, como os retornos anormais positivos tomados com base nos preços das ações dos bancos pesquisados, em relação aos índices de mercado Ibovespa ou IGC, apresentaram distribuição homogênea e equitativa semelhante, tanto para o período pré-migração como para período pós-migração. Não foi possível, portanto, identificar se adoção das práticas de governança corporativa acabou por agregar valor às operações dos bancos pesquisados, através do aumento no número de retornos anormais ou extraordinários após a migração para o novo mercado.

Com relação à análise da regressão multivariável, o modelo proposto reflete e mostrou sentido a partir dos resultados obtidos, onde foi possível verificar que a variável valor da ação é dependente de seu valor defasado de um dia.

As variáveis *dummies* (que representam o efeito da passagem da adoção das práticas de governança corporativa) não se mostraram relevantes para os bancos pesquisados, como não foi possível captar seus efeitos para os bancos Bradesco, Itaú e

Unibanco no modelo final, concluímos que a adoção das práticas de governança corporativa afeta mais a percepção do mercado em termos do marketing divulgado pelos bancos do que propriamente o resultado financeiro em termos da valorização das ações dos bancos pesquisados.

De maneira geral, as variáveis que tiveram relação positiva com a valorização do valor das ações foram o próprio valor da ação defasado de um dia, a variável P/L, a variável ROA e a variável RPL, sugerindo que a valorização dos bancos está mais fortemente relacionada com o quanto este lucram com relação ao seu ativo total e ao patrimônio dos acionistas, além também do desempenho do preço de suas ações em termos de lucros, sendo que todas as três variáveis consideram também o efeito da defasagem em seus valores sendo de 1 e 2 dias para o variável P/L, de 1 e 6 dias para a variável ROA e de 6 dias para a variável RPL.

Apesar de os resultados obtidos terem sido consistentes para todos os estudos realizados, os mesmos não atenderam as expectativas iniciais da pesquisa de que a adoção das práticas de governança corporativa da BOVESPA acabam por agregar valor as ações dos bancos que as adotaram e praticam. A maior instabilidade dos resultados ocorreu no período 2000 a 2002, devido à grande variância dos resultados de valor e desempenho, provavelmente em razão das diversas crises internacionais, o que dificulta, assim, a caracterização do desempenho destas instituições em relação à adoção das práticas diferenciadas de governança corporativa. Através dos resultados obtidos na pesquisa, foi possível observar que houve, no âmbito geral, uma evolução anual no resultado dos bancos pesquisados, principalmente a partir do ano 2001, quando a Bolsa de Valores de São Paulo dá início ao Novo Mercado, sugerindo uma percepção crescente do mercado com relação à importância da adequação dos bancos as novas práticas de governança corporativa. No entanto, esta evidência não pode ser efetivamente comprovada a partir dos estudos realizados, sinalizando que este efeito foi uma característica mais voltada para o ambiente macroeconômico e do cenário nacional do que efetivamente pela adoção das práticas de governança corporativa da BOVESPA.

Em resumo, a relação entre governança corporativa e preço das ações dos bancos que as adotaram é diferente daquela esperada, porém corrobora com a hipótese apresentada de que não existe relação entre a migração ou adoção das práticas de governança corporativa sobre o valor das ações dos bancos no Brasil. Não é, porém, exagero afirmar que o mercado enxerga os bancos e as empresas com práticas diferenciadas de governança corporativa com outros olhos e de uma maneira mais confiável.

Esta pesquisa objetiva, portanto, contribuir para as novas discussões qualitativas e quantitativas sobre governança corporativa no Brasil, em especial para o setor financeiro onde poucos trabalhos encontram-se disponíveis na literatura nacional, tanto dissertações de mestrado como testes de doutorado.

O presente trabalho não pretende esgotar a busca pela relação entre governança corporativa e valor das ações dos bancos pesquisados, mas sim despertar o interesse pela pesquisa neste ramo ainda pouco explorado no que diz respeito ao desempenho extraordinário dos bancos no Brasil e aprimorar a análise e conclusões quanto aos efeitos da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa nos mercados emergentes.

