



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Departamento de Administração

CAIO RABELO DE PAULA ZANELLO

O impacto dos níveis de governança corporativa no desempenho econômico da firma: estudo sobre bancos listados na BM&FBovespa no período de 2006 até 2016.

Brasília – DF

2016

CAIO RABELO DE PAULA ZANELLO

O impacto dos níveis de governança corporativa no desempenho econômico da firma: estudo sobre bancos listados na BM&FBovespa no período de 2006 até 2016.

Monografia apresentada ao Departamento de Administração como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Doutor, Ivan Ricardo Gartner

Brasília – DF

2016

Zanello, Caio Rabelo de Paula.

O impacto dos níveis de governança corporativa no desempenho econômico da firma: estudo sobre bancos listados na BM&FBovespa no período de 2006 até 2016. – Brasília, 2016. 47 f. : il.

Monografia (bacharelado) – Universidade de Brasília, Departamento de Administração, 2016.

Orientador: Prof. Doutor Ivan Ricardo Gartner, Departamento de Administração.

1. Bancos. 2. Teoria da agência. 3. Governança Corporativa
4. BM&FBovespa.

CAIO RABELO DE PAULA ZANELLO

O impacto dos níveis de governança corporativa no desempenho econômico da firma: estudo sobre bancos listados na BM&FBovespa no período de 2006 até 2016.

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de Conclusão do Curso de Administração da Universidade de Brasília do (a) aluno (a)

Caio Rabelo de Paula Zanello

Doutor, Ivan Ricardo Gartner
Professor-Orientador

Mestre, Raphael Leon Peres Brocchi,
Professor-Examinador

Mestre, Wagner Birgnol Menke,
Professor-Examinador

Brasília, 28 de novembro de 2016

RESUMO

Esta monografia almeja investigar à luz da teoria da agência, especificamente o conflito entre o agente e o principal, a relação entre os níveis de governança corporativa definidos pela BM&FBovespa e a performance econômica dos bancos nela listados. A análise foi restrita aos bancos devido a ser um setor pouco estudado e possuir peculiaridades que o difere dos demais. O estudo teve como artigo base GOMPERS et al. (2003) com adaptações. Como indicador de performance foi adotado o Q de Tobin devido ao seu amplo uso na literatura. Devido a mais de uma maneira de obter-se o Q de Tobin foram utilizadas duas metodologias em seu cálculo para garantir a robustez dos dados. Ao todo foram analisados 17 bancos trimestralmente durante 2006 até 2016, totalizando 41 períodos de análise, respeitando a ausência de no máximo 6 observações. Através da metodologia de análise de regressão de dados em painel com efeitos aleatórios foi possível concluir, a uma significância estatística de 1%, que existe relação positiva entre os níveis superiores de governança corporativa e o valor econômico dos bancos, evidenciando benefícios ocorridos na adesão de níveis superiores de governança corporativa no mercado bancário brasileiro. Como possível explicação para tal fenômeno é possível destacar a composição do conselho e a separação dos cargos de diretor executivo e presidente, conforme evidenciado na literatura.

Palavras-chave: Bancos; Teoria da agência; Governança corporativa; BM&FBovespa

ABSTRACT

This study provides information, on the side of agency theory, focusing on the conflict between the agent and the principal, about the relationship of corporate governance agreements established by BM&FBovespa and the banks' economic performance. The analysis is restricted to banks due to a few studies been made narrowing especially to this industry. Moreover, banks have shown different peculiarities if compared with other industries. The study had as reference the article published by Gompers et. al (2003) with adaptations. Tobin's Q was considered as a performance measure because it is commonly adopted by previous corporate governance studies as a proxy of performance. Due to more than one possible way to compute Tobin's Q, two methodologies were examined to ensure the data robustness. The sample consists of 17 banks analyzed quaternary between 2006 and 2016, resulting in 41 observations per bank, following the restriction of maximum 6 observation absences. The chosen methodology to analyze data was panel data regression with variable effects. The results showed with 1% of statistics significance that there is a positive relation between corporate governance and banks performance, putting in that the adhesion of higher levels of corporate governance may offset its costs. As a possible explanation for this phenomenon, it is possible to highlight the board size and the separation of the positions of executive director and president, as evidenced in the literature.

Keywords: Banks; Agency Theory; Corporate Governance; BM&FBovespa.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Comparativo dos segmentos de listagem.....	43
Tabela 2 – Práticas gerais de governança corporativa por segmento de listagem.....	21
Tabela 3 – Práticas de governança corporativa por tamanho da firma.....	21
Tabela 4 – Bancos analisados.....	30
Tabela 5 – Expectativa sobre as variáveis dependentes e independentes.....	33
Tabela 6 - Variável dependente: $Q_{i,t}^1$	35
Tabela 7 - Variável dependente: $Q_{i,t}^2$	36
Tabela 8 - Comparativo entre os sinais esperados e efetivos.....	37

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	8
1.1	Síntese do referencial teórico.....	8
1.2	Motivação	10
1.3	Problemática.....	11
1.4	Objetivos.....	11
1.5	Hipótese.....	12
1.6	Justificativas	12
2	REFERENCIAL TEÓRICO	13
2.1	Revisão teórica clássica	13
2.1.1	Teoria do agente principal	13
2.1.2	Governança corporativa	13
2.1.3	Hipótese do mercado eficiente	16
2.1.4	Efeitos informacionais	16
2.1.5	Estudos recentes	17
2.2	Revisão teórica empírica	20
3	METODOLOGIA.....	29
3.1	Procedimentos metodológicos	29
3.2	População e amostra.....	29
3.3	Organização dos dados.....	31
3.4	Variável em estudo	31
3.5	Modelo econométrico proposto	32
3.6	Expectativas.....	33
4	ANÁLISE EMPÍRICA	34
4.1	Teste do modelo.....	34
4.2	Análise de dados em painel	34
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	37
	REFERÊNCIAS	40
	APÊNDICE	43

1. Introdução

1.1 Síntese de referencial teórico

Segundo Eisenhardt (1989) a teoria da agência evidencia os conflitos entre o principal, que delega o trabalho a outra parte, e o agente, que é responsável por executar o trabalho. Conflitos esses que são motivados por interesses e propensão ao risco divergentes entre as partes.

Eisenhardt (1989) evidencia que a teoria da agência foi desenvolvida de acordo com duas linhas de estudo, a positivista e a do agente principal Jensen (1983, *apud* EISENHARDT, 1989 p.57). A corrente positivista visa identificar as políticas ou comportamentos onde existem divergências de interesses entre o acionista e o gestor. Complementarmente, demonstra como sistemas de informação e incentivos sobre resultados resolvem o problema de agência. A corrente do agente principal é mais direcionada ao contrato entre as partes conflitantes, buscando a melhor alternativa a dado evento. É entendido que o agente e o principal escolherão o contrato mais eficiente, mesmo essa eficiência não sendo testada.

Jensen e Meckling (1976) concluem que o nível dos conflitos de agência, depende entre outras coisas, do domínio do direito legal e comum e a engenhosidade humana na elaboração de contratos. Tanto as leis quanto a sofisticação dos contratos foram estimulados através de um processo histórico onde fora buscado a minimização dos custos de agência.

De acordo com Eisenhardt (1989) existem duas contribuições da teoria da agência no pensamento organizacional, o tratamento da informação e a criação de riscos. O tratamento de informação é feito através de meios formais, com informações externas e divulgáveis da organização, e meios informais, onde informações gerenciais, únicas a organização, são tratadas. Os investimentos nesses sistemas podem controlar o oportunismo do agente. A outra contribuição tange a criação de riscos, onde existem variáveis que transcendem aspectos gerenciais e impactam o negócio da empresa. Com isso a empresa toma suas decisões em cenários incertos, entretanto essas decisões permeiam escolhas entre risco e retorno. O apetite ao risco do agente e do principal, combinados com o ramo da organização, determinaram a exposição ao risco.

O conflito de agência cuja governança corporativa é o foco, é a separação entre a gestão e propriedade. O principal ponto da governança corporativa é como assegurar que os investidores terão retorno sobre o que fora investido e como os gestores se comportarão para isso (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Segundo Terra e Lima (2006, p.37)

“... é possível sintetizar que governança corporativa no âmbito societário consiste em um processo que visa garantir o correto relacionamento entre credores, acionistas minoritários, acionistas controladores e gestores de uma empresa, maximizando, dessa forma, o seu valor e o retorno aos acionistas.”

Complementarmente, Carvalhal-da-Silva (2004, p.349) *“... a governança corporativa pode ser analisada do ponto de vista da dissociação entre propriedade e controle.”* Por fim, segundo Sonza e Kloeckner (2014, p.146) *“A premissa por trás da governança corporativa é que as pessoas que estão dentro das corporações não necessariamente agem visando o melhor para os provedores de fundos.”*

Gompers et al. (2003) definem corporações como repúblicas, onde a autoridade máxima concentra-se nos acionistas, esses que denominam os diretores que delegam as decisões aos gestores. Essa dinâmica de poder dependerá das regras específicas de governança definidas, que podem ser direcionadas a dois extremos, o da democracia, onde os acionistas possuem fortes direitos de intervenção na seleção da cúpula da empresa, e as ditatoriais, onde o direito dos acionistas são mais limitados.

De acordo com Gompers et al. (2003) é tido como verdade que leis estaduais e nacionais de governança corporativa afetam o valor da firma. Jensen e Meckling (1976) definem a firma como uma suposição legal onde há relações suportadas por contratos, que visam minimizar o conflito de objetivos inerente à organização. Os tipos de contratos feitos entre as diferentes partes dependem do tipo de organização em questão.

