
GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DOS BANCOS NO BRASIL

Marcelo Cabus Klotzle
(IAG, PUC-Rio)

Luciana de Andrade Costa
(IAG, PUC-Rio)

Sumário 1. Introdução; 2. Referencial Teórico; 3. Metodologia; 4. Resultados; 5. Conclusão; 6. Notas;

RESUMO

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

Palavras - Chave: Governança Corporativa. Sistema Financeiro . Desempenho,.Brasil

ABSTRACT

Over twenty years ago, the concept of corporate governance appeared to minimize the loss in the firm value due to the conflict of interest inherent in the separation between ownership by shareholders and control. Governance can be classified in two sets of mechanisms: internal (Board of Directors, Ownership Structure, Executive Compensation, etc.) and external mechanisms (Mergers and Acquisitions Market, Legal/Regulatory System, etc.). The purpose of this study is to investigate the influence of internal mechanisms of corporate governance – especially the Board of Directors and the Structure of Ownership - on the performance and the firm-value of banks in Brazil. For that, the selected sample contains 19 Brazilian banks, analyzed during the period from 1998 to 2003. The results demonstrate that the influence of internal and external mechanisms on the performance variable as well as on the measures of firm value is still small. However, studies suggest that because financial system is a regulated sector it is possible to obtain results different from those predicted by the theory and that, until now, were obtained in studies of non-financial firms.

Key- words: Corporate Governance. Financial System. Performance. Brazil

1. INTRODUÇÃO

No Brasil, a introdução do conceito de governança corporativa nas empresas é um processo recente. Sua importância tornou-se crescente com as mudanças ocorridas na economia brasileira, a partir da década de noventa, com as privatizações e a entrada de empresas estrangeiras. Cabe destacar que a pouca participação dos acionistas minoritários foi um dos principais fatores que suscitou a discussão sobre governança corporativa no Brasil. Diferentemente dos Estados Unidos, onde a governança passou a ser discutida a partir do problema de agência existente entre administradores e acionistas, no Brasil, o pequeno alcance dos acionistas minoritários sobre as decisões tomadas a respeito do destino da empresa, comparativamente àquele detido pelos grandes acionistas, foi o que provocou o início das discussões sobre governança.

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

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

2. REFERENCIAL TEÓRICO

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

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

No processo em busca das melhores práticas de governança, diversos autores definem os mecanismos de governança corporativa como sendo internos e externos à firma (Shleifer ; Vishny, 1997; McConnell (2003). Internos à companhia são tipicamente o Conselho de Administração, a estrutura de propriedade da empresa e o sistema de remuneração dos altos executivos, além do comitê fiscal e o comitê de avaliação dos executivos. Já os externos podem ser caracterizados como sendo, por exemplo, o ambiente regulatório e o sistema legal.

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

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

Como o foco desse trabalho é analisar a relação entre governança corporativa e desempenho em empresas financeiras, não serão analisados os estudos que estudam essa relação em empresas não financeiras, já que para tal, já existe uma vasta literatura. Um bom artigo a ser citado é o de Leal (2004).

A seguir serão analisados os poucos estudos até agora feitos que analisam a relação entre governança corporativa e desempenho em empresas financeiras.

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

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

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

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

A questão do papel dos incentivos – aplicados para redução da assimetria de informação – sobre a governança corporativa é um tema recorrente, principalmente no que se refere à remuneração dos gestores. John e Qian (2003) analisaram a função do instrumento de remuneração dos presidentes dos bancos no alinhamento dos seus interesses com os dos acionistas. Os resultados demonstraram que menor será o incentivo por meio de remuneração por desempenho financeiro, quanto maior for: (a) o grau de alavancagem da empresa; (b) o tamanho da empresa; e (c) o grau de regulação do setor de atividade da empresa.

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

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

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

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

Com relação aos trabalhos realizados no Brasil sobre governança corporativa no setor bancário, pode-se citar o estudo de Oliveira e Silva (2004), que destaca a importância da governança corporativa para as instituições financeiras brasileiras, procurando relatar as normas e práticas que vêm sendo adotadas pelas mesmas. O objetivo do trabalho é procurar identificar o conceito de governança corporativa na legislação que rege o Sistema Financeiro Nacional. As normas analisadas referem-se ao exercício de cargos em órgãos estatutários em instituições financeiras; ao controle acionário de tais instituições; aos investidores; à auditoria independente; aos analistas de investimento nas instituições financeiras; e à regulamentação. Ao analisar tais normas, os autores concluem que elas caracterizam a adoção de mecanismos de governança corporativa por parte das instituições. O trabalho é finalizado, ressaltando-se que, apesar do aumento da tendência na adoção de tais práticas, ainda existe um longo caminho a ser percorrido, tanto no estabelecimento de novas normas, quanto no cumprimento daquelas existentes.

