

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

Silvana Regina Kiekow

**A RELAÇÃO ENTRE A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E O CONSELHO DE
ADMINISTRAÇÃO NAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS BRASILEIRAS**

Porto Alegre

2013

Silvana Regina Kiekow

**A RELAÇÃO ENTRE A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E O CONSELHO DE
ADMINISTRAÇÃO NAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS BRASILEIRAS**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Savino Portugal

Porto Alegre

2013

Silvana Regina Kiekow

**A RELAÇÃO ENTRE A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E O CONSELHO DE
ADMINISTRAÇÃO NAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS BRASILEIRAS**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Conceito Final:

Aprovada em

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy – Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra – Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Prof. Dr. João Zani – Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Savino Portugal – Universidade Federal do Rio Grande do Sul

CIP - Catalogação na Publicação

KIEKOW, SILVANA REGINA

A RELAÇÃO ENTRE A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E O
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NAS INSTITUIÇÕES
FINANCEIRAS BRASILEIRAS / SILVANA REGINA KIEKOW. --
2013.

104 f.

Orientador: MARCELO SAVINO PORTUGAL.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do
Rio Grande do Sul, Escola de Administração, Programa
de Pós-Graduação em Administração, Porto Alegre, BR-RS,
2013.

1. GOVERNANÇA CORPORATIVA. 2. MECANISMOS DE
CONTROLE CORPORATIVO. 3. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.
4. CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE. I. PORTUGAL, MARCELO
SAVINO, orient. II. Título.

AGRADECIMENTOS

Inicialmente, à Universidade Federal do Rio Grande do Sul por possibilitar este estudo e o conhecimento adquirido no decorrer de sua elaboração.

Ao Prof. Dr. Marcelo Savino Portugal pelo suporte em todos os momentos e ao Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy pelas conversas e o aprendizado durante este estudo.

Ao Banco Central do Brasil pela atenção e disponibilização dos dados.

Por fim, ao meu marido Théó, pelo carinho, pela compreensão e pela paciência.

RESUMO

Para melhor compreender a estrutura de governança corporativa das instituições financeiras brasileiras, a relação entre dois mecanismos de controle corporativo interno foram estudados: a estrutura de propriedade e o conselho de administração. A utilização destes mecanismos tem como objetivo harmonizar os interesses das partes envolvidas. Dado este objetivo comum, a relação de causalidade estabelecida na eleição dos conselheiros pela assembleia de acionistas origina o interesse em testar se o conselho de administração é uma função da estrutura de propriedade. Com este intuito, foram investigadas a concentração de propriedade, a concentração do capital votante, a presença de *insider ownership*, o tamanho do conselho de administração, o percentual de conselheiros independentes e a dualidade de presidência em 88 instituições financeiras brasileiras, entre 2001 e 2011. Os dados foram analisados com metodologia de dados em painel com efeitos fixos. Os resultados indicaram que algumas características da constituição do conselho de administração são função da estrutura de propriedade. Tanto para o tamanho do conselho de administração, quanto para a independência do conselho de administração as hipóteses nulas, de que as variáveis *insider ownership*, concentração de propriedade e concentração de capital votante não possuem poder explicativo sobre as variáveis dependentes puderam ser rejeitadas. Contudo, a relação de causalidade testada não indica necessariamente uma relação de equilíbrio para boas práticas de governança corporativa. A escolha arbitrária do conselho de administração pelos acionistas/proprietários pode levar às constituições de conselhos que tragam às instituições financeiras uma imagem de boa governança, cercadas de interesses e delimitadas pelas regras dos órgãos reguladores.

Palavras-chave: governança corporativa; mecanismos de controle corporativo interno; concentração de propriedade, *insider ownership*, conselho de administração, conselheiros independentes; dualidade de presidência.

ABSTRACT

To better understand the corporate governance structure of Brazilian financial institutions, the relationship between two internal corporate control mechanisms were studied: the ownership structure and the board. The use of these mechanisms aims to harmonize the interests of the parties involved. Given this common goal, the causal link established in the election of directors by the shareholders' meeting originates interest in testing whether the board is a function of the structure of ownership. To this end, we investigated the concentration of ownership, the concentration of the voting capital, the presence of insider ownership, the size of the board, the percentage of independent directors and dual presidency in 88 Brazilian financial institutions between 2001 and 2011. Data were analyzed using the methodology of panel data fixed effects. The results indicated that some features of the constitution of the board are a function of ownership structure. So much for the size of the board, and for the independence of the board of administration the null hypothesis, that the insider ownership variables, concentration of ownership and voting concentration have no explanatory power variables-pending could be rejected, however, the causal tested does not indicate necessarily a balanced relation to good corporate governance practices. The arbitrary choice of the board of directors by the shareholders / owners can take to the constitutions of advice to financial institutions to bring an image of good governance, surrounded interests and bounded by the rules of the regulatory bodies.

Keywords: *corporate governance, corporate internal control mechanisms; concentration of ownership, insider ownership, board of directors, independent directors; dual presidency, panel data.*