Em seu estudo, Gompers et al. (2003) classificaram 1500 firmas, dos anos 1990 até 1999, de acordo com suas características de governança corporativa, classificadas de acordo com um índice. O estudo concluiu que organizações tidas como democráticas possuem valores da firma significativamente maiores que empresas tidas como ditatoriais. Complementarmente, foi evidenciado que uma

estratégia de venda de empresas ditatoriais e compra de empresas democráticas traria retornos anormais 8,5% superiores por ano no período analisado.

Ammann, Oesch e Schmid (2010) concluem que melhores práticas de governança corporativa refletem positivamente nos preços de mercado das organizações. Complementarmente, os custos de implementação dessas boas práticas são menores que os seus benefícios, o que provoca fluxos de caixa mais elevados e redução do custo de capital.

Para mensurar o valor de mercado da firma Gompers et al. (2003) utilizam a metodologia Q de Tobin, essa que segundo os autores, vem sendo utilizada em estudos de governança corporativa desde os estudos de Demertz e Lehn e Morck, Shlefer e Vishny (1985,1988 *apud* GOMPERS et al., 2003, p.126-127). Os autores Chung e Pruitt (1994) aproximam o valor do Q de Tobin utilizando informações financeiras básicas e dados contábeis. Sua aproximação é capaz de explicar 96,6% da variabilidade do Q de Tobin em sua concepção teórica, tornando-a adequada para o estudo. Para verificar a relação do valor da empresa com o índice de governança corporativa será utilizado a análise de regressão de dados em painel, devido a metodologia ser capaz de comparar características de determinadas empresas em uma série temporal.

1.2 Motivação

Conforme a literatura, as empresas negociadas no mercado de capitais podem ter o seu valor maior ou menor que o balanço contábil. O mercado é um grande balizador desse preço, onde os preços das ações podem ser explicados parcialmente por ele, o que aumenta a atratividade de um estudo setorial, no caso os bancos de capital aberto. Existem outros fatores impactantes no valor das ações que não se restringem apenas ao mercado e a divulgação de relatórios financeiros. A relação de poder entre o agente e o principal é um deles. Essa relação pode impactar no valor da firma através da redução dos conflitos de agência, e por consequência, o aumento da atratividade da firma ou redução do custo de capital. Conforme será evidenciado nos estudos presentes nessa monografia, a governança corporativa varia ao redor do mundo devido a aspectos legais que delimitam as interações entre o agente e o principal. Complementarmente, boas práticas de governança são bem vistas pelo mercado, o que pode influenciar no preço da ação.

1.3 Problemática

A literatura internacional evidencia diferenças entre o valor da firma de acordo com as características de governança corporativa adotadas pelas organizações. Conforme Gompers et al. (2003) as leis estatais e nacionais de governança corporativa afetam o valor da firma. Segundo Shleifer e Vishny (1997) os sistemas de governança corporativa divergem ao redor do mundo devido as diferenças entre as obrigações legais que os gestores tem com os financiadores. Para Ball e Brown (1968) os retornos por ação das organizações estão diretamente ligados com os efeitos econômicos, o que pode explicar parcialmente o comportamento da empresa em períodos futuros. Entretanto, o preço não refletirá apenas o cenário econômico, mas sim decisões tomadas pela empresa, tais como sua forma de financiamento e políticas adotadas. Segundo Fama (1970) o mercado cuja toda informação disponível é refletida, é denominado de mercado eficiente. Na forma de mercado semiforte, os preços são balizados por toda a informação publicamente disponível. Ammann et al. (2010) concluem que melhores práticas de governança corporativa refletem positivamente nos preços de mercado das organizações.

Conforme os autores Aebi et al. (2012) apesar das vasta literatura relacionando a governança corporativa e o seu impacto na avaliação das empresas não financeiras, existem alguns pontos que instituições financeiras divergem das demais e que devem ser considerados, especialmente considerando períodos de crise da economia.

Complementarmente, apesar da gama de artigos contemplando aspectos de governança corporativa com o valor da firma, o estudo setorial financeiro, em especial de bancos brasileiros é pouco abordado. Outro ponto importante é que alguns estudos não contemplam países emergentes como o Brasil como em Ammann, Oesch e Schmid (2011).

De acordo com o argumento exposto, o presente estudo visa verificar se a adesão aos índices de governança corporativa de Nível I, Nível II e Novo Mercado definidos pela BM&FBovespa impactam no valor econômico dos Bancos nela listados.

1.4 Objetivos

Conforme o cenário brasileiro, o presente estudo pretende verificar se a adoção dos bancos aos níveis de governança corporativa, definidas pela

BM&FBovespa, tem um impacto positivo no desempenho econômico da firma. Mais especificamente, evidenciar se há alguma correlação entre as adoções dos índices de governança corporativa de nível I, nível II e novo mercado com valor econômico dos bancos listados na BM&FBovespa.

1.5 Hipótese

Segundo Ball e Brown (1968), o preço não refletirá apenas o cenário econômico, mas sim decisões tomadas pela empresa, tais como sua forma de financiamento e políticas adotadas. Melhores práticas de governança corporativa refletem positivamente nos preços de mercado das organizações (AMMANN; OESCH; SCHMID, 2011). A adoção de boas práticas de governança corporativa corroboram para a redução da assimetria informacional, refletindo assim nos preços das ações (DALMÁCIO et al., 2013). Segundo Jensen e Meckling (1976) os possíveis novos acionistas minoritários percebem que os interesses dos proprietários e gestores podem divergir dos deles, então o preço pago por ação refletirá os custos de monitoramento e a divergência de interesses. Leung e Horwitz (2010) informam que mesmo as crises não ocorrendo frequentemente, sua incidência pode causar grandes perdas nos investimentos. É importante que investidores externos e reguladores estejam cientes sobre as práticas de governança adotadas tanto em períodos de alta quanto em períodos de baixa. Para os acionistas, os aspectos valorizados de governança que são observados podem ser diferentes em cada um desses períodos. Os autores Aebi et al. (2012) argumentam que é importante atentar-se para diferenças entre empresas financeiras e não financeiras, sendo que um dos principais pontos a serem considerados é o gerenciamento de riscos. Apesar da preocupação de bancos estar focada na lucratividade, o gerenciamento de riscos mostrou ser de suma importância em períodos de crise.

Hipótese – Os níveis de governança corporativa, definidos pela BM&FBovespa, impactam significativamente no desempenho econômico dos bancos nela listados, mensurado pelo Q de Tobin.

1.6 Justificativa

O estudo visa identificar se é vantajoso para os Bancos aderirem aos níveis de governança corporativa tendo em vista os diferentes níveis de exigência e os custos incorridos na adesão. É importante verificar o setor específico devido as

peculiaridades que ele apresenta, como o gerenciamento de riscos e as fontes de receitas que podem divergir dos demais setores, impactando no valor da firma. A governança corporativa varia de acordo com a legislação de cada país, e a maioria dos estudos presentes nessa monografia examinam características específicas de governança corporativa agrupadas em um índice adotado pelos autores. Os níveis de governança corporativa definidos pela BM&FBovespa determinam características específicas que as empresas necessitam aderir no contexto brasileiro, e a simples adoção a esse nível pode ou não apresentar impacto positivo no desempenho econômico dos bancos, justificando o presente estudo.

2. Estado da arte

2.1 Revisão teórica clássica

2.1.1 Teoria do agente-principal

Segundo Jensen e Meckling (1976) é perceptível que problemas relacionados a separação de posse e controle, e a relação entre os acionistas e gerentes de uma organização, estão intimamente associados com os problemas de agência. Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato onde o principal engaja o agente a tomar decisões em prol de seus interesses. Caso ambos almejem a maximização de seus interesses, é possível que ocorra divergência de interesses, onde uma das vontades não será maximizada. O principal pode, através de contratos, limitar o comportamento do agente a fim de condicioná-lo à agir de maneira apropriada segundo seus interesses.

Para Jensen e Meckling (1976) quando a fração de propriedade do gestor que possui ações da empresa cai, ele tenderá à obter gratificações através de outros recursos corporativos, o que evidencia a necessidade de controle dos acionistas. Entretanto, essa não deve ser vista como a única fonte dos conflitos de agência. É possível que quando haja uma diminuição na fração da empresa possuída pelo gestor o seu interesse e esforço pela empresa também diminua. Com isso, o custo de se obter capital no mercado aumenta de acordo com a diminuição da fração do proprietário.

Conforme Jensen e Meckling (1976) os possíveis novos acionistas minoritários percebem que os interesses dos proprietários e gestores podem divergir dos deles, então o preço pago por ação refletirá os custos de monitoramento e a

divergência de interesses. A exemplo dos custos, Jensen e Meckling (1976) citam os custos com auditorias - o que limita possíveis ações ilícitas da gestão - e a limitação do poder de ação do gestor, o que pode impedi-lo de aproveitar algumas operações vantajosas. O gestor aceita esses custos desde que os custos marginais sejam inferiores aos seus benefícios. Jensen e Meckling (1976) definem que os custos de agência também estão relacionados com o custo de mensuração e avaliação da performance do agente, o custo de definir e aplicar um índice para compensar o agente e o bem-estar do principal, e os custos de elaboração e aplicação de regras ou políticas comportamentais. Até em casos de monopólio, os principais possuem os mesmos incentivos para minimizar os custos de agência.

Jensen e Meckling (1976) dizem que a estrutura do passivo da empresa não pode ser unicamente explicada pela irrelevância da estrutura de capital, proposta por Modigliani e Miller (1958 *apud* JENSEN e MECKLING, 1976, p.333). Afinal, mesmo em um cenário onde a ausência de benefícios fiscais e custos de falência estejam presentes, as empresas possuem capitais de terceiros em seus passivos. Complementarmente, os fluxos de caixas futuros são influenciados por variações nos incentivos fiscais e custos de falência. Com isso, os custos de agência proporcionam explicações mais consistentes para a distribuição dos fluxos de caixas futuros, que não são independentes das estruturas de poder nas organizações.