Já o trabalho de Marcassa (2004) consistiu em uma pesquisa da literatura internacional existente, publicada há no máximo de três anos, a respeito da influência dos mecanismos de

governança corporativa no desempenho e na forma de remuneração dos executivos das instituições financeiras. A autora verificou a existência de diversos métodos que são utilizados para avaliar a relação entre governança e desempenho. Dentre os estudos apresentados, destacam-se aqueles sobre a remuneração dos executivos, a disciplina de mercado e sobre a diferença da governança entre bancos e empresas não-financeiras.

3. METODOLOGIA

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

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

Quadro 1 – Relação de Bancos Analisados

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Quadro 2 – Variáveis Independentes do Estudo

Variável	Denominação	Mecanismo Interno de Governança Correspondente
Se os cargos de Diretor-Presidente e de Presidente do Conselho de Administração são ocupados pela mesma pessoa (variável <i>dummy</i>)	DP	Conselho de Administração
Tamanho total do Conselho de Administração (em número de membros)	TOT	
Se o Conselho possui de 5 a 9 membros (variável <i>dummy</i>)	TCA	
Se mais de 80% do Conselho é composto por administradores externos (variável <i>dummy</i>)	PECA	
Grau de Independência do Conselho*	IND	
Se o banco emite ações preferenciais (variável <i>dummy</i>)	PREF	Estrutura de Propriedade
Se o banco possui Acordo de Acionistas (variável <i>dummy</i>)	AA	
Percentual de Ações Ordinárias detido pelos integrantes do Acordo de Acionistas	PAA	
Percentual de Ações Ordinárias detido pelos acionistas controladores	PAC	
Se o acionista controlador possui menos de 70% do total das ações ordinárias (variável <i>dummy</i>)	COSET	

Quadro 2 – Variáveis Independentes do Estudo

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

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

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

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

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

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

Quadro 3 – Variáveis de Controle do Estudo

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

4. RESULTADOS

As informações que compõem o painel deste estudo podem ser descritas tal como no quadro 4. As informações se referem às 114 observações dos 19 bancos entre 1998 e 2003.

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

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

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

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

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

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

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

Quadro 4 – Estatísticas Descritivas

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

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

	<i>pref</i>	<i>Dp</i>	<i>ln_tot</i>	<i>tca</i>	<i>peca</i>	<i>ind</i>	<i>aa</i>	<i>paa</i>	<i>pac</i>	<i>Coset</i>	<i>da</i>	<i>estra</i>	<i>estat</i>	<i>L_at</i>
Pref	1.00													
Dp	0.19	1.00												
Ln_tot	0.03	0.01	1.00											
Tca	-0.29	0.15	0.20	1.00										
Peca	-0.23	-0.04	-0.33	0.16	1.00									
Ind	-0.10	-0.15	-0.38	0.08	0.80	1.00								
Aa	0.16	0.22	0.37	-0.11	-0.20	-0.36	1.00							
Paa	-0.09	0.01	-0.19	0.32	0.21	0.32	-0.56	1.00						
Pac	-0.08	0.07	-0.15	0.31	0.17	0.25	-0.49	0.98	1.00					
Coset	0.15	-0.02	0.14	-0.30	-0.23	-0.31	0.47	-0.87	-0.89	1.00				
Da	0.00	-0.05	0.33	0.30	-0.01	0.01	-0.01	0.26	0.28	-0.32	1.00			
Estra	0.12	-0.07	0.15	0.04	0.02	0.12	-0.06	0.01	0.01	-0.04	0.14	1.00		
Estat	-0.45	-0.07	0.02	0.68	0.17	0.01	-0.29	0.41	0.39	-0.40	0.20	-0.26	1.00	
L_at	0.34	-0.02	0.44	-0.10	0.07	0.09	0.11	-0.05	0.07	0.02	0.40	0.14	-0.33	1.00

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

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

Quanto à alta correlação entre as variáveis PAA e PAC, tal situação foi verificada em virtude do fato de que, para os bancos analisados, todos aqueles que participam do acordo de acionistas são controladores também, diferentemente do constatado por Silva (2003), em estudo para empresas não-financeiras. Mesmo assim, optou-se por manter ambas variáveis e não inseri-las somente nas regressões onde a variável COSET estivesse presente, devido à alta correlação que possuem. Por fim, quanto à correlação de 0.68 existente entre a variável TCA e a variável referente ao fato do banco ser estatal, considerou-se que tal valor não seria impeditivo para manter ambas variáveis, tendo em vista que a variável TCA poderia ter uma influência importante na determinação de alguma das variáveis dependentes estudadas.