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

| | |
|--|----|
| Figura 1: Sistema de Governança Corporativa (IBGC, 2010, p.16). | 21 |
| Figura 2: Mecanismos de Controle Corporativo | 33 |
| Quadro 1: Variáveis Dependentes do Modelo. | 61 |
| Quadro 2: Variáveis Independentes do Modelo. | 62 |
| Gráfico 1: Instituições Financeiras segundo Tipo de Controle Acionário. | 73 |
| Gráfico 2: Média do percentual de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador. | 76 |
| Gráfico 3: Média do percentual de ações ordinárias detidas por acionista que ocupam cargo na diretoria. | 77 |
| Gráfico 4: Média do Tamanho do Conselho..... | 78 |
| Gráfico 5: Média da Independência do Conselho de Administração..... | 79 |
| Gráfico 6: Ocorrência da Dualidade de Presidência nas Instituições Financeiras. | 80 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|-----|
| Tabela 1: Evolução da quantidade de instituições financeiras pesquisadas por período. | 74 |
| Tabela 2: Estatística descritiva da Concentração de Propriedade..... | 75 |
| Tabela 3: Estatística descritiva da Concentração de Capital Votante..... | 75 |
| Tabela 4: Estatística descritiva de <i>Insider Ownership</i> | 76 |
| Tabela 5: Estatística descritiva do Tamanho do Conselho de Administração. | 78 |
| Tabela 6: Estatística descritiva da Independência do Conselho de Administração. | 79 |
| Tabela 7: Estatística descritiva da Dualidade de Presidência. | 80 |
| Tabela 8: Variáveis referentes às características das Instituições Financeiras. | 81 |
| Tabela 9: Correlação entre as variáveis de modelo. | 84 |
| Tabela 10: Regressões multivariadas para TAMCON considerando CONVOT e CONPRO. | 86 |
| Tabela 11: Regressões multivariadas para TAMCON considerando somente CONVOT..... | 88 |
| Tabela 12: Regressões multivariadas para TAMCON considerando somente CONPRO. | 89 |
| Tabela 13: Regressões multivariadas para INDCON considerando CONVOT e CONPRO..... | 91 |
| Tabela 14: Regressões multivariadas para INDCON considerando somente CONVOT. | 93 |
| Tabela 15: Regressões multivariadas para INDCON considerando somente CONPRO..... | 95 |
| Tabela 16: Regressões multivariadas para DUAPRE considerando CONVOT e CONPRO. | 97 |
| Tabela 17: Regressões multivariadas para DUAPRE considerando somente CONVOT..... | 98 |
| Tabela 18: Regressões multivariadas para DUAPRE considerando somente CONPRO. | 99 |
| Tabela 19: Resultados dos Testes de Hipóteses considerando INSOWN, CONPRO e CONVOT. | 101 |
| Tabela 20: Resultados dos Testes de Hipóteses considerando INSOWN e CONPRO..... | 101 |
| Tabela 21: Resultados dos Testes de Hipóteses considerando INSOWN e CONVOT. | 102 |
| Tabela 22: Resultados dos Testes de Hipóteses amostra PUBLICO considerando CONPRO e CONVOT. | 103 |
| Tabela 23: Resultados dos Testes de Hipóteses amostra PUBLICO considerando CONVOT. | 104 |
| Tabela 24: Resultados dos Testes de Hipóteses amostra PUBLICO considerando CONPRO..... | 104 |

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| INTRODUÇÃO | 13 |
| 1. DEFINIÇÃO DA PESQUISA | 16 |
| 1.1. PROBLEMA DE PESQUISA | 16 |
| 1.2. JUSTIFICATIVA | 17 |
| 1.3. OBJETIVOS | 19 |
| 1.3.1. Objetivo Geral | 19 |
| 1.3.2. Objetivos Específicos | 19 |
| 2. REFERENCIAL TEÓRICO | 20 |
| 2.1. GOVERNANÇA CORPORATIVA | 20 |
| 2.1.1. Definição e Princípios de Governança Corporativa | 20 |
| 2.2. GOVERNANÇA CORPORATIVA EM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS | 23 |
| 2.2.1. Particularidades das Instituições Financeiras | 26 |
| 2.2.1.1. Estrutura de Capital | 26 |
| 2.2.1.2. Regulação Externa | 28 |
| 2.3. MECANISMOS DE CONTROLE CORPORATIVO..... | 31 |
| 2.3.1. Estrutura de Propriedade | 33 |
| 2.3.1.1. <i>Insider Ownership</i> | 34 |
| 2.3.1.2. Concentração de Propriedade | 36 |
| 2.3.1.2.1. <i>Propriedade Privada Nacional</i> | 39 |
| 2.3.1.2.3. <i>Propriedade Pública</i> | 41 |
| 2.3.1.2.5. <i>Propriedade Estrangeira</i> | 42 |
| 2.3.2. Conselho de Administração | 42 |
| 2.3.2.1. Atribuições do Conselho de Administração | 43 |
| 2.3.2.2. Constituição do Conselho de Administração..... | 44 |
| 2.3.2.2.1. <i>Tamanho do Conselho de Administração</i> | 45 |
| 2.3.2.2.2. <i>Conselheiros Independentes</i> | 46 |
| 2.3.2.2.4. <i>Dualidade de Presidência</i> | 50 |
| 3. MÉTODO | 52 |
| 3.1. FONTES DE DADOS | 52 |
| 3.2. DADOS EM PAINEL | 53 |
| 3.2.1. Variáveis | 54 |

| | |
|--|------------|
| 3.2.1.1. Variáveis referentes à Estrutura de Propriedade..... | 55 |
| 3.2.1.2. Variáveis referentes à Constituição do Conselho de Administração..... | 56 |
| 3.2.1.3. Variáveis referentes às Características das Instituições Financeiras (Variáveis de controle) | 56 |
| 3.2.2. Modelo Proposto..... | 62 |
| 3.3 ANÁLISE DOS DADOS..... | 67 |
| 4. DESCRIÇÃO DA AMOSTRA | 73 |
| 4.1. VARIÁVEIS RELACIONADAS À ESTRUTURA DE PROPRIEDADE | 74 |
| 4.2. VARIÁVEIS RELACIONADAS AO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO..... | 78 |
| 4.3. VARIÁVEIS RELACIONADAS ÀS CARACTERÍSTICAS DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS | 81 |
| 4.4. CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS DO MODELO..... | 82 |
| 5. RESULTADOS | 85 |
| 5.1. ESTIMATIVAS PARA O TAMANHO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO..... | 85 |
| 5.1.1. Regressões para TAMCON considerando CONVOT e CONPRO | 85 |
| 5.1.2. Regressões para TAMCON considerando somente CONVOT | 88 |
| 5.1.3. Regressões para TAMCON considerando somente CONPRO..... | 89 |
| 5.2. ESTIMATIVAS PARA A INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO | 90 |
| 5.2.1. Regressões para INDCON considerando CONVOT e CONPRO | 91 |
| 5.2.2. Regressões para INDCON considerando somente CONVOT..... | 93 |
| 5.2.3. Regressões para INDCON considerando somente CONPRO..... | 94 |
| 5.3. ESTIMATIVAS PARA A DUALIDADE DE PRESIDÊNCIA | 96 |
| 5.3.1. Regressões para DUAPRE considerando CONVOT e CONPRO | 96 |
| 5.3.2. Regressões para DUAPRE considerando somente CONVOT | 97 |
| 5.3.3. Regressões para DUAPRE considerando somente CONPRO | 98 |
| 5.4. TESTES DE HIPÓTESES PARA AS REGRESSÕES DO MODELO | 100 |
| 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS..... | 106 |
| 6.1. LIMITAÇÕES DO ESTUDO E SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS | 107 |
| REFERÊNCIAS | 109 |
| APÊNDICE A – COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA | 116 |
| APÊNDICE B – TESTE DE EFEITOS INDIVIDUAIS | 118 |
| APÊNDICE C – TESTE DE HAUSMANN | 119 |