Os custos de agência relacionados à dívida são causados pelas possíveis perdas financeiras causadas pelo impacto da dívida nos investimentos da firma, custos de falência e reorganização e pelo monitoramento e seu custo (JENSEN; MECKLING, 1976)

Jensen e Meckling (1976) concluem que o nível dos conflitos de agência, dependem, entre outras coisas, do domínio do direito legal e comum e a engenhosidade humana na elaboração de contratos. Tanto as leis quanto a sofisticação dos contratos foram estimulados através de um processo histórico onde fora buscado a minimização dos custos de agência.

2.1.2 Governança corporativa

Conforme Shleifer e Vishny (1997) os mecanismos de governança corporativa são instituições econômicas e legais que ao longo do tempo, através de processos políticos, podem ser alteradas. As mudanças não devem ser restritas ao

fator político, o poder de regulação do mercado é capaz de alterar as políticas de governança corporativa, afinal, as empresas tendem a adotar melhores práticas a fim de minimizar seu custo de obtenção de capital. Outro ponto importante, que altera as políticas de governança corporativa, é a proteção e o retorno sobre o investimento requerido pelo acionista, que demandam algum tipo de segurança ao creditar seu dinheiro em uma corporação.

Segundo Shleifer e Vishny (1997) a diferença entre os sistemas de governança corporativa pelo mundo dá-se a natureza das obrigações legais do principal com o agente e como essas obrigações são legalmente interpretadas e impostas pela corte do país. Os direitos e obrigações legais não se limitam apenas aos acionistas, tendo os credores, como os bancos, direitos sobre o capital investido na empresa, que muitas vezes são superiores ao dos acionistas.

Shleifer e Vishny (1997) informam que a essência do problema de agência é encontrada na separação da gerência (agente) com as finanças (principal). Os financiadores necessitam de gerentes especializados, que trarão retorno para o seu investimento. Os gerentes precisam do dinheiro dos financiadores para executar os seus projetos. O problema da agência é evidente nesse caso devido à dificuldade do financiador de obter garantias que o seu dinheiro será usado da melhor maneira, segundo seus interesses. Conflito esse que pode ser resolvido através de contratos entre as partes, desde que esse tenha apelo legal.

Conforme Shleifer e Vishny (1997) a proteção legal dos investidores varia de acordo com o seu país de origem, sendo mais relevante em alguns países e menos em outros. Quando os contratos não são bem elaborados e, devido a disparidade de conhecimento entre o agente e o principal, é possível que o agente tome decisões em prol dos seus interesses. Para solucionar esse problema, a elaboração do contrato deve conciliar os interesses tanto do principal quanto dos agentes, construindo contratos que incentivam o benefício mútuo. Entretanto, a cautela é importante na distribuição de poder gerada pelos contratos de incentivos, a fim de limitar o poder do agente. Os autores concluem que o contrato isoladamente não é capaz de resolver integralmente os problemas de agência.

De acordo com Shleifer e Vishny (1997) a concentração acionária permite o alinhamento dos fluxos de caixa com o controle da empresa. Tanto os acionistas

minoritários quanto os majoritários possuem interesse em informações divulgadas pela organização, para que assim possam tomar suas decisões em relação a cúpula gerencial. Acionistas em conjuntos ou acionistas majoritários, além de possuírem interesse na maximização da sua riqueza, adquirem poder suficiente para terem seus interesses respeitados. O poder de governança dos acionistas majoritários dá-se através do seu poder de voto, para que esse tenha validade é necessária sua proteção legal. Na ótica dos acionistas minoritários, seu poder de voto é mais restrito, afinal, para obter representatividade significativa são necessárias alianças ou congruência de interesses entre eles, além da proteção legal sobre seu voto.

Shleifer e Vishny (1997) definem a dívida de terceiros como o dinheiro emprestado de alguém a outrem. Os direitos dos credores variam de acordo com a legislação de cada país, mas no geral são mais claros que o dos acionistas. Por exemplo, é possível que em caso de não pagamento das dívidas, o credor poderá investigar os livros contábeis da empresa ou até mesmo assumir o controle dela.

2.1.3 Hipótese do mercado eficiente (HME)

Fama (1970) define que o mercado cuja toda informação disponível é refletida, é denominado de mercado eficiente. O mercado na forma eficiente torna impossível a obtenção de retornos anormais, tendo em vista que os ativos refletem rapidamente a informação disponível.

Existem três formas de mercado eficiente, a forma fraca, onde os preços são refletidos apenas pelos dados históricos disponíveis, como os preços da ação e os retornos passados. A forma semiforte, onde os preços são balizados por toda a informação publicamente disponível. A principal questão da forma semiforte é a velocidade com que o mercado se adapta as informações publicamente disponíveis, impedindo assim ganhos extraordinários. A forma forte, onde o preço reflete todas as informações disponíveis, inclusive as que não são publicamente divulgáveis, ou seja, algumas pessoas ou grupos possuem informações monopolísticas do mercado (FAMA, 1970).

2.1.4 Efeitos informacionais

Conforme Ball e Brown (1968) o mercado de capital é imparcial e eficiente se a informação disponível tiver utilidade na formação dos preços dos ativos. Caso

isso ocorra, o mercado ajustará o preço a informação, impedindo o oportunismo de ganhos anormais.

Ball e Brown (1968) informam que historicamente os retornos das firmas estão correlacionados com o mercado. Os retornos por ação das organizações estão diretamente ligados com os efeitos econômicos, o que pode explicar parcialmente o comportamento da empresa em períodos futuros. Os efeitos informacionais do mercado podem explicar e prever, em partes, o comportamento futuro da empresa. Entretanto, o preço não refletirá apenas o cenário econômico, mas sim decisões tomadas pela empresa, tais como sua forma de financiamento e políticas adotadas.

As informações contidas nos relatórios anuais de rendimento impactam no preço das ações. A eficiência de mercado é determinada pela adequação das fontes de informação. Dentre as fontes de informações existem os informativos de rendas anuais, que evidenciam 50 por cento ou mais do efeito líquido das informações e relatórios financeiros cuja a periodicidade é menor que o ano fiscal. Entretanto, o mercado também responde a outras fontes de informação além das citadas anteriormente. Cerca de 85 a 90 por cento do efeito informacional líquido contido no relatório anual de rendimentos é capturado por outras fontes antes de sua divulgação. Esse fator explica o impacto informacional da divulgação do relatório anual de rendimentos ser em torno de 20 por cento (BALL; BROWN, 1968).

2.1.5 Estudos recentes

Os autores Terra e Lima (2006) definem governança corporativa como um mecanismo de controle organizacional onde o alinhamento de interesses é desejável. As informações contábeis representam, na maioria das vezes, a principal fonte de informação para os acionistas minoritários. O que a torna importante devido ao cenário Brasileiro, onde a proteção legal favorece a concentração de propriedade.

Dalmácio et al. (2013, p.111) definem que

"No mercado de capitais, a sinalização pode representar um elemento importante, uma vez que as empresas tendem a sinalizar para o mercado (analistas de investimento, investidores, credores, entre outros) informações que propiciem aos demandantes desses sinais uma capacidade de diferenciação, para auxiliar nas decisões de investimento sob condições (ambiente) de incerteza."

Segundo Carvalho-da-Silva (2004, p.349)

“Pesquisas recentes sugerem que maiores direitos sobre fluxo de caixa estão associados a melhor avaliação das companhias. Em contraste, a concentração de direitos de controle e a separação dos direitos de voto dos de fluxo de caixa têm efeito negativo no valor das firmas.”

A implementação de mecanismos de governança corporativa é benéfica. Apesar dos seus custos de monitoramento, o incremento dos fluxos de caixa e a redução do custo de capital beneficiam em maior intensidade a organização (AMMANN; OESCH; SCHMID, 2011).

Segundo Lemmon e Lins (2003) os *insiders* controladores dos fundos da empresa podem agir maximizando o seu lucro próprio em detrimento dos do acionista. Isso pode ocorrer através do desvio de recursos ou o ingresso em projetos não lucrativos que promoverão benefícios pessoais. Entretanto, gestores controladores também podem aceitar projetos cujo valor presente líquido é positivo, impactando nos fluxos de caixa futuros da empresa e conseqüentemente em sua riqueza. Nessa situação, os incentivos de controle dos gestores a desviar dinheiro são reduzidos.

Os retornos por ação durante a crise são menores quando há uma estrutura de poder na firma cujo gestores possuem alto controle sobre a firma porém baixo direito sobre os fluxos de caixa. Em contrapartida, os retornos são maiores quando o direito sobre o fluxo de caixa aumenta (LEMMON; LINS, 2003).

Conforme os autores Aebi, Sabato e Schmid (2012) apesar das vasta literatura relacionando a governança corporativa e o seu impacto na avaliação das empresas não financeiras, existem alguns pontos que instituições financeiras divergem das demais e que devem ser considerados, especialmente considerando períodos de crise da economia. Mesmo que a preocupação dos bancos seja obter lucro, o gerenciamento de riscos mostrou ser um fator crucial, especialmente em períodos de crise. Há alguns aspectos de governança corporativa que foram tidos como influenciadores em outros estudos, como o direito dos acionistas, independência do conselho e o poder do CEO Gompers et al., (2003 *apud* Aebi et al. 2012, p. 3225) mas que não mostram ser significantes na performance de bancos norte-americanos na crise de 2007/8.

Complementarmente, Adams e Mehran (2011) afirmam que bancos possuem diferentes estruturas de governança ao comprar-se com empresas não financeiras, evidenciando o questionamento sobre a eficiência de tais.