A corroboração dos resultados obtidos nesta pesquisa levanta novas hipóteses sobre como avaliar o desempenho dos bancos e correlacioná-los com as novas práticas de mercado, de *disclouse*, transparência e gestão das instituições financeiras, em face a todo tipo de problema nacional, como os mais recentes relacionados com o Banco Santos, *Opportunity*, Rural, BMG e Banestado, onde suas operações ainda são fontes de mistério e pouco claras para o mercado.

Novos estudos podem ser feitos na busca da relação entre governança corporativa e desempenho das ações dos bancos, utilizando para isso um maior tempo de observação do que o usado nesta pesquisa. Além de novos testes e aplicação de novos modelos estatísticos, assumindo para tanto outras variáveis de pesquisas e análises entre diferentes tipos de indústrias, buscando responder perguntas como:

- Qual o desempenho dos bancos que adotaram as práticas de governança corporativa em comparação com os bancos que não as adotaram em termos da sua relação valor de mercado sobre valor contábil?
- Como as práticas de governança corporativa afetam os vários setores industriais da economia nacional?
- Qual o comportamento e desempenho dos bancos em países emergentes como Argentina e México, que claramente adotaram práticas diferenciadas de governança corporativa?
- Como pode ser modelado o efeito da adoção das práticas de governança corporativa em termos das mudanças ocorridas na diretoria e conselho de administração dos bancos e o valor de suas ações?

- Quais fatores diferenciam os bancos públicos e privados com relação as práticas de governança corporativa e *disclouse* no mercado?
- Qual a percepção dos investidores e do mercado financeiro com relação à adoção das práticas de governança corporativa?
- A adoção das práticas de governança corporativa tem contribuído eficazmente para a redução do custo de capital dos bancos e empresas que as adotaram?
- A adoção das práticas de governança corporativa pelos bancos no Brasil acabou por melhorar sua classificação de risco no mercado financeiro nacional e internacional, diminuindo assim seu custo para aquisição de empréstimos?
- A adoção das práticas de governança corporativa foi capaz de reduzir os custos de agência incorridos pelos bancos ou empresas que as adotaram?

Além das questões acima, deve-se questionar também a criação de novas regras que sejam eficazes na direção da busca da transparência e gestão organizacional, visando com isso sobretudo o desenvolvimento do mercado financeiro nacional e conseqüentemente o desenvolvimento econômico de nosso país. Disponibilizando, assim, ao pequeno e médio investidor nacional um novo horizonte de longo prazo em termos de rentabilidade e aplicação de seus investimentos. E para os grandes investidores a segurança necessária para que possam aplicar seus recursos em instituições sólidas e comprometidas com seus resultados e futuro.

Dentro desta discussão sobre as melhores práticas de governança corporativa, tem destaque a crise de confiança dos investidores que vem ocorrendo nos últimos anos tanto no mercado nacional como no mercado internacional de capitais, onde empresas, instituições financeiras e instituições públicas acabaram por prejudicar seus investidores ao divulgar publicamente informações contábeis incorretas e enganosas, omitindo dados relevantes aos seus investidores e ao mercado, na busca do interesse particular ou de uma minoria.

A principal consequência destas análises é verificar que novas medidas ainda precisam ser adotadas para fazer com que a eficácia das práticas de governança corporativa sejam aplicadas. Como exemplo, é possível citar o ato Sarbanes-Oxley (2002), como uma maneira de estabelecer novas práticas de auditoria com o objetivo de garantir a proteção aos investidores em empresas abertas, através do aperfeiçoamento ou melhorando a precisão e confiabilidade das informações corporativas distribuídas e

tornadas públicas pelas organizações, de acordo com as normas pré-estabelecidas pelas leis em vigor.

Foi também um dos resultados deste trabalho contrapor outros resultados de pesquisa feitas, como por exemplo, o trabalhos de Santos e Pedreira (2004), e Soares (2003) onde os resultados destes trabalhos apresentam a valorização das ações de empresas do setor de papel e celulose, após sua adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA, mostrando que a análise do tema sobre governança corporativa, pode apresentar diferentes resultados quando analisado através de diferentes ramos industriais e financeiros.

Salientando que, apesar de os resultados obtidos e apresentados neste trabalho não terem apresentado uma efetiva valorização dos bancos com a adoção das práticas de governança corporativa da BOVESPA, ainda assim, acreditamos que as boas práticas de gestão, transparência e de governança corporativa são fatores decisivos e importantes para o desenvolvimento do mercado financeiro nacional, como uma nova alternativa de poupança, desenvolvimento e crescimento tanto do setor industrial como do setor financeiro nacional.