| | |
|---|------------|
| APÊNDICE D – TESTE DE RAIZ UNITÁRIA..... | 120 |
| APÊNDICE E – EFEITOS FIXOS | 123 |

INTRODUÇÃO

O debate acerca da governança corporativa tem recebido crescente atenção da comunidade acadêmica e empresarial. As definições de governança corporativa, assim como seus princípios e práticas, envolvem o relacionamento entre proprietários, conselho de administração, diretores, credores e órgãos de controle e têm o objetivo de alinhar os interesses desses grupos a fim de preservar o valor da organização (OECD, 2011; IBGC, 2010; BCBS, 2011; CVM, 2002; JENSEN E MECKLING, 1976; CARVALHO, 2002; TIROLE, 2006;). Para alcançar o objetivo de harmonizar o interesse das partes envolvidas, mecanismos de controle corporativo foram estabelecidos.

Neste entrelace de interesses, dois mecanismos de controle interno são fundamentais para compreender a estrutura de governança: a estrutura de propriedade e o conselho de administração. O primeiro diz respeito à forma na qual o capital da empresa é distribuído relativamente ao poder de voto e à concentração dos proprietários do capital, influenciando diretamente o controle corporativo, pois apresenta o grau de risco desejado pelos acionistas. O segundo representa o elo entre a propriedade e a gestão para orientar e supervisionar a relação dos gestores com as demais partes interessadas. O Conselho de Administração é encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. Cada qual com características de governança que agem de maneira a fomentar a função de monitoramento e controle sobre as variáveis que influenciam o valor da organização.

O estudo foi realizado em instituições financeiras ativas no Brasil, dada à importância dessas organizações no cenário econômico e social do País. Existe uma expectativa de resposta das instituições financeiras e de melhores controles efetuados pelo Banco Central, frente à crise iniciada em 2008. Além disso, a escolha se deu pela pouca incorporação delas em estudos anteriores, pela questão da estrutura de governança ser setorial e pelo fato de que ao dar foco em apenas um segmento é possível obter maior poder explicativo sobre a interação dos mecanismos de controle interno.

Nas organizações em geral, bem como, nas instituições financeiras, a escolha da constituição do conselho de administração é realizada pela assembleia geral de acionistas/proprietários. Como o conselho é escolhido pela assembleia geral da instituição financeira, que é constituída pelos proprietários/acionistas, espera-se que as características deste conselho sejam função das características da estrutura de propriedade.

O trabalho contribui no aprimoramento do conhecimento de governança corporativa em instituições financeiras que atuam no Brasil. A possibilidade de ter um mecanismo de controle corporativo eleito com características que não visem ao equilíbrio dos interesses dos acionistas diminui sua eficácia e eficiência.

Para estudar a relação entre a estrutura de propriedade e a constituição do conselho de administração o primeiro passo foi conhecer a estrutura de propriedade e a constituição do conselho de administração das instituições financeiras.

Isso ocorreu através da coleta de informações sobre a composição acionária, o percentual de capital detido pelos acionistas individualmente, o tipo de controle acionário, a composição da diretoria, a composição do conselho de administração e o dado sobre quem eram os presidentes desses dois órgãos em cada instituição financeira, em cada ano que compôs o período estudado. A amostra foi compreendida por 88 instituições financeiras, durante o período de 2001 a 2011. Foram analisadas 803 composições acionárias, de diretoria, de conselho e de dualidade de presidência.

O cruzamento destes dados gerou a informação sobre a concentração de propriedade, concentração de capital votante, a presença de *insider ownership*, o tamanho do conselho de administração, o percentual de conselheiros independentes e a dualidade de presidência. A análise foi realizada observando o comportamento, ao longo do tempo, dos valores de estatística descritiva de cada variável na amostra e em três sub-amostras. As sub-amostras foram consolidadas a partir do tipo de controle acionário – público, privado nacional ou estrangeiro.

Para determinar o poder explicativo da estrutura de propriedade sobre a constituição do conselho de administração, utilizou-se de análise econométrica, com metodologia de dados em painel com efeitos fixos, estimados através de mínimos quadrados ordinários, após transformar as equações para eliminar o efeito não-observado com ajuda da transformação de efeitos fixos (*within transformation*), para determinar a significância das variáveis relacionadas à estrutura de propriedade no estabelecimento das variáveis relacionadas ao conselho de administração.

O modelo constituiu-se de três equações, uma para cada característica do conselho de administração: tamanho do conselho, independência do conselho e dualidade de presidência. As regressões foram calculadas para a amostra total e as três sub-amostras, e trouxeram resultados também quanto à significância de outras características das instituições financeiras. O teste de Wald com a imposição de restrições ao modelo submeteu a hipótese nula, na qual a estrutura de propriedade não possui poder explicativo sobre as características do conselho de administração.

Este trabalho está organizado da seguinte maneira: a seção 1 apresenta o problema de pesquisa, sua justificativa e elenca os objetivos deste estudo; na seção 2 é feita uma revisão da literatura sobre governança corporativa em instituições financeiras e os mecanismos de controle corporativo interno; a seção 3 descreve a metodologia empregada; na seção 4 é realizada a descrição da amostra; na seção 5 constam os resultados e, por fim, a seção 6 apresenta algumas considerações finais.