Em sua revisão da literatura Dietrich e Wanzenried (2011) evidenciam duas possibilidades para a relação entre o tamanho dos bancos e sua lucratividade. Segundo Smirlock (1985 *apud* DIETRICH e WANZENRIED, 2011 p. 312) o tamanho dos bancos é positivamente relacionado com a lucratividade dos bancos, o que pode ser explicado pela diversificação no portfólio de produtos e economias de escala, ambos os fatores impactam na eficiência operacional e conseqüentemente na lucratividade do banco. Por outro lado há um limite para esse benefício. Bancos extremamente grandes podem apresentar uma relação negativa entre tamanho e lucratividade. Fator que ser explicado pelos custos de agência, processos burocráticos e outros custos gerenciais de acordo com Stiroh e Rumble, Pasiouras e Kosmidou (2006,2007 *apud* DIETRICH e WANZENRIED, 2011 p. 312).

Demirgüç e Huizinga (2010) informam que o acesso ao financiamento internacional possibilitou os bancos obterem tamanhos enormes em relação a economia no qual estão inseridos, elevando o seu tamanho sistemático. Em seu estudo os autores demonstram que a razão entre o valor de mercado e o valor contábil mostrou ser positivamente relacionada com o tamanho absoluto do banco, mensurado pelo logaritmo natural do ativo total. Porém, em períodos de crise, especificamente em 2008, bancos sistematicamente grandes, com operações em países com capitalização negativa das dívidas governamentais obtiveram maiores decréscimos no valor de suas ações, o que pode ser explicado devido à possível elevação de taxas tributárias e redução de incentivos governamentais.

Demirgüç e Huizinga (2010) trazem em seu estudo uma dualidade no tamanho dos bancos, onde estes se beneficiam serem demasiadamente grandes para falir, o que reduz seus custos de financiamento, porém quando se tornam grande demais ultrapassam o ponto ótimo econômico. Os autores trazem que especialmente em países com restrições fiscais, para haja valorização nas ações de bancos sistematicamente grandes, é recomendável a redução nas alavancagens dos bancos. Em outras palavras, que ocorra a redução do seu tamanho.

De acordo com Bertay, Demirgüç-kunt e Huizinga (2013) A taxa de retorno sobre os ativos e patrimônio líquido de bancos tende a aumentar com de acordo com

o seu tamanho absoluto, como possível explicação evidencia-se o retorno em escala. Porém, essas taxas tendem a diminuir de acordo com o tamanho sistêmico, ou seja, o tamanho do banco em relação a economia no qual está inserido. Isso pode ser explicado pelo esgotamento de negócios rentáveis no mercado local ou aumento dos custos de financiamentos ocasionados pela incerteza da capacidade do governo dar suporte a sua operação.

2.2 Revisão teórico-empírica

A BM&FBovespa introduziu três segmentos de mercado nos anos 2000. As companhias podem aderir a tais de maneira voluntária. Os três níveis são denominados de Nível I, Nível II e Novo Mercado¹. Em seu estudo Leal, Carvalhal e Iervolino (2015) analisam a evolução da governança corporativa no Brasil, no período de 2004 até 2013, utilizando um índice de governança corporativa (IGC), composto por 20 questões cobrindo quatro dimensões: Divulgação, funcionamento e composição do conselho, ética e conflito de interesses e direito dos acionistas. O IGC foi mensurado em uma escala de 0 a 10. A pesquisa demonstrou um aumento significativo entre 2004 e 2013 (O índice em 2004 foi de 3,8 e em 2013 5,8). Entretanto, o índice ainda é baixo, especialmente por que práticas simples de governança podem ser adotadas à fim de melhorá-lo. A exemplo disso, os itens ética e conflitos de interesses devem ser melhorados, tendo em vista sua pontuação.

A tabela 2 evidencia o índice por segmento de mercado, mostrando que a menor pontuação foi obtida pelo quesito ética e conflito de interesses. O IGC foi mais elevado nas empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa.

¹ Consultar a tabela 1 – Comparativo dos Segmentos de Listagem

Tabela 2 – Práticas gerais de governança corporativa por segmento de listagem.

Índices e subíndices	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional	Bovespa Mais	Total
Índice de gov. corporativa	7.7	6.4	5.8	4.2	6.1	5.8
Divulgação	8.4	8.5	8.3	4.6	4.7	6.6
Func. e comp. do conselho	8.3	8.0	7.5	4.4	7.3	6.4
Ética e conflito de interesses	5.4	1.1	1.2	2.3	5.0	3.3
Direito dos acionistas	8.3	6.6	4.9	4.9	7.3	6.3
% de firmas	38%	6%	46%	46%	1%	100%

Fonte: Adaptado de Leal (et al., 2015, p.145)

Outro ponto importante é que o IGC varia de acordo com o tamanho da firma, quanto maior o tamanho melhor são as práticas de governança.

Tabela 3 - Práticas de governança corporativa por tamanho da firma.

Receita anual (R\$)	IGC	% de firmas
> 250 milhões	4.0	23%
250 até 500 milhões	5.7	9%
500 milhões até 1 bilhão	6.0	24%
1 bilhão até 5 bilhões	6.7	28%
5 bilhões até 10 bilhões	7.0	9%
> 10 bilhões	6.8	7%

Fonte: Adaptado de Leal (et al., 2015, p.146)

Em seu estudo Terra e Lima (2006) verificam se a adoção de práticas sinalizadoras de governança corporativa diferenciadas impactam nos preços das ações. As práticas sinalizadoras estudadas foram pontualidade, tamanho, nível de governança corporativa, natureza do controle de capital, emissão de *American Depository Receipts* e pontualidade na entrega de informações contábeis a CVM. A metodologia empírica utilizada foi o estudo de eventos, a fim de mensurar os retornos anormais a dados os sinalizadores. Dentre os sinalizadores, os que representaram impacto significativo no preço das ações foram a natureza do controle de capital e a pontualidade. No sinalizador natureza do controle, as empresas privadas apresentaram retornos superiores as estatais. Complementarmente, no sinalizador pontualidade, empresas mais pontuais representaram retornos superiores as que não são. Os demais sinalizadores não apresentaram retornos anormais significativos.

Entretanto, segundo os autores, no sinalizador nível de governança corporativa da BOVESPA, devido ao horizonte temporal (1995-2002) de análise e tamanho de observações da sub amostra (105), deve ser estudado em períodos futuros onde haja uma maior consolidação dos índices de governança corporativa, a fim de não enviesar os dados.

Em seu estudo Sonza e Kloeckner (2014) verificaram a influência de alguns aspectos de governança corporativa presente nas firmas brasileiras e o seu impacto na eficiência da organização. Foi feita uma análise exploratória-descritiva baseada em métodos quantitativos, onde foram calculados a eficiência relativa de cada empresa através da metodologia *Data Envelopment Analysis* (DEA). Para mensurar os a influência da governança corporativa na eficiência foi utilizado o modelo de dados em painel não-balanceado por Método dos Momentos Generalizado (GMM).

Dentre as conclusões de Sonza e Kloeckner (2014) é possível evidenciar que: O nível de remuneração dos executivos impacta na eficiência organizacional; O executivo possuir ações ou opções da empresa impactam em sua performance e conseqüentemente na da organização; O *turnover*, mudança da presidência da empresa, impacta negativamente a sua eficiência; A idade dos executivos influencia positivamente a eficiência, devido ao tempo de casa do indivíduo é possível que ele crie vínculos, estabilidade e maiores incentivos; O fato do executivo fazer parte do conselho administrativo impacta negativamente na eficiência organizacional; O quantitativo de conselheiros independentes demonstrou estar positivamente correlacionado com a eficiência organizacional, entretanto, o número de conselheiros próprios impacta negativamente na eficiência organizacional.

Em seu estudo Dalmácio et al. (2013) verificaram se a adoção das empresas a níveis diferenciados de governança corporativa impacta na acurácia feita pelos analistas. O estudo foi feito a luz da teoria da sinalização, que indica que a assimetria informacional pode ser reduzida através de informações corretas. A qualidade das informações impactam os prognósticos feitos pelos analistas, dificultando ou facilitando suas previsões. O modelo utilizado no estudo foi a abordagem de efeitos fixos para o modelo de regressão com uso de dados em painel. O estudo conclui que os analistas, ao analisarem as companhias que aderiram ao Nível II ou Novo Mercado, tiveram o nível de incerteza reduzido, ou seja, houve um incremento na acurácia. A amostra consistiu na observação de 105 empresas listadas

na Bolsa de São Paulo no período de 2000 até 2008, totalizando 2352 observações, sendo utilizadas como proxy de práticas diferenciadas de governança, os índices de governança corporativa definidos da BM&Fbovespa (Nível I, Nível II e Novo Mercado).

Quanto maior a exigência da BM&Fbovespa para a adesão de níveis diferenciados de Governança corporativa, maior o impacto na acurácia das previsões dos analistas. Complementarmente, a adoção de boas práticas de governança corporativa corroboram para a redução da assimetria informacional, refletindo assim nos preços das ações (DALMÁCIO et al., 2013).

Em seu estudo Ammann et al. (2010) investigaram a relação entre o nível de governança corporativa e o valor da firma. Sua amostra foi composta 22 firmas espalhadas por 22 países desenvolvidos, no período de 2003 até 2007. Entretanto, países emergentes como o Brasil não foram considerados. Foi utilizado o Q de Tobin para mensuração da performance, posteriormente foi feita uma análise de regressão do Q de Tobin de acordo com três índices de governança estabelecidos. Na análise de regressão, além do Q de Tobin, foram inclusas as seguintes variáveis de controle: o cálculo do tamanho da firma, feito através do logaritmo natural dos ativos; Crescimento passado de vendas no período de dois ano; a proporção de despesas de capital para ativos; a proporção dos gastos com pesquisa e desenvolvimento de vendas; a proporção de caixa para ativos totais; a proporção de para as vendas; a proporção da dívida total de ativos totais; e o percentual de ações de capital fechado.

Os resultados obtidos por Ammann et al. (2010) evidenciaram relação positiva entre o nível de governança corporativa, a avaliação da firma, comportamento social e valor da firma. Complementarmente, melhores práticas de governança corporativa refletem estatisticamente e economicamente em maiores valores de mercado.