Referências Bibliográficas

- ALLEN, F.; GALE, D. Comparing Financial Systems. 1.ed. Cambridge MA: MIT Press, cap. 1, 2000. 519 p.
- ARAÚJO, D.; ESPOSITO, A. Country Governance Study. New York: Standard & Poors, 2004. p. 1-9.
- BANCO CENTRAL. Relatório de Inflação. Brasília, v.7, n.1, mar. 2005. p. 1-154.
- BARCA, F. On Corporate Governance in Italy: Issues, Facts and Agency. Unpublished Working Paper, Bank of Italy, Rome, 1995.
- BARROS, L. A. B. C. Estrutura de capital e valor da empresa no contexto de assimetria de informações e relações de agência: um estudo empírico. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2001.
- BAUER, R.; GÜNSTER, N.; OTTEN, R. Empirical evidence on corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance. Journal of Asset Management, October 2003. p. 1-24.
- BERLE, A. Jr.; MEANS, G. The Modern Corporation and Private Property. 1.ed. New York: Macmillan Publishing Company, cap. 1, 1932. 396 p.
- BHAGAT, S.; BLACK, B. The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. Business Lawyer, v. 54, p. 921-963, 1999.
- BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Níveis diferenciados de Governança Corporativa. Versão posterior à lei 10.303 e ICVM 358. Maio, 2002a.
- BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Novo Mercado. Versão posterior à lei 10.303 e ICVM 358. Maio, 2002b.
- BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. Administração financeira: teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2001. 1113 p.
- BRIGHAM, E. F.; WESTON, J. F. Fundamentos da administração financeira. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2000. 1030 p.
- BURNS, W. C. Spurious correlation. 1996. 8p.
- CAPES. Disponível em <<http://www.capes.org.br>>. Acesso em: 18 junho 2005

- CAMPOS, C. E.; NEWELL, R. E.; WILSON G. Corporate Governance Develops in Emerging Markets. McKinsey & Company: Mckinsey on Finance, winter 2002. p. 15-19.
- CARLSSON, R. Ownership and Value Creation: Strategic Corporate Governance in the New Economy. 1.ed. New York: John Wiley & Sons, 2001. 307 p.
- CARVALHO, A. G. Efeitos da migração para os níveis de governança da BOVESPA. Seminário PUCRJ, nov. 2003.
- CHUNG, K.; PRUITT, S. A simple approximation of Tobin's Q. Financial Management, v.23, n.3, p. 70-74, Autumn, 1994.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. Avaliação de empresas: calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002. 499 p.
- DROBETZ, W.; SCHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. European Financial Management (EFM), January 2003. p. 1-36.
- ENGLISH II, P. C.; SMYTHE, T. I.; McNEIL, C. R. The CalPERS Effect Revisited. Journal of Corporate Finance 180, 2003. p. 1-18.
- FAMA, E. F.; FRENCH K. R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics, n.33, p.3-56, 1993.
- FAMÁ, R.; BARROS, L. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. Caderno de Pesquisas em Administração, v.7, n.4, outubro/dezembro, 2000.
- FAMÁ, R; GRAVA, J. W. Teoria da estrutura de capital: as discussões persistem. Caderno de Pesquisa em Administração. São Paulo: FEAUSP, v.1, n.11, 1o trim./2000.
- FINANCE YAHOO. Disponível em <<http://table.finance.yahoo.com>>. Acesso em: 07 março 2005.
- FÜERST, O.; KANG, S. H. Corporate governance, expected operating performance, and pricing. Yale School of Management, January 2000. p. 1-38.
- GITMAN, L. J. Princípios de administração financeira. 7. ed. São Paulo: Hbra, 2002. 841 p.
- GOMPERS, P. A.; ISHII J. L.; METRICK A. Corporate governance and equity prices. The Quarterly Journal of Economics, n.118, p. 107-155, 2003.