1. DEFINIÇÃO DA PESQUISA

1.1. PROBLEMA DE PESQUISA

A existência de conflitos, normalmente induzidos pela separação entre propriedade e gestão, coloca a necessidade de se estabelecerem mecanismos de controle corporativo para que o processo de governança institua-se de forma a harmonizar os interesses das partes envolvidas, principalmente acionistas e gestores, com as operações da empresa (DAMI *et al*, 2007).

Neste entrelace de interesses, os mecanismos de controle interno são fundamentais para compreender a estrutura de governança das instituições financeiras. Entre eles estão a estrutura de propriedade e o conselho de administração. O primeiro diz respeito à forma na qual o capital da empresa é distribuído relativamente à concentração de propriedade. O segundo representa o elo entre a propriedade e a gestão para orientar e supervisionar a relação dos gestores com as demais partes interessadas. Cada qual com características de governança que agem de maneira a fomentar a função de monitoramento e controle sobre as variáveis que influenciam o valor da organização.

Segundo as investigações de Belkhir (2004) duas hipóteses podem ser formuladas quanto à relação das características desses dois mecanismos de controle corporativo. Uma é de que exista uma relação ótima entre estrutura de propriedade e conselhos de administração comum a todas as empresas de maneira que as empresas que divergem desse nível ótimo têm pior desempenho. Alternativamente, a outra hipótese é que as características de estrutura de propriedade e de conselho de administração estão disponíveis ao mesmo tempo e são determinados endogenamente de acordo com os seus custos e benefícios. Como os custos e benefícios variam entre empresas, cada mecanismo torna-se mais ou menos atrativo. Este mecanismo mais atrativo é utilizado para equalizar custo e benefício marginal, alcançando uma estrutura de governança corporativa ótima que varia entre empresas e igualmente resulta em bom desempenho.

Estas hipóteses explicam, por exemplo, que uma instituição financeira com controle acionário concentrado opte por um conselho de administração com menor participação de conselheiros independentes e que a presidência da empresa e a presidência do conselho sejam exercidas pela mesma pessoa. Isto ocorre porque a concentração da propriedade tende a diminuir os conflitos de agência e reduzir a necessidade de outros mecanismos de controle

(Belkhir, 2004). Ou, no caso de um controle acionário disperso, com clara separação entre propriedade e gestão, espera-se um maior percentual de conselheiros independentes a fim de assegurar o monitoramento da atuação dos gestores.

Nas organizações em geral, bem como, nas instituições financeiras, a escolha da constituição do conselho de administração é realizada pela assembleia geral de acionistas/proprietários. Apesar de não existir um consenso desta relação nas organizações em geral, há o consenso de que a configuração corporativa em instituições financeiras é diferente das demais organizações (CIANCANELLI e GONZALEZ, 2000; MACEY e O'HARA, 2003; ADAMS E MEHRAN, 2003; MÜLBERT, 2009; DERMINE, 2011). Adams e Mehran (2003) afirmam que as diferenças observadas nas variáveis sugerem que estrutura de governança é específica para cada setor. Neste sentido, é relevante aprofundar o conhecimento sobre a configuração corporativa dessas empresas e estudar se o conselho de administração é função da estrutura de propriedade.

Existem duas possibilidades ao analisar a significância dessa relação. A primeira, confirmada a significância, sugere uma constituição do conselho de administração similar às instituições financeiras de mesma estrutura de propriedade. A segunda possibilidade configura a hipótese alternativa, neste caso outros fatores influenciam a decisão da formação do conselho de administração tornando a estrutura de propriedade não significante.

1.2. JUSTIFICATIVA

A última década trouxe interessantes contribuições no contexto das instituições financeiras, contudo, ainda se tem muito a aprender sobre estas empresas e suas particularidades. Entre as contribuições, muitas motivadas pela crise financeira entre 2007-2009, focou-se a relação entre o conselho de administração e a performance da instituição em vários países (AGORAKI *et al*, 2009; PATHAN *et al*, 2011), além do papel do conselho (ANDRES e VALLELADO, 2008; CHEN, 2011) e os determinantes de sua estrutura (ADAMS e MEHRAN, 2003; MARISCAL *et al*, 2009; ARNABOLDI *et al*, 2011). Outros estudos teóricos anteriores buscaram explicar como deve ser a governança corporativa no setor bancário (CIANCANELLI e GONZALEZ, 2000; MACEY e O'HARA, 2003; MÜLBERT, 2009; DERMINE, 2011). O adicional deste trabalho é analisar a relação entre a estrutura de propriedade e o conselho de administração, assunto para o qual ainda existe uma lacuna em instituições financeiras brasileiras, visto que essa relação foi pouco explorada.

A escolha deste tipo de organização se deu pela pouca incorporação delas em estudos anteriores, pela questão da estrutura de governança ser setorial e pelo fato de que ao dar foco em apenas um segmento é possível obter maior poder explicativo sobre a interação dos mecanismos de controle interno. Uma análise empírica constituída de organizações do mesmo setor, o bancário neste caso, traz a vantagem de que a maioria dos mecanismos externos de controle afetam todas as empresas, ou seja, a competitividade e o controle do mercado são comuns a todas as organizações do setor (Belkhir, 2004). Outro aspecto é a possibilidade de pesquisar como o setor bancário está se preparando para a implantação do Acordo de Basiléia III, que institui grande responsabilidade na figura do Conselho de Administração, numa posição que considere os interesses dos *stakeholders*.

A questão da crise financeira ocorrida em 2008 também justifica a pesquisa. Segundo a maioria dos analistas, todos os países do mundo tiveram impactos, em algum momento, em maior ou menor grau. Existe uma expectativa de resposta das instituições financeiras e de melhores controles efetuados pelos Bancos Centrais. No Brasil, através de intervenções do Banco Central, para evitar a falta de liquidez do setor bancário e a falência de instituições financeiras, a crise teve uma passagem menos turbulenta. Pode-se imaginar que a regulamentação e monitoramento do Banco Central Brasileiro ou o aspecto monitorador realizado internamente pelos conselhos de administração dos bancos na tomada de decisões ou uma relação entre os dois fatores tenham contribuído para uma reação menos devastadora. Através do cunho temporal deste trabalho é possível analisar se um movimento de mudança está ocorrendo a partir dos mecanismos de controle interno.