Os estudos de Gompers et al. (2003) classificaram 1500 firmas, dos anos 1990 até 1999, de acordo com suas características de governança corporativa, classificadas de acordo com um índice. O índice, composto por 24 provisões distintas de governança corporativa, dividiu as empresas nas quais as características eram democráticas (acionistas com direitos fortes) e as empresas nas quais eram ditatoriais (acionistas com direitos fracos).

Gompers et al. (2003) concluem que empresas cujo o direito dos acionistas é fraco, as ditatoriais, foram menos lucrativas e tiveram menos crescimentos em suas vendas do que as demais empresas. Quanto mais ditatorial fora a empresa, menor o seu Q de Tobin, em outras palavras, menor o valor percebido pelo mercado. Complementarmente, foi evidenciado que uma estratégia de venda de empresas ditatoriais e compra de empresas democráticas traria retornos anormais 8,5% superiores por ano no período analisado.

Em seu estudo Lemmon e Lins (2003) verificam o efeito que a estrutura de propriedade tem no valor para o acionista durante a crise financeira do leste asiático, iniciada em 1997. Em firmas nas quais os gestores possuem alto direito de controle porém o controle não é associado com maiores direitos dos fluxos de caixa possuem retornos menores do que as demais. Mais precisamente, pode-se concluir que firmas nas quais o controle e o direito sobre os fluxos de caixa são separados através de uma estrutura piramidal apresentaram retornos acionários 12 por cento inferiores das demais. Nas empresas que apresentam a estrutura piramidal e o gestor possui alto nível de controle, os retornos por ação foram 20 por cento inferiores. Os autores concluem ainda que a estrutura de poder na empresa corrobora na expropriação dos acionistas minoritários durante períodos onde existem baixas oportunidades de investimento.

Leung e Horwitz (2010) examinaram 463 firmas em Hong Kong durante a crise financeira da Ásia no período de 1997 até 1998 e concluíram que empresas cujos executivos do conselho possuem alta concentração acionária preservaram melhor o preço da ação para os investidores. Outra conclusão importante é que empresas nas quais há uma maior participação no capital de conselheiros não executivos sofreram menor declínio em períodos de crise. Entretanto, a proporção de executivos não corporativos não teve impacto significativo na performance da firma. Por fim, as empresas que tem uma pessoa ocupando a posição de CEO e essa mesma pessoa é o presidente do conselho, obtiveram preços de ações menores durante a crise.

Segundo Malacrida e Yamamoto (2006) diferentes níveis de evidenciação de informações contábeis obrigatórias e não obrigatórias influenciam na volatilidade dos retornos das ações. As empresas com maiores níveis de informação, em especial as complementares, apresentam volatilidade média inferior as que possuem um

menor nível de informação. Com isso, o risco de empresas mais transparentes é inferior as demais.

Carvalho-da-Silva (2004) analisa os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, na estrutura de capital e na política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras. Sua amostra foi composta por 225 companhias listadas na Bovespa no ano 2000, as quais foram divididas de acordo com a identificação dos proprietários (acionistas majoritários e não majoritários). Para mensurar o valor de mercado foi utilizado o Q de Tobin, um bom indicador que representa a razão entre o valor de mercado dos ativos e os seus custos de reposição. A estrutura de capital foi mensurada através da razão entre o passivo financeiro exigível e o ativo total (alavancagem financeira). Por fim, o *payout* foi calculado através do percentual do lucro líquido distribuído como forma de dividendos. A primeira análise foi a análise paramétrica de comparação de médias, e posteriormente foi feita a análise estatística de regressão linear múltipla.

O autor Carvalho-da-Silva (2004) conclui que as empresas sem acionista controlador apresentaram o Q de Tobin mais elevado, $Q = 1,19$, se comparado com as que não possuem $Q = 1,07$. Complementarmente, as empresas controladas pelo governo são mais desvalorizadas $Q = 0,76$ se comparado com as controladas por famílias $Q = 1,09$, estrangeiros $Q = 1,1$ e investidores institucionais $Q = 1,16$. No que se refere a análise de alavancagem, as empresas governamentais tendem a ser menos alavancadas se comparadas com as demais, entretanto, as empresas governamentais tendem a ter melhores payouts do que as demais. As análises estatísticas confirmam que a concentração do direito aos votos nas mãos do acionista controlador está relacionada com o menor valor da empresa, quanto maior a concentração dos direitos do fluxo de caixa nas mãos do controlador maior o valor da empresa e quanto maior a razão entre a concentração dos direitos aos votos e direitos dos fluxos de caixa, menor o valor da empresa.

Em seu estudo, Silveira, Barros e Famá (2003) verificaram, estatisticamente, se houve relação significativa entre a governança corporativa e o valor companhias de capital aberto no Brasil. Para isso foram testadas três variáveis de governança (presença de pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do Conselho de administração, o número de membros do Conselho de administração e o grau de independência do conselho de administração)

contra variáveis de valor , mais especificamente o Q de Tobin e variáveis de controle (setor de atuação, índice de liquidez da ação, tamanho da empresa, estrutura de financiamentos e variáveis de desempenho). Complementarmente, foi verificado se o fato da empresa seguir as recomendações definidas pela CVM e pelo IBGC favorecem o seu valor de mercado.

Os autores Silveira et al. (2003) concluem que em média empresas que possuem pessoas distintas ocupando o cargo de diretor executivo e presidente do conselho obtiveram maior valor de mercado, confirmando a veracidade das recomendações definidas pela CVM e IBGC sobre a separação dos cargos de diretor executivo e presidente. O número de pessoas que compõe o conselho também impactou no valor da firma, sendo que o número ótimo entre cinco a seis membros, novamente confirmando as recomendações definidas pela CVM e IBGC. Por fim, a maior proporção de membros externos no conselho corroborou para o maior Q de Tobin.

Os autores Aebi et al. (2012) argumentam que é importante atentar-se para diferenças entre empresas financeiras e não financeiras, sendo que um dos principais pontos a serem considerados é o gerenciamento de riscos. Apesar da preocupação de bancos estar focada na lucratividade, o gerenciamento de riscos mostrou ser de suma importância em períodos de crise.

Aebi et al. (2012) analisam alguns pontos de governança corporativa relacionados ao risco corporativo com o retorno das ações e o *return on equity* (ROE) durante a crise de 2007/8. Em sua análise foram considerados 573 bancos listados na plataforma COMPUSAT *Bank North America*. Foram analisadas variáveis de governança corporativa e performance. Posteriormente, para testes estatísticos, foi feita a análise de regressão.

Aebi et al. (2012) demonstraram que bancos cujo *chief risk officer* (CRO) reporta-se diretamente ao conselho administrativo obtiveram performances superiores aos quais se reportam diretamente ao CEO. Segundo os autores, isso pode ser explicado luz da teoria da agencia, onde podem haver conflitos de interesses entre o CRO e CEO durante períodos de crise, comprovando que a estrutura de governança corporativa onde todos os membros do conselho reportam-se diretamente ao CEO não é a mais adequada para bancos. Não foram encontradas relações significativas

entre a performance de bancos e indicadores de governança corporativa comumente utilizados em outros segmentos de mercados, tais como o direito dos acionistas, independência do conselho e o poder do CEO Gompers et al., (2003 *apud* Aebi et al. 2012, p. 3225), resultados consistentes com os autores Beltratti e Stulz; Fahlenbrach e Stulz (forthcoming, 2011 *apud* AEBI et al. ,2012, p. 3224).

Em seu estudo Peni e Vähämaa (2012) examinam se há alguma relação entre a governança corporativa de bancos com o aumento da lucratividade e a melhoria da performance no mercado acionário durante o período, em meio a crises financeiras, mais especificamente a crise de 2008. Em sua análise utilizaram informações sobre 62 grandes bancos de capital aberto negociado nos Estados Unidos. Foi aplicado o índice *Gov-Score* criado por Brown e Caylor (2006, 2009 *apud* PENI e VÄHÄMAA,2012, p.22), para mensurar atributos de governança corporativa e para analisar o seu impacto na performance dos bancos. Como indicadores de avaliação de mercado e performance e foram utilizados o Q de Tobin e o ROA respectivamente. Posteriormente foram feitas análises estatísticas descritivas e análise de regressão de dados em painel.

Peni e Vähämaa (2012) indicam que: Bancos maiores tendem a ter melhores práticas de governança corporativa; Bancos com melhores práticas de governança corporativa geralmente possuem menor volatilidade em suas ações; A lucratividade do banco tende a diminuir com o aumento da alavancagem.

Peni e Vähämaa (2012) concluem que que melhores práticas de governança corporativa levam os bancos a terem maiores lucros durante períodos de crise. Entretanto, o valor de mercado é negativamente impactado por fortes práticas de governança, levando a conclusão que melhores práticas de governança não necessariamente criam valor para o acionista durante o período de crise. Por fim, os bancos com melhores práticas de governança corporativa demonstraram maiores retornos por ação após a crise.

Conforme estudos anteriores em governança, Adams e Mehran (2011) utilizam o Q de Tobin como indicador de mensuração de performance. O estudo examina a relação entre a composição do conselho, tamanho e a performance de 35 bancos no período de 1964 até 1999, ou seja, durante um período de 34 anos.

Aebi et al. (2012) mostram que a proporção de *independent outsiders* - diretores que não ligações financeiras, familiares ou laços com a administração - não possui relação com a performance do banco. Entretanto, o tamanho do conselho é na média positivamente relacionado com o Q de Tobin. Conforme os autores, o resultado é consistente com a ideia de que o aumento no tamanho do conselho adiciona valor aos bancos devido ao crescimento de sua complexidade com o passar dos anos.