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

	Variável Dependente: ROA				
Variável Independente	I	II	III	IV	V
Pref	-.0221542 (-1.25)		-.0202692 (-1.09)		-.0207463 (-1.17)
Dp	.0219231 (1.01)	.0243018 (1.22)	.0296314 (1.43)	.0282237 (1.35)	.0231954 (1.06)
Tca	.0084589 (0.49)				.0076098 (0.43)
Ln_tot		7.66e-07 (0.00)	.0029962 (0.14)	.0042338 (0.19)	
Ind			.010807 (0.44)	.0142822 (0.58)	.0076097 (0.35)
Peca	-.0036173 (-0.31)	-.0008468 (-0.07)			
Aa	-.0130816 (-0.55)	-.0134325 (-0.53)	-.0140139 (-0.53)	-.0156093 (-0.59)	-.0109636 (-0.45)

Paa			-2.52e-06	-.0000846	
			(0.00)	(-0.05)	
Pac			-.0001858	-.0001317	
			(-0.12)	(-0.08)	
Coset	.0027577	.0026952			.0039044
	(0.19)	(0.18)			(0.27)
Variável de Controle					
Da	-.3889712***	-.386978***	-.3873472***	-.3873963***	-.38588***
	(-5.96)	(-5.91)	(-5.88)	(-5.87)	(-5.88)
L_at	.0074547**	.0067123	.0071462	.0061837	.0072327
	(1.99)	(1.60)	(1.53)	(1.32)	(1.90)
Estra	-.0229656	-.0187114	-.0212866	-.0225402	-.0228017
	(-0.79)	(-0.63)	(-0.69)	(-0.73)	(-0.79)
Estat	-.0195903	-.0079211	-.0140314	-.0085225	-.0193735
	(-0.96)	(-0.44)	(-0.72)	(-0.44)	(-0.94)
Constante	.2550147***	.2447087***	.2606204***	.2545584***	.247662***
	(3.77)	(3.54)	(3.54)	(3.41)	(3.58)
Observações	114	114	114	114	114
R ²	0.336	0.313	0.331	0.313	0.334
X ²	47.34	44.92	46.47	45.19	47.30

Quadro 6 – Resultado do Modelo para a Variável Dependente ROA

Níveis de Significância: 1%***, 5%**, 10%*

Estatística z entre parênteses.

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

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

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

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

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

Conforme o Quadro 7, as especificações I, III e V incluem a variável *dummy* relativa a se o banco emite ações preferenciais. O grau de independência do Conselho de Administração encontra-se nas especificações III, IV e V, ao passo que as I e II trabalham a variável *dummy* referente ao fato de se o Conselho possui 80% de conselheiros externos.

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

Um resultado das regressões refere-se à variável *dummy* que indica se o controlador do banco possui menos de 70% do total de ações ordinárias (variável COSET). Exceto nas especificações onde incluiu-se o percentual de ações ordinárias detidas pelo controlador (variável PAC), no restante, a variável se mostrou estatisticamente significativa a 5% e a 10%. Entretanto, a relação apontada sinal dos coeficientes indica que se o controlador possui menos de 70% das ações, o que pela teoria seria benéfico para a empresa, o valor da empresa diminui em cerca de 7%. Como a grande maioria dos estudos realizados, principalmente no Brasil, não tem como escopo o setor financeiro, poderia pensar que, para este setor, o percentual ótimo de pulverização das ações ordinárias para o valor do banco seria próximo a 30%. Uma indicação disso reside no fato de que o percentual médio de ações detidas pelos controladores é de 82%.

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

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

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

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

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

Níveis de Significância: 1%(***), 5%(**), 10%(*)

Estatística z entre parênteses.

Os resultados encontrados nesse estudo mostram detalhadamente que os bancos brasileiros possuem, de uma maneira geral, tanto pontos positivos quanto negativos referentes às boas práticas de governança corporativa.

Como pontos positivos podemos citar principalmente a adequação do tamanho dos Conselhos de Administração às recomendações do IBGC e da CVM e o grande número de Conselhos de Administração com mais de 80 % de membros externos.

Os pontos negativos se referem mais propriamente à estrutura de propriedade, já que a maioria dos bancos possui uma estrutura acionária bastante concentrada e a minoria deles tem acordo de acionistas.

Os resultados desse estudo demonstram, entretanto, que a relação entre práticas de governança corporativa e o retorno e o valor de mercado dos bancos brasileiros não estão de acordo com as expectativas teóricas. Isso será analisado no próximo item.

5. CONCLUSÃO

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

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

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

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

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

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

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

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

ainda é um processo recente no país, é esperado que os resultados não sejam amplamente satisfatórios.