1.3. OBJETIVOS

1.3.1. Objetivo Geral

O objetivo geral desta pesquisa é testar a relação entre a constituição dos conselhos de administração e a estrutura de propriedade das instituições financeiras brasileiras.

1.3.2. Objetivos Específicos

- a) Coletar as informações sobre as características da estrutura de propriedade das instituições financeiras brasileiras e do conselho de administração, quais sejam: existência de *insider ownership*, concentração de propriedade, número de conselheiros, proporção de conselheiros independentes e dualidade de presidência.
- b) Determinar a significância das variáveis relacionadas à estrutura de propriedade (*insider ownership*, concentração de propriedade e concentração de capital votante na) na estimação das variáveis relacionadas à constituição do conselho de administração (tamanho do conselho, independência do conselho e dualidade de presidência).
- c) Determinar se outros fatores relacionados tamanho da instituição, número de diretores, retorno sobre o capital, provisão para créditos de liquidação duvidosa, índice de Basileia, capital de terceiros e depósitos garantidos são significantes para a estimação das variáveis tamanho do conselho, independência do conselho e dualidade de presidência.
- d) Testar, através de teste de hipóteses, o poder de explicação das variáveis *insider ownership*, concentração de propriedade e concentração de capital votante sobre as variáveis tamanho do conselho, independência do conselho e dualidade de presidência.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conforme Silveira (2004), para compreender a importância da governança corporativa, é preciso entender seu possível impacto sobre as empresas. O autor coloca que a ideia básica é de que dentre um conjunto de companhias, algumas se diferenciariam como “empresas com boa governança”, aumentando o número de indivíduos interessados em alocar recursos nessas companhias. A maior demanda dos investidores pelos seus papéis resultaria num menor custo de capital, tanto capital próprio, via ações, quanto capital de terceiros, via debêntures, bônus e empréstimos de longo prazo. A consequência desta redução seria um aumento no valor das organizações. Para os investidores, a análise destas práticas auxilia na decisão de investimento, uma vez que elas determinam o nível e as formas de atuação destes na companhia (CVM, 2002, p.11).

A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD) (2011) expande essa ideia afirmando que a “integridade das corporações, instituições financeiras e mercados é especialmente importante para a saúde de nossas economias e sua estabilidade”, ratificando a importância da governança corporativa. Para entender este possível aumento de valor da organização e a importância para a economia mundial é preciso analisar o conceito de governança corporativa e a indicação das melhores práticas, conforme segue.

2.1.1. Definição e Princípios de Governança Corporativa

Entre as definições que serão vistas a seguir, nota-se a importância dada à otimização da relação entre as partes interessadas e o desempenho/valor da organização. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2010, p. 16) demonstra como se relacionam proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. A figura 1 apresenta este relacionamento.

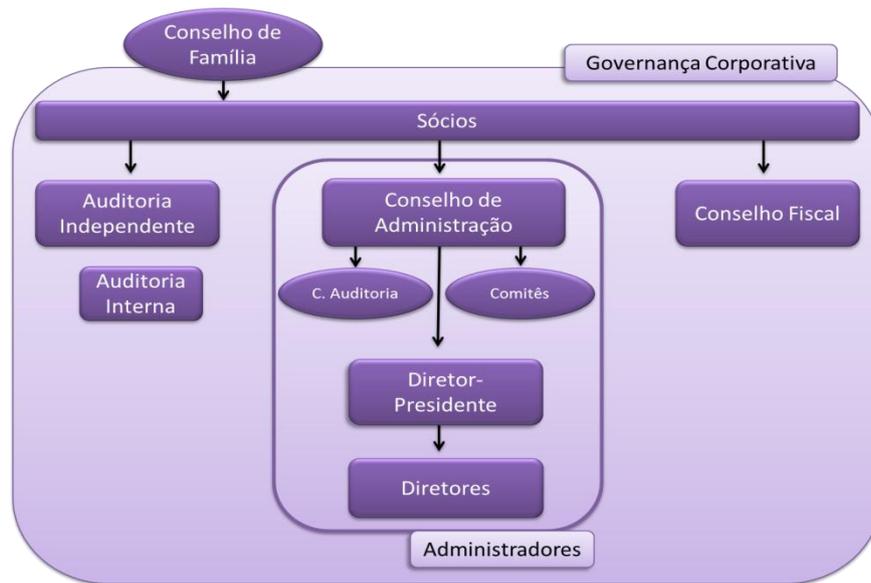


Figura 1: Sistema de Governança Corporativa (IBGC, 2010, p.16).

Para o IBGC (2010, p.19):

“Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade”.

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2002, p.11) define que,

“Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas”.

Governança corporativa para Carvalho (2002) como os “mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa”, minimizando os problemas de agência. Tirole (2006), afirma que governança corporativa é a defesa dos interesses dos acionistas.

Segundo a OECD (2011), os princípios indicados nos conceitos acima são um instrumento vivo que contém normas não vinculativas e boas práticas, bem como linhas orientadoras sobre a sua aplicação, podendo ser adaptados às circunstâncias específicas de cada país e região. São reconhecidas internacionalmente e visam garantir a integridade das corporações

em seus processos de gestão e de relacionamento com as partes interessadas, além de manter a saúde das organizações e sua estabilidade. A intenção é que os princípios sejam concisos, compreensíveis e acessíveis à comunidade internacional. São princípios de Governança Corporativa conforme a OECD (2011):