Aebi et al. (2012) também demonstram que a medida que a complexidade aumenta, há um aumento na performance organizacional quando os bancos possuem um número maior de diretores em conselhos subsidiários. Mesmo os autores não identificando o efeito causal do tamanho do conselho na performance, é evidenciado a vantagem de conselhos maiores compensam os seus custos.

Ao estudar 244 bancos espalhados por 44 países Caprio, Laeven e Levine (2007) investigam as relações entre proteção legal dos acionistas, estrutura de controle e avaliação de bancos. Os resultados obtidos revelam que países nos quais os direitos dos acionistas é baixo possuem bancos com menores valores de mercado, mensurados pelo Q de Tobin, se comparados com países onde há níveis mais elevados de direitos dos acionistas da empresa. Em outras palavras, há um interesse menor de pagar valores elevados em países cujo os direitos dos acionistas é fraco. Países que definem menos restrições na atividade bancária tendem a possuir bancos com maiores valores de mercado se comparado com aqueles que possuem uma rigidez regulatória superior. Quando um acionista controlador possui elevados direitos sobre os fluxos de caixa, há um aumento na avaliação dos bancos. Complementarmente, quando os acionistas possuem maiores direitos sobre os fluxos de caixa há uma mitigação do efeito negativo da baixa proteção legal dos acionistas em países cujo aspectos legislatórios não são tão rígidos.

Os autores Dietrich e Wanzenried (2011) examinam os determinantes de lucratividade de 372 bancos comerciais da Suíça entre 1999 e 2006. Os autores concluem que quanto mais eficiente operacionalmente, maior será a lucratividade dos bancos. Houve também a mensuração do tamanho dos bancos com sua lucratividade, para isso os bancos foram divididos em três subcategorias, os pequenos, médios e grandes. Os bancos maiores e menores obtiveram lucratividades superiores aos médios em períodos anteriores à crise compreendida entre 2007 e 2009. Isso pode ser explicado pela capacidade dos bancos grandes obterem maiores diversificações

e beneficiarem-se de economias de escala. Entretanto, três anos após a crise financeira, os bancos maiores foram menos lucrativos que os demais. As principais razões para esta relação negativa entre tamanho e rentabilidade que bancos maiores na Suíça obtiveram relativamente maiores provisões de perdas durante a crise e que bancos obtiveram margens líquidas de juros significativamente menores em tempos de turbulência ao comparar-se com bancos menores.

Os em sua hipótese inicial, Dietrich e Wanzenried (2011) esperam um aumento na lucratividade dos bancos em relação a sua idade devido a boa reputação causada pela mesma. Em contraste com a hipótese inicial, onde a idade impactaria positivamente na lucratividade do banco, obteve-se uma correlação negativa. Ou seja, bancos mais novos apresentaram ser mais lucrativos que os mais velhos. Como possíveis explicações foram evidenciadas a melhor infraestrutura de TI e a capacidade de busca maior por novas oportunidades de lucro se comparados com bancos maiores.

3. Metodologia

3.1 Procedimentos metodológicos

Para a executar o objetivo proposto por este estudo, de verificar se a adesão aos níveis de governança corporativa propostos pela BM&FBovespa² possui relação com um aumento do valor econômico de bancos. Para tal fim serão adotados os procedimentos metodológicos utilizado por (GOMPERS et al., 2003).

3.2 População e Amostra

Conforme a carta circular 3.713, de 2015, do BACEN, existem 132 instituições bancárias no Brasil, quantitativo que compõe o recorte amostral. Para o presente estudo serão evidenciados apenas os intermediários financeiros, mais especificamente bancos comerciais e múltiplos que possuem capital aberto e possuem ações listadas na BM&FBovespa, no período de 2006 até 2016. De acordo com a BM&FBovespa, existem 28 bancos atualmente negociados, entretanto, devido a disponibilidade de dados, serão considerados apenas 17, o que corresponderá a amostra da pesquisa.

² Vide apêndice

A periodicidade de análise dos dados será trimestral, proporcionando 41 períodos analisados por banco e um total de 672 observações. Foram selecionados bancos que possuíssem não mais de 6 informações ausentes no recorte temporal. Também foram excluídos bancos que não obtiveram cotações de suas ações por mais de 6 períodos. As informações citadas estão sintetizadas na tabela 4.

Tabela 4 – Bancos analisados e critérios de exclusão

N	Razão Social
1	ALFA HOLDINGS S.A.
2	BANESTES S.A. - BCO EST ESPIRITO SANTO
3	BCO ABC BRSIL S.A.
4	BCO ALFA DE INVESTIMENTO S.A. *
5	BCO AMAZONIA S.A.
6	BCO BRADESCO S.A.
7	BCO BRASIL S.A.
8	BCO BTG PACTUAL S.A. *
9	BCO DAYCOVAL S.A.
10	BCO ESTADO DE SERGIPE S.A. - BANESE *
11	BCO ESTADO DO PARA S.A. **
12	BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.
13	BCO INDUSVAL S.A.
14	BCO MERCANTIL DE INVESTIMENTOS S.A.
15	BCO MERCANTIL DO BRASIL S.A.
16	BCO NORDESTE DO BRASIL S.A.
17	BCO PAN S.A. **
18	BCO PATAGONIA S.A. *
19	BCO PINE S.A. **
20	BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.
21	BCO SANTANDER S.A. ***
22	BCO SOFISA S.A.
23	BRB BCO DE BRASILIA S.A. *
24	CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRACAO S.A. *
25	ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.
26	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.
27	PARANA BCO S.A. **
28	BICBANCO

*Critérios adotados: *Ausência de informações por mais de 6 períodos; ** Ausência de cotações por mais de 6 períodos; *** American Depositary Receipts;*

Fonte: elaborado pelo autor com dados da BM&FBovespa.

3.3 Organização dos dados

Os dados advindos dos 17 bancos foram organizados pelo empilhamento de suas séries temporais, trimestralmente, resultando em um painel desbalanceado com 672 linhas de observações, respeitando o critério da ausência de no máximo 6 observações por banco.

Os níveis de governança corporativa podem variar ao longo do tempo, caso haja migração de um nível para outro. A fim de verificar esse fator e se, ao longo do período analisado, houve alguma incorporação de bancos ou exclusão da listagem, a BM&FBovespa foi contatada e forneceu as informações necessárias.

A coleta de dados foi feita em dois estágios. No primeiro as informações contábeis foram obtidas através do software Economatica, assim como a cotação das ações (valor de fechamento das ações ajustado a proventos e dividendos, caso não houvesse negociação no dia foi adotado a última cotação registrada) na data de fechamento do balanço trimestral. No segundo foi feita uma busca no *Yahoo finance*³ por dados referentes a idade dos bancos analisados.

3.4 Variáveis em estudo

No estudo de Gompers et al. (2003), o qual é o artigo de referência básica de minha monografia, o modelo de regressão utilizado foi

$$Q'_{i,t} = a_{i,t} + b_t X_{i,t} + c_t W_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

Onde $Q'_{i,t}$ é p Q de Tobin ajustado ao setor (Q da firma menos a mediana do Q do setor), $X_{i,t}$ é o vetor das variáveis de governança (o estudo teve como base um índice) e $W_{i,t}$ são as características da firma (log do valor dos ativos totais e da idade da firma). Segundo Gompers et al. (2003), o Q de Tobin é obtido através da razão entre o valor de mercado dos ativos e o valor contábil.

Para os fins desta monografia e robustez dos dados, o Q de Tobin será calculado através de duas metodologias. A primeira será o modelo proposto por de Chung e Pruitt (1994) onde o Q de Tobin é capaz de explicar 96,6% da fórmula tida

³ <https://finance.yahoo.com/>

como mais correta em aspectos teóricos, proposta por Linderberg e Ross⁴. De acordo com os autores, Q de Tobin é obtido através da seguinte fórmula

$$Q_{i,t}^1 = \frac{MVE + PS + DEBT}{TA} \quad (2)$$

Onde, MVE representa o valor das ações ordinárias multiplicada pela quantidade de ações ordinárias em circulação, PS representa o valor das ações ordinárias multiplicada pela quantidade de ações preferenciais e DEBT é obtido através do passivo circulante líquido do ativo circulante acrescidos do exigível a longo prazo.

$$DEBT = \textit{Passivo circulante} - \textit{Ativo circulante} + \textit{Exigível a longo prazo} \quad (3)$$

A segunda será feita através da metodologia utilizada nos estudos sobre instituições financeiras onde o Q de Tobin é definido pela relação entre o valor de mercado da firma e o seu ativo total (ADAMS; MEHRAN, 2011).

$$Q_{i,t}^2 = \frac{MVE + TA - BVE}{TA} \quad (4)$$

Onde, MVE representa o valor de Mercado da companhia, obtido através do valor das ações em circulação multiplicado por sua respectiva quantidade, TA representa o ativo total e BVE é o valor contábil do patrimônio líquido.

3.5 Modelo econométrico proposto

Partindo do pressuposto definido por Shleifer e Vishny (1997) onde a diferença entre os sistemas de governança corporativa pelo mundo é dada através das obrigações legais entre o agente e o principal assim como a proteção legal conferida a eles, o modelo proposto é uma adaptação da metodologia utilizada por Gompers et al. (2003) aos níveis de governança corporativa definidos pela

⁴ LINDENBERG, E. B.; ROSS, S. A. Tobin's q Ratio and Industrial Organization. **The Journal of Business**, v. 54, n. 1, p. 1–32, 1981.