- IBGC. Disponível em <<http://ibgc.org.br>>. Acesso em: 25 fevereiro 2005.
- HOSHI, T.; KASHYAP, A.; SCHARFSTEIN, D. Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups. *Quarterly Journal of Economics*, n. 106, p. 33-60, February, 1991.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, n.4, p. 305-360, 1976.
- LABORDE, Y. H. T. Key Aspects of Corporate Governance in México. Jáuregui, Navarrete, Nader y Rojas, S.C. México DF, 2003. 14 p.
- LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, v.54, p. 471-517, 1999.
- LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Finance*, v.58, p. 3-27, 2000.
- LEAL, R.; VALADARES, S. Ownership and Control Structure of Brazilian Companies. Unpublished Working Paper. Disponível em <http://www.coppead.ufrj.br/ricardoleal/publications.html>. Acesso em: jul. 2002.
- MADDALA, G. S. Introdução à econometria. 3. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2003. 345 p.
- MARTINS, G. A. Manual para elaboração de monografias e dissertações. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 116 p.
- MCKINSEY & COMPANY, KORN / FERRY International. Panorama de Governança Corporativa no Brasil. São Paulo, 2001. 44 p.
- MERTON, R. C.; BODIE, Z. Finanças. Porto Alegre: Bookman, 1999. 436 p.
- MÔNACO, D. C. Estudo da Composição dos Conselhos de Administração e Instrumentos de Controle das Sociedades por Ações no Brasil, São Paulo, 2000. 177p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
- MORCK, R.; NAKAMURA, M. Banks and Corporate Control in Japan. *Journal of Finance*, v.54, n.1, p. 319-340, February, 1999.
- PAGANO, M., PANETTA, F.; ZINGALES, L. Why do Companies go Public? An Empirical Investigation. *Journal of Finance*, v.53, p. 27-64, February, 1998.

- PATTERSON Report. The Link Between Corporate Governance & Performance – in Collaboration with the Conference Board. Disponível em <http://www.thecorporatelibrary.com/link/>. Acesso em: jul. 2002.
- RAPPAPORT, A. Creating Shareholder Value: a Guide for Managers and Investors. 2. ed. New York: The Free Press, 1998. cap 1-3.
- ROE, M. Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance. 2. ed. Pinceton, New Jersey: Princeton University Press, cap. 1, 1994. 324 p.
- ROSS, S. A. The Economy Theory of Agency: the Principal's Problem. The American Economic Review, v. 63, issue no. 2, papers and proceedings of the 85th annual meeting on the American Economic Association, p. 134-139, 1973.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. Administração financeira. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 776 p.
- SANG, N. H. K. Tobin's Q for Canadian Firms, 1998. 68 p. Degree of Master of Science in Administration at Concordia University, Montreal, Quebec, Canada.
- SANTOS, J. O. Análise de crédito. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2003. 307 p.
- SANTOS, J. O. Avaliação de empresas: cálculo e interpretação do valor das empresas: um guia prático. São Paulo: Saraiva, 2005. 261 p.
- SANTOS, J. O.; PEDREIRA, E. B. Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose. In: 4º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo, 2004. 1 CD-ROM.
- SANVICENTE, A. Z. Interação do mercado de opções com o mercado a vista de ações. IBMEC, 1996. 17 p.
- SARBANES-OXLEY. One hundred seventh congress of the United States of America. Washington, Jan. 23rd, 2002. 66 p.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. Journal of Finance, v.52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil, 2002. 152 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- SOARES, C. R. P. O impacto da governança corporativa sobre o comportamento do preço de ações no Brasil: O caso do papel e celulose, 2000 a 2003, 2003. 97 p.

Dissertação (Mestrado em Ciência – Economia Aplicada) – Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz”, Universidade de São Paulo, Piracicaba.

SPENCE, M.; ZECKHAUSER, R. Insurance, Information and Individual Action, *American Economic Review* 61, p.380-387, 1971.

TORAIWA, P. Governança Corporativa: Condições de Financiamento e Valor Empresarial, 2003. 18 p. IV Concurso de Monografia. CVM, São Paulo.

VAN HORNE, J. C. Financial management and policy. 10. ed. New Jersey: Prentice Hall, 1995. 858 p.

WORLD BANK. Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC): Corporate Governance Country Assessment. Mexico, September 18th, 2003. 15 p.

ZINGALES, L. Corporate governance. In: NEWMAN, P. (editor). *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. New York, NY: Macmillian, 1998.