- I. Garantir a base para um sistema eficaz de governança corporativa. O sistema de governança corporativa deve promover mercados transparentes e eficazes e ser coerente com o Estado de Direito, além de articular com clareza a divisão de responsabilidades entre as diferentes autoridades supervisoras, reguladoras e executoras da lei.
- II. Direitos dos acionistas e principais funções da propriedade. O sistema de governança corporativa deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas.
- III. Tratamento equitativo dos acionistas. O sistema de governança corporativa deve garantir o tratamento equitativo de todos os acionistas, inclusive os minoritários e estrangeiros. Todos os acionistas devem ter oportunidade de obter reparação efetiva por violação de seus direitos.
- IV. Papel de outras partes interessadas na governança corporativa. O sistema de governança corporativa deve reconhecer os direitos de outras partes interessadas, previstos por lei ou por acordos mútuos, e estimular a cooperação ativa entre corporações e partes interessadas para criar riqueza, empregos e sustentabilidade de empresas financeiramente sólidas.
- V. Divulgação e transparência. O sistema de governança corporativa deve garantir divulgação precisa e oportuna de todas as questões relevantes relacionadas com a corporação, inclusive situação financeira, desempenho, composição societária e governança da empresa.
- VI. Responsabilidades do Conselho de Administração. O sistema de governança corporativa deve garantir a orientação estratégica da empresa, o monitoramento eficiente da administração pelo conselho e a prestação de contas pelo conselho à empresa e aos acionistas (OECD, 2011).

O IBGC (2010, p.19) indica como princípios a *transparência* – mais do que a obrigação de informar é o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor. A *equidade*, que se caracteriza pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas. A *prestação de contas (accountability)*, na qual os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e, por fim, a *responsabilidade corporativa* – os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

2.2. GOVERNANÇA CORPORATIVA EM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

Existe um debate em Governança Corporativa que concerne uma questão: governança corporativa deveria focar exclusivamente na proteção dos interesses dos acionistas? Ou governança corporativa deveria expandir seu foco para tratar dos problemas de outros grupos – os *stakeholders*? É importante abordar esta questão, para depois discutir o particular caso dos problemas de governança corporativa das instituições financeiras.

Macey e O’Hara (2003), em seu artigo “Governança Corporativa em Bancos” apontam dois modelos distintos: o Modelo Anglo-Americano e o Modelo Franco-Germânico. O primeiro leva em consideração o foco exclusivo na maximização da riqueza do acionista. No qual conflitos de interesses com outros grupos que influenciem a maximização de riqueza do acionista devem ser ignorados, a menos que o gestor tenha obrigação legal de leva-los em conta. O segundo modelo, ao contrário, afirma que os interesses de longo prazo dos *stakeholders* devem ser levados em consideração no mesmo nível que os interesses dos acionistas. Os autores apresentam uma abordagem contratual na qual a empresa deveria ser vista como um complexo quadro de contratos explícitos e implícitos. Um arranjo entre vários requerentes dos produtos e dos ganhos gerados pelos negócios. O contrato define os direitos e benefícios, deveres e obrigações de cada participante e não há a pré-suposição de que alguma classe de requerentes tenha preferências sobre qualquer outra. Estes requerentes podem ser acionistas, credores, empregados, gerentes, a comunidade local, fornecedores, clientes e no caso de instituições financeiras, órgãos reguladores.

Três argumentos são apontados por Dermine (2011, p.7) para sustentar uma visão baseada exclusivamente na maximização da riqueza do acionista. O primeiro refere-se à eficiência de uma organização através da busca de um único objetivo claro. O segundo refere-se ao desenvolvimento econômico e o risco, na medida em que o risco pode levar ao desenvolvimento econômico, o que pode não ser compatível com o desejo do depositante. Por último, o bem-estar econômico através da equalização da receita e do custo marginal.

Ao incorporar a definição mais aceita de governança corporativa ao debate é possível verificar uma inconsistência ao definir boa governança corporativa, pois somente os acionistas são mencionados. A definição é dada pela OECD (2004):

“governança corporativa envolve uma relação entre os gestores da companhia, seu conselho, seus acionistas e outros *stakeholders*. [...] Boa governança corporativa deveria fornecer incentivos adequados para que o conselho e os gestores para manter

objetivos que são do interesse da companhia e dos acionistas, e deveria facilitar o efetivo monitoramento”.

A proposta para melhorar a governança corporativa em instituições financeiras do Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) (2010, p.4) também se posiciona a favor dos *stakeholders*. O guia formulado pelo comitê, intitulado “Melhorando a Governança Corporativa em Organizações Bancárias” coloca que, da perspectiva do setor bancário, governança corporativa envolve a maneira pela qual os negócios e os assuntos bancários são realizados pelos conselhos de administração e os gerentes sêniores. Por posicionar-se numa abordagem que leva em consideração os interesses dos vários grupos envolvidos nas instituições financeiras, o guia do BCBS (2010, p.19) sugere princípios que norteiem a atuação dos conselhos de administração e dos órgãos supervisores do sistema financeiro. O documento institui o papel de cada ator para assegurar o bem-estar do sistema. O conselho de administração tem primeiramente a responsabilidade sobre a performance da instituição financeira e os acionistas devem se assegurar de que o conselho esteja atuando efetivamente. O papel dos supervisores é promover a governança corporativa controlando e avaliando a implementação, por parte das instituições financeiras, dos princípios para a solidez do sistema.

Princípios do Comitê de Basiléia de Supervisão Bancária (2010), vistos como importantes elementos para uma governança corporativa efetiva:

“Princípio 1: Responsabilidades da diretoria e da administração sênior. Os participantes da indústria financeira e as autoridades financeiras devem ter abordagens abrangentes e efetivas para gerenciamento de continuidade de atividades. A diretoria e a administração sênior são coletivamente responsáveis pela continuidade de atividades da organização.

Princípio 2: Grandes rupturas operacionais. Nas abordagens sobre continuidade de atividades, os participantes da indústria financeira e as autoridades financeiras devem incluir o risco de uma grande ruptura operacional. O gerenciamento da continuidade de atividades das autoridades financeiras deve tratar, também, de como elas reagirão a uma grande ruptura que afete as operações dos participantes da indústria financeira ou o sistema financeiro pelo qual elas são responsáveis.

Princípio 3: Objetivos de recuperação. Os participantes da indústria financeira devem desenvolver objetivos de recuperação que espelhem o risco que eles representam para o funcionamento do sistema financeiro. Conforme for apropriado, tais objetivos de recuperação devem ser estabelecidos pelas autoridades financeiras, ou por intermédio de consultas com elas.