BM&FBovespa nos mercados de capitais do setor bancário. O modelo econométrico utilizado nesta monografia será descrito a seguir

$$Q'_{i,t} = \alpha + \beta_1 G_{i,t} + \beta_2 I_{i,t} + \beta_3 T_{i,t} + u_{i,t} \quad (5)$$

Onde, $Q'_{i,t}$ é o Q de Tobin ajustado ao setor bancário (Q da firma menos a mediana do Q do setor) do banco i no tempo t .

$$G_{i,t} \begin{cases} 1- \text{Mercado tradicional} \\ 2- \text{Nível de governança I} \\ 3- \text{Nível de governança II} \\ 4- \text{Novo Mercado} \end{cases} \quad (6)$$

$$I_{i,t} = LN(\text{Idade}) \quad (7)$$

$$T_{i,t} = LN(\text{Ativo total}) \quad (8)$$

3.6 Expectativas

A seguir serão discutidas as expectativas de resultados com base na literatura.

Tabela 5 – Expectativa sobre as variáveis dependentes e independentes

	$Q'_{i,t}$	$Q^{2'}_{i,t}$
$G_{i,t}$	+	+
$I_{i,t}$	-	-
$T_{i,t}$	+-	+-

Fonte: A literatura

Em relação a variável dependente $Q_{i,t}$ espera-se que haja um aumento em relação ao aumento de $G_{i,t}$ conforme os estudos de (ADAMS; MEHRAN, 2011; AMMANN; OESCH; SCHMID, 2011; CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; DALMÁCIO et al., 2013; GOMPERS et al., 2003; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003; TERRA; LIMA, 2006) onde a governança corporativa impacta no valor da firma.

Gompers et al. (2003) indicam que há correlação positiva entre o tamanho da firma e a governança corporativa. De acordo com a literatura, existem indícios que

apontam uma possível uma diminuição do desempenho econômico dos bancos com o aumento do seu tamanho. Peni e Vähämaa (2012) discutem que o aumento do tamanho dos bancos, no período da crise de 2009, impactou negativamente no valor de mercado do banco. Dietrich e Wanzenried (2011) levantam a depender do período analisado, seja ele antes da crise, durante ou após, a relação entre o tamanho dos bancos e lucratividade possui sinais diferentes. Demirgüç e Huizinga (2010) evidenciam que há uma relação positiva entre o valor de mercado e o tamanho dos bancos. Entretanto, também mostram que bancos muito grandes em períodos de crise apresentam uma relação inversa. Os autores Bertay, Demirgüç-kunt e Huizinga (2013) seguem a mesma linha, entretanto mensurando o retorno sobre o patrimônio líquido.

Tendo em vista que o período de análise, situação econômica e o tamanho relativo do banco possuem grande influência na relação entre tamanho e desempenho econômico, é possível predizer que há influência entre as variáveis mas não é possível fazer inferências sobre o sinal variável independente T_{it} .

Em relação a variável dependente $Q_{i,t}$, de acordo com a literatura, existem indícios que apontam sua diminuição com o aumento da variável independente $I_{i,t}$. Dietrich e Wanzenried (2011) evidenciam que bancos mais novos apresentaram ser mais lucrativos que os mais velhos devido a melhores infraestruturas de TI e capacidade maior de buscar novas oportunidades de lucro se comparado com bancos maiores.

4. Análise empírica

4.1 Teste do modelo

Em seu estudo Gompers et al. (2003) utilizam *cross sections* anuais com significância estatística a cada ano (erros padrões em um recorte transversal) e através de todos os anos (erro padrão da média coeficiente). Eles descartam a utilização da análise de regressão de dados em painel com efeitos fixos devido ao índice de governança adotado poder variar ao longo do tempo.

Para determinar o modelo de painel adequado foi executado o teste de Hausman⁵, obtendo um p-valor de 0,103964 para Q_1 e 0,0547739 para Q_2 , refutando a hipótese de efeitos fixos, conforme os resultados obtidos por Gompers et al. (2003) e justificando a aplicabilidade do modelo de efeitos aleatórios.⁶

4.2 Análise de dados em painel

O presente estudo utilizou a análise de regressão de dados em painel utilizando o modelo de efeitos fixos, com 672 observações, 17 cortes transversais e o comprimento da série temporal variando entre 35 e 41 observações, respeitando a ausência máxima de 6 observações.

Tabela 6 - Variável dependente: $Q_{i,t}^{1'}$

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	Z	p-valor
Const	4,25516	1,71558	2,4803	0,0131**
G	0,324539	0,0739459	4,3889	<0,0001***
I	-0,236449	0,440804	-0,5364	0,5917
T	-0,207575	0,0531377	-3,9064	<0,0001***

Significância: *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Fonte: Elaborado segundo os dados da pesquisa.

Como se pode verificar na tabela 6, houve a presença de um coeficiente positivo com significância estatística a 1% para a variável independente G em relação a variável dependente $Q_{i,t}^{1'}$, aceitando a hipótese do presente estudo, onde os níveis de governança corporativa interferem positivamente no valor econômico dos bancos listados na BM&FBovespa. A variável independente T apresentou coeficiente negativo a uma significância estatística de 1% em relação a variável dependente. Com isso é possível inferir que quanto maior o banco menor será sua performance econômica. Não houve significância estatística para variável independente I.

⁵ HAUSMAN, J. A. Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, v. 46, n. 6, p. 1251–1271, 1978.

⁶ Vide apêndice

Tabela 7 - Variável dependente: $Q'_{i,t}$

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	Z	p-valor
Const	4,33956	1,67869	2,5851	0,0097***
G	0,404623	0,0744215	5,4369	<0,0001***
I	-0,512795	0,430835	-1,1902	0,2340
T	-0,156975	0,0531132	-2,9555	0,0031***

Significância: *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Fonte: Elaborado segundo os dados da pesquisa.

Ao adotarmos a metodologia alternativa do cálculo do Q de Tobin observamos houve significância estatísticas a 1% do vetor de governança corporativa em relação ao Q'_2 , aceitando a hipótese do presente estudo, onde os níveis de governança corporativa interferem positivamente no desempenho econômico dos bancos listados na BM&FBovespa. A variável independente T apresentou coeficiente negativo a uma significância estatística de 1% em relação a varável dependente. Com isso é possível inferir que quanto maior o banco menor será sua performance econômica. Não houve significância estatística para variável independente I.

Independentemente do método utilizado no cálculo do Q de Tobin, é posto em evidência a relação positiva entre a aderência aos níveis de governança e o valor econômico dos bancos a um mesmo nível de significância estatística. O estudo corrobora com os resultados obtidos por Dalmácio et al. (2013) onde a adoção de boas práticas de governança corporativa aumenta o valor das ações da companhia. Complementarmente evidencia os pressupostos clássicos já evidenciados por Ball e Brown (1968) onde o valor da companhia não é dependente exclusivamente do cenário econômico mas sim das decisões tomadas pela empresa. Apesar dos custos de implementação de governança corporativa evidenciou-se que o benefício obtido tende a ser superior ao adotar-se níveis superiores de governança corporativa, resultado que vai ao encontro dos resultados obtidos por (AMMANN; OESCH; SCHMID, 2011).

Tabela 8 – Comparativo entre os sinais esperados e efetivos

Sinal	$Q_{i,t}^{1'}$		$Q_{i,t}^{2'}$	
	Esperado	Efetivo	Esperado	Efetivo
$G_{i,t}$	+	+	+	+
$I_{i,t}$	-	-*	-	-*
$T_{i,t}$	+-	-	+-	-

Fonte: A literatura. *Não apresentou significância estatística.

Foi possível confirmar a relação positiva entre governança corporativa e a performance econômica de bancos, conforme havia sido evidenciado na literatura. O tamanho da firma demonstrou impactar negativamente o desempenho econômico dos bancos. De acordo com a literatura isso pode ser causado pelo aumento demasiado do tamanho sistêmico dos bancos ou períodos de turbulência econômica. Entretanto não é o foco dessa monografia averiguar o motivo da relação negativa entre tamanho e o valor de mercado dos bancos. Apesar do sinal negativo, não foi possível concluir estatisticamente a relação entre a idade e a performance econômica.

5. Conclusões e recomendações

Esta monografia visou identificar se é benéfico aos bancos a adoção de níveis superiores de governança corporativa definidos pela BM&FBovespa, no período que compreende o primeiro trimestre de 2006 até o primeiro trimestre de 2016. Para garantir a robustez dos dados o estudo utilizou duas formas de calcular o Q de Tobin (indicador comumente utilizado na mensuração do desempenho econômico das organizações) e uma adaptação do modelo econométrico utilizado por Gompers et al. (2003) como metodologia de análise. Utilizou-se a análise de regressão de dados em painel com efeitos aleatórios, conforme verificado pelo teste de Hausman.

As regressões evidenciaram a um nível de 1% de significância que a adoção aos níveis de governança corporativa definidos pela BM&FBovespa no mercado de capitais abertos (nível I, nível II e novo mercado) impactam positivamente no valor econômico dos bancos. Complementarmente ambas evidenciaram que a

variável de controle tamanho, definida pelo logaritmo do ativo total, influenciou negativamente no valor econômico dos bancos. Entretanto, apesar do sinal negativo, não houve significância estatística em relação a variável independente idade, mensurada pelo logaritmo da idade dos bancos.

A relevância dessa monografia dá-se pelo preenchimento de uma lacuna na área. Os estudos sobre governança corporativa no geral não contemplam especificamente bancos ou consideram conclusões para todas as empresas como universais (ADAMS; MEHRAN, 2011). Os bancos possuem peculiaridades que os diferenciam dos demais setores (AEBI; SABATO; SCHMID, 2012). Existem estudos sobre aspectos específicos de governança corporativa, como o tamanho do conselho, entretanto, ao meu conhecimento, não houve estudos relacionando os níveis de governança corporativa definidos pela BM&FBovespa com o desempenho econômico dos bancos brasileiros entre 2006 e 2016, garantindo a autenticidade e relevância do presente estudo.

Houveram limitações na coleta de dados para o estudo devido a existência de um número limitado de instituições que disponibilizaram informações em todos os trimestres no período analisado. Deve-se ressaltar também a ausência de dados referentes a cotação da ação de alguns bancos em determinados períodos. Ambos os fatos citados culminaram na exclusão de 11 bancos da amostra de 28.