6. NOTAS

1. Por motivo de falta de informações mais detalhadas, foi necessária a adoção da mesma classificação utilizada pela CVM, onde um membro do Conselho de Administração é externo se pertence apenas ao Conselho e interno se pertence tanto à Diretoria da empresa quanto ao Conselho.
2. Os tipos de controle são: (i) Privada Nacional; (ii) Estrangeira; (iii) Estatal Holding; (iv) Estatal; (v) Nacional Holding; e (vi) Estrangeira Holding.
3. Um painel balanceado é a situação onde se dispõem de todas as informações tanto para as variáveis quanto para os períodos de tempo estudados.
4. Como a amostra analisada refere-se ao setor bancário, não é imprescindível que se utilize o Lucro Operacional ao invés do Lucro Líquido no numerador para o cálculo do ROA, tendo em vista que muitas das despesas (receitas) financeiras já são deduzidas (acrescentadas) anteriormente à apuração do Resultado Operacional.

REFERÊNCIAS

- Adams, R. B. & Mehran, H. Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies?. **Economic Policy Review** : Federal Reserve Bank of New York, v. 9, n.1. April, 2003.
- Adams, R. B. & Mehran, H. Board Structure and Banking Firm Performance. **EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper**, n.14, Mar, 2002. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=302593>. Acessado em 11 de janeiro de 2005.
- Anderson, C. W. & Campbell, T. L. Corporate governance of Japanese banks. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 3, p. 327-354. June, 2004.
- Arun, T.G. & Turner, J. The Corporate Governance of Banks in Developing Economies: Concepts and Issues. **Corporate Governance: An International Review**, v. 12, p. 371-377, 2004.
- Berle, A., & Gardner, C. Means. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.
- Chung, K., Pruitt, S. A Simple Approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74. Autumn, 1994.
- Crespí *et al.* Governance mechanisms of Spanish bank: Does ownership matter? **The Journal of Banking and Finance**, v. 28, n. 10, p. 2311-30. October, 2004.
- Denis, D., McConnell. J. J. International Corporate Governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 1-36. March, 2003.
- Greene, W. **Econometric Analysis**. Fourth Edition, Prentice-Hall, 2000.
- Hansmann, H., Kraakman, R. The End of History for Corporate Law. **Georgetown Law Journal**, v. 89, n. 2. Jan, 2001.
- Hermalin, B., Weisbach, M. The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. **Financial Management**, v. 21, n. 4, p. 101-112, 1991.
- Jensen, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control mechanisms. **Journal of Finance**, v. 48, p. 831-880. July, 1993.
- Jensen, M. e Meckling, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, 1976.
- John, K., Qian, Y. Incentive features in CEO compensation in the banking industry. **Economic Policy Review** – Federal Reserve Bank of New York; April, 2003.
- Leal, R. P. C. Governance Practices and Corporate Value: A Recent Literature Survey. **RAUSP**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 327-337, 2004.
- Marcassa, A. C. **Mecanismos de Governança Corporativa em Bancos**. Artigo apresentado na 10ª Semana de Contabilidade, realizada em novembro de 2004, pelo Banco Central do Brasil. Disponível em <http://www4.bcb.gov.br/?CONTABIL10>. Acessado em 20/01/2005.
- Oliveira, J., Silva, C. **A Governança Corporativa no Sistema Financeiro Nacional**. Artigo apresentado na 10ª Semana de Contabilidade, realizada em novembro de 2004, pelo Banco Central do Brasil. Disponível em <http://www4.bcb.gov.br/?CONTABIL10>. Acessado em 20/01/2005.
- Prowse, S. Corporate Control in Commercial Banks. **Journal of Financial Research**, v.20, p. 509-527, 1997.
- Pukthuanthong, K., Talmor, E., Wallace, J.S. **Corporate governance and theories of executive pay**. Corporate Ownership & Control, v. 1, n. 2. Winter, 2004.

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

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

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

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

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

Autores:

Luciana Andrade Costa:

Mestre em Administração de Empresas (IAG, PUC-Rio)
IAG, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio)
Rua Marquês de São Vicente, 225 Gávea Rio de Janeiro, RJ CEP: 22453-900
Tel: 21-21389310
Mail: klotzle@iag.puc-rio.br

Marcelo Cabus Klotzle:

Ph.D em Economia pela Universidade Católica de Eichstaett (Alemanha)
Professor de Finanças no IAG, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio)
Rua Marquês de São Vicente, 225 Gávea Rio de Janeiro, RJ CEP: 22453-900
Tel: 21-21389310
Mail: klotzle@iag.puc-rio.br