Princípio 4: Comunicações. Os participantes da indústria financeira e as autoridades financeiras devem incluir, em seus planos de continuidade de atividades, procedimentos para manter a comunicação dentro de suas organizações, e também com partes externas relevantes, no caso de uma grande ruptura operacional.

Princípio 5: Comunicações com outros países. Os procedimentos de comunicação dos participantes da indústria financeira e das autoridades financeiras devem tratar

das comunicações com autoridades financeiras de outras jurisdições, no caso de uma grande ruptura operacional que tenha implicações transfronteiras.

Princípio 6: Realização de testes. Os participantes da indústria financeira e as autoridades financeiras devem testar seus planos de continuidade de atividades, avaliar a sua efetividade e, conforme for apropriado, atualizar o gerenciamento de continuidade de atividades.

Princípio 7: Exame, pelas autoridades financeiras, do gerenciamento de continuidade de atividades. As autoridades financeiras devem contar, em suas estruturas internas, com setores que lhes permitam revisar continuamente o gerenciamento de continuidade de atividades dos participantes da indústria financeira que estejam sob sua responsabilidade”.

O BCBS (2010, p.21) reconhece que outros grupos também são responsáveis pela boa governança corporativa: acionistas, através do exercício atuante de seus direitos; depositantes e outros clientes, não mantendo negócios com instituições que operam de maneira insolvente; governo, através de leis, regulamentos e um sistema judicial efetivo; agência de ratings, através da avaliação do impacto das práticas de governança corporativa no perfil de risco dos bancos.

A proposta acima, com múltiplos objetivos e papéis, foi fortemente influenciada pela crise financeira global e o custo que ela gerou à sociedade. A opinião que prevalece é que alguns bancos assumiram excessivos riscos, que levaram a grandes perdas, orçamentos deficitários, necessidades de ajuda financeira e aumento do desemprego. Pressão deveria ser posta sobre os conselhos que não levaram em consideração seus acionistas, muito menos seus depositantes/credores e a sociedade como um todo (DERMINE, 2011).

Dermine (2011) acredita num sistema dual de governança corporativa para instituições financeiras baseado em objetivos claros e transparência, composto pela governança para supervisão bancária, visando à estabilidade do sistema bancário e a transparência dos órgãos supervisores; e pela governança para bancos que concerne na maximização do bem-estar dos acionistas. Ele argumenta que ao descentralizar a responsabilidade dos órgãos reguladores para os conselhos de administração, conforme proposto pelo Comitê de Basiléia, poderia interferir na eficiência econômica, inovação e desenvolvimento, e mais, estender a falta de transparência dos órgãos reguladores e dos ministérios de finanças.

Considerando que os princípios focam muito mais nos deveres do conselho e dos membros individuais do conselho, Mülbert (2009) aponta que, da perspectiva dos supervisores, o propósito da governança corporativa é mais voltada para a salvaguarda dos compromissos com depositantes e outros obrigacionistas do que com investidores.

As particularidades têm profundo impacto sobre os conflitos existentes em bancos, alterando sua estrutura, assim como o espectro de soluções disponíveis para mitigar estes con-

flitos. Os mecanismos de governança trabalham juntos para promover incentivos aos gestores e assim, aliviar os problemas de agência, ocasionados pela separação entre propriedade e controle (BELKHIR, 2004).

2.2.1. Particularidades das Instituições Financeiras

O que há de especial em instituições financeiras? As instituições financeiras possuem características sobre governança corporativa que são iguais à maioria das organizações de outros setores: conflitos de agência entre acionistas e gestores, benefício fiscal do pagamento de juros sobre capital próprio, assimetria de informações entre os vários grupos interessados e risco em seus negócios. Porém, algumas peculiaridades, que não podem ser omitidas no setor bancário, fazem com que estas características sejam observadas de maneira diferente (CIANCANELLI e GONZALEZ, 2000). Os autores, examinando a situação das instituições financeiras de países membros do Fundo Monetário Internacional, apresentam uma lacuna entre os modelos de Agência padronizados e dos bancos. A teoria de agência faz pelo menos três suposições: mercado normal e competitivo, a assimetria de informação na relação principal-agente se dá entre proprietários e gestores e a estrutura ótima de capital requer limitações. Em contraste, bancos funcionam em mercados regulados ou administrados, os problemas de agência são mais complexos e a estrutura de capital reflete a função de intermediário, onde proprietários raramente contribuem com mais de 10% dos fundos emprestados, sendo que investidores e depositantes fornecem o valor restante. Neste sentido, Macey e O'Hara (2003) argumentam que deveres e obrigações de gestores e conselheiros deveriam ser expandidos no caso dos bancos, pois os acionistas não são os únicos beneficiários dos deveres fiduciários.

As características que diferenciam instituições financeiras das outras organizações relacionam-se principalmente a dois tópicos: estrutura de capital e regulação externa.

2.2.1.1. Estrutura de Capital

Bancos possuem estrutura de capital única por dois motivos. Primeiro, estas organizações tendem a ter pouco capital próprio em relação a outros tipos de instituições, normalmente, recebem mais de 90% de seu *funding* de dívida (capital de terceiros). Segundo, o passivo de um banco é, em grande parte, formado por depósitos que são disponibilizados pelos seus credores/depositantes, enquanto seus ativos são normalmente formados por empréstimos que têm prazos mais longos de vencimento. Assim, uma das características que faz dos bancos, instituições financeiras intermediárias especiais é a função de produção de liquidez baseada

no desencontro entre os vencimentos dos dois lados do balanço. De outra maneira, a natureza do negócio bancário está em aceitar voluntariamente este descasamento entre o ativo e o passivo. Ao manter ativos não líquidos e emitindo passivo líquido, bancos criam liquidez para a economia (MACEY, O'HARA, 2003; MULBERT, 2009). Devido a este descompasso no balanço entre ativo e passivo, bancos estão sujeitos a problemas coletivos entre os depositantes. Numa situação rara em que todos ou grande parte dos depositantes queiram receber seus depósitos simultaneamente, o banco não terá fundos suficientes, terá suas reservas rapidamente exauridas e terá em carteira ativos não líquidos.