Considerando os resultados obtidos verificou-se que há benefícios incorridos na adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa no setor bancário. Os resultados vão ao encontro dos obtidos por (ADAMS; MEHRAN, 2011; AMMANN; OESCH; SCHMID, 2011; CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; DALMÁCIO et al., 2013; GOMPERS et al., 2003; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003; TERRA; LIMA, 2006) onde a governança corporativa impacta no valor da firma. Parte do impacto positivo pode ser explicado pela separação dos cargos de diretor executivo e presidente (requisito para adesão aos níveis diferenciados de governança) e composição do conselho, conforme evidenciado em (ADAMS; MEHRAN, 2011; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003) onde o aumento no número de membros impacta positivamente no valor da firma. De acordo com os critérios definidos pela BM&FBovespa as empresas que aderem ao Nível I devem possuir no mínimo 3 membros e as que aderem tanto ao Nível II quanto ao Novo Mercado devem possuir no mínimo 5 membros sendo 20% independentes. É importante ressaltar que essas

variáveis não foram testadas nessa monografia. Por fim, o estudo confirma os benefícios incorridos na adesão a níveis diferenciados de governança corporativa, reforçando a conclusão dos estudos de (AMMANN; OESCH; SCHMID, 2011) onde os custos incorridos na implementação da governança corporativa são menores que seus benefícios.

Para pesquisas futuras propõe-se a análise de outros setores da economia, tendo em vista a particularidade que eles apresentam. Não menos importante verificar em períodos específicos, no contexto brasileiro, como os períodos de crise, se existem impactos do nível de governança no desempenho econômico. Por fim, mensurar dentre os níveis qual gera um valor econômico maior.

Referencial Bibliográfico

ADAMS, R. B.; MEHRAN, H. Corporate Performance, Board Structure, and Their Determinants in the Banking Industry in the Banking Industry. **Federal Reserve Bank of New York Staff Reports**, v. 330, n. June 2008, p. 1–31, 2011.

AEBI, V.; SABATO, G.; SCHMID, M. Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 12, p. 3213–3226, 2012.

AMMANN, M.; OESCH, D.; SCHMID, M. M. Corporate Governance and Firm Value : International Evidence. **Journal of Empirical Finance**, v. 18, n. 1, p. 36–51, 2011.

BALL, R.; BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 2, p. 159–178, 1968.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Circular 3.713, de 2 de julho de 2015**. Divulga relação das instituições financeiras pertencentes ao “Grupo A” e ao “Grupo B”, para fins do recolhimento compulsório sobre recursos à vista. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/48515/C_Circ_3713_v1_O.pdf>. Acesso em: 24 novembro 2015.

BERTAY, A. C.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; HUIZINGA, H. Do we need big banks? Evidence on performance, strategy and market discipline. **Journal of Financial Intermediation**, v. 22, n. 4, p. 532–558, 2013.

BELTRATTI, A.; STULZ, M. R. The credit crisis around the globe: Why did some banks perform better? **Journal of Financial Economics**. forthcoming

BM&FBOVESPA. **Classificação setorial das empresas e fundos negociados na Bm&Fbovespa**. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Empresas-](http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?indiceAba=2&seg=BM&Idioma=pt-br)

[Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?indiceAba=2&seg=BM&Idioma=pt-br](http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?indiceAba=2&seg=BM&Idioma=pt-br)>. Acesso em: 16 de novembro de 2015.

BM&FBOVESPA. **Comparativo dos Segmentos de Listagem**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 21 de novembro de 2015.

BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm valuation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 25, n. 4, p. 409–434, 2006.

- BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm operating performance. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 32, n. 2, p. 129–144, 2009.
- CAPRIO, G.; LAEVEN, L.; LEVINE, R. Governance and bank valuation. **Journal of Financial Intermediation**, v. 16, n. 4, p. 584–617, 2007.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos nas empresas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 348–361, 2004.
- CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70–74, 1994.
- DALMACIO, Flávia Zóboli et al. Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. **RAM, Rev. Adm. Mackenzie**, São Paulo, v. 14, n. 5, p. 104-139, Out. 2013
- DEMIRGÜÇ, A.; HUIZINGA, H. Are Banks Too Big to Fail or Too Big to Save? **World Bank Policy Research Paper**, v. 5360, n. Jul., p. 1–44, 2010.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. ENNET. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155–1177, 1985.
- DIETRICH, A.; WANZENRIED, G. Determinants of bank profitability before and during the crisis: Evidence from Switzerland. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 21, n. 3, p. 307–327, 2011.
- EISENHARDT, M. Agency Theory : and Assessment Review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57–74, 1989.
- FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work
Author(s): **The Journal of Finance**, v. 25, n. May 1970, p. 383–417, 1969.
- FAHLENBRACH, R.; PRILMEIER, R.; STULZ, R. M. This time is the same : Using the events of 1998 to explain bank returns during the financial crisis. **The Journal of Finance**, v. LXVII, n. February, p. 2139 – 2178, 2011.
- GOMPERS, P. et al. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. February, p. 107–155, 2003.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. THEORY OF THE FIRM : MANAGERIAL BEHAVIOR , AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305–360, 1976.
- JENSEN, M. C. Organization Theory and Methodology. **The Accounting Review**, v. 58, n. 2, p. 319–339, 1983.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C.; IERVOLINO, P. A. One decade of evolution of Corporate Governance practices in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 1, p. 134–161, 2015.

LEMMON, M. L.; LINS, K. V. Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. **Journal of Finance**, v. 58, n. 4, p. 1445–1468, 2003.

LEUNG, S.; HORWITZ, B. Corporate governance and firm value during a financial crisis. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 34, n. 4, p. 459–481, 2010.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa . **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 17, p. 65-79 , aug. 2006.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation* An Empirical Analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293–315, 1988.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. THE COST OF CAPITAL, CORPORATION FINANCE AND THE THEORY OF INVESTMENT. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261–297, 1958.

PENI, E.; VÄHÄMAA, S. Did Good Corporate Governance Improve Bank Performance during the Financial Crisis? **Journal of Financial Services Research**, v. 41, n. 1-2, p. 19–35, 2012.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737–783, 1997.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Rev. adm. empres.**, São Paulo , v. 43, n. 3, p. 50-64, Set. 2003 .

SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. DE O. A Governança Corporativa Influencia a Eficiência das Empresas Brasileiras ?* Does Corporate Governance Influence the Efficiency of Brazilian Companies ? **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 25, n 65, p. 145–160, Ago. 2014.

TERRA, Paulo Renato Soares; LIMA, João Batista Nast de. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 17, n. 42, p. 35-49, dez. 2006.

APÊNDICE

Tabela 1 - Comparativo dos Segmentos de Listagem

Peculiaridades	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Básico
Características das ações emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	
Percentual mínimo de ações em circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	
Composição do conselho de administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigações do conselho de administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia.		Não há regra	
Demonstrações financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual	Obrigatória			Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo

Tabela 1 - Comparativo dos Segmentos de Listagem (continuação)

Peculiaridades	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Básico
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento		Conforme legislação	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	

Fonte: Adaptado de BM&FBOVESPA (2015).

TESTES ESTATÍSTICOS

Efeitos-aleatórios (GLS), usando 672 observações
 Incluídas 17 unidades de corte transversal
 Comprimento da série temporal: mínimo 35, máximo 41
 Variável dependente: Q1

	<i>Coeficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>z</i>	<i>p-valor</i>
Const	4,25516	1,71558	2,4803	0,0131**
GOV	0,324539	0,0739459	4,3889	<0,0001***
Idade	-0,236449	0,440804	-0,5364	0,5917
Ativototal	-0,207575	0,0531377	-3,9064	<0,0001***
Média var. dependente	0,396895	D.P. var. dependente		1,303804
Soma resíd. Quadrados	1357,065	E.P. da regressão		1,424254
Log da verossimilhança	-1189,675	Critério de Akaike		2387,349
Critério de Schwarz	2405,390	Critério Hannan-Quinn		2394,336

Por entre' a variância = 1,40433

Por dentro' da variância = 0,566023

teta médio = 0,899441

Teste conjunto nos regressores designados -

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(3) = 28,9471

com p-valor = 2,29747e-006

Teste de Breusch-Pagan -

Hipótese nula: Variância do erro de unidade-específica = 0

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(1) = 5212,22

com p-valor = 0

Teste de Hausman –

Hipótese nula: As estimativas GLS são consistentes

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(3) = 6,16256

com p-valor = 0,103964

Modelo Efeitos-aleatórios (GLS), usando 672 observações
 Incluídas 17 unidades de corte transversal
 Comprimento da série temporal: mínimo 35, máximo 41
 Variável dependente: Q2

	Coeficiente	Erro Padrão	z	p-valor
const	4,33956	1,67869	2,5851	0,0097***
GOV	0,404623	0,0744215	5,4369	<0,0001***
Idade	-0,512795	0,430835	-1,1902	0,2340
Ativototal	-0,156975	0,0531132	-2,9555	0,0031***
Média var. dependente	0,354871	D.P. var. dependente	1,255888	
Soma resíd. Quadrados	1278,430	E.P. da regressão	1,382373	
Log da verossimilhança	-1169,618	Critério de Akaike	2347,236	
Critério de Schwarz	2365,277	Critério Hannan-Quinn	2354,223	

'Por entre' a variância = 1,22448

'Por dentro' da variância = 0,577534

teta médio = 0,891313

Teste conjunto nos regressores designados -

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(3) = 33,3276

com p-valor = 2,74682e-007

Teste de Breusch-Pagan -

Hipótese nula: Variância do erro de unidade-específica = 0

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(1) = 4603,91

com p-valor = 0

Teste de Hausman -

Hipótese nula: As estimativas GLS são consistentes

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(3) = 7,611

com p-valor = 0,0547739