A própria qualidade dos empréstimos realizados pelos bancos que não é diretamente observável como os ativos em empresas de outros setores, carrega outra peculiaridade nas demonstrações contábeis dessas instituições: a opacidade dos ativos. Instituições financeiras possuem portfólio de ativos financeiros, cuja composição (volume, técnicas de securitização) permite aos bancos liquidarem facilmente dívidas de longo e investirem tais valores em novos ativos com um perfil de risco muito diferente.

Dependendo da situação, esta habilidade de transformar o perfil de risco dos bancos pode beneficiar acionistas e gestores. Um perfil de risco maior envolve a expectativa de maior retorno e a conseqüente elevação da lucratividade, ou seja, os gestores podem focar suas atividades no curto prazo ao invés da criação de valor no longo prazo. Os acionistas verão uma oportunidade em explorar os depositantes a partir de uma estratégia de negócios mais arriscada (MULBERT, 2009).

O regulamento sobre o imposto de renda pode justificar o grande passivo exigível das instituições financeiras. No Brasil, a legislação prevê um percentual de oito por cento sobre a receita bruta auferida mensalmente. Para as pessoas jurídicas cujas atividades sejam de bancos comerciais, bancos de investimentos, bancos de desenvolvimento, caixas econômicas, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades corretoras de títulos, valores mobiliários e câmbio, distribuidoras de títulos e valores mobiliários, empresas de arrendamento mercantil, cooperativas de crédito, empresas de seguros privados e de capitalização e entidades de previdência privada aberta a alíquota é de dezesseis por cento¹. O art. 226 do Decreto Lei 3.000/99 informa que as instituições financeiras poderão deduzir da receita bruta as despesas incorridas na captação de recursos de terceiros. Apesar da alíquota maior, a utilização de recursos de terceiros traz uma vantagem tributária para estas organizações.

¹ Alínea "b" do inciso II do § 1º do art. 223 – Decreto Lei 3.000/99.

O sistema bancário é conhecido pela capacidade de incutir metas para seus funcionários. Gestores que tenham parte de sua remuneração baseada em resultados podem utilizar a capacidade de flexibilização do perfil de risco dos ativos do banco a fim de cumprir suas metas antecipadamente. Além do cumprimento de metas, um perfil de risco maior, envolve a expectativa de maior retorno e a consequente elevação da lucratividade, ou seja, os gestores podem focar suas atividades no curto prazo ao invés da criação de valor no longo prazo. O principal interesse dos credores (depositantes e outros obrigacionistas) é a habilidade dos bancos em pagar suas dívidas quando eles, os credores, desejarem. Desta forma, segundo esta perspectiva, a remuneração dos gestores não deveria se basear em performance, tampouco volume e desencorajaria o risco tanto quanto fosse possível.

2.2.1.2. Regulação Externa

Devido à importância sistêmica e a vulnerabilidade quanto à insolvência súbita, existe forte regulamentação e muitos órgãos supervisores monitorando as instituições financeiras. Ocorre que a complexidade das instituições financeiras aumenta a assimetria de informação e diminui a capacidade de monitoramento dos acionistas quanto às decisões de conselheiros e gestores. Considerando o papel dos bancos no sistema de pagamentos e no funcionamento do sistema econômico e ainda suas peculiaridades quanto à estrutura de capital, bancos estão sujeitos à intensa regulação. As instituições financeiras são responsáveis por salvaguardar os direitos dos depositantes, garantido a estabilidade do sistema de pagamentos e reduzindo o risco sistêmico (ANDRES; VALLELADO, 2008).

O grande objetivo da regulação e supervisão externa, segundo o BCBS (2010), é a manutenção da estabilidade e solvência do sistema financeiro como um todo. Contudo, a regulação sob a quais as instituições financeiras operam traz implicações importantes para o papel dos bancos, do governo e da sociedade.

Inicialmente, a definição entre reguladores e supervisores é trazida por Dermine (2011). Enquanto reguladores codificam o que é permitido através de regras e legislação, supervisores, baseados em costumes, práticas e julgamento dessas regras e leis, controlam o quê e como deveria ser feito.

Ciancanelli e Gonzalez (2000) começam a construção de um modelo conceitual para governança corporativo em bancos ilustrando que supervisores e regulamentação são características transcendentais na gestão bancária em todo o mundo. Para construir este modelo, ar-

gumentam que é preciso entender como a regulamentação afeta a relação da delegação na tomada de decisões entre o principal e o agente. Sugerem quatro efeitos da regulação:

a) A existência de regulação implica na existência de uma força externa, independente do mercado, que afeta proprietários e gestores. A regulação bancária revela a existência de interesses separados e distintos dos interesses privado de uma firma. Como uma força de governança, a regulação pretende servir ao interesse público, particularmente aos interesses dos clientes dos serviços bancários.

b) Regulação cria restrições nos processo do mercado, limitando sua natureza e escopo. Supondo que o interesse público seja o principal ponto sob as deliberações do regulador, ele pode restringir preço e formas de competição, como restrições à entrada, aquisições, fusões e promovendo redução do risco sistêmico. Em outras palavras, é possível argumentar que a regulação pretende restaurar um bem-estar geral a restaurar um equilíbrio competitivo.

c) Para assegurar e proteger o interesse público, o regulador impõe uma forma de governança sobre o agente, que pode ser punido caso não esteja em conformidade, o que implica que o gestor bancário trabalhará com dois tipos de interesses, agindo de maneira a assegurar que o comportamento que beneficia o interesse da empresa não compromete o interesse público.

d) O regulador aplica políticas ou instrumentos considerados efetivos para a limitação do risco sistêmico – depósito garantido e redesconto. A presença desses instrumentos altera profundamente a relação entre gestores e acionistas e o modelo como um todo.

Apesar do efeito positivo causado pelos depósitos garantidos e a política de redesconto na prevenção de insolvência súbita dos bancos, há também o custo do incentivo a acionistas e gestores a assumir riscos excessivos. Macey e O'Hara (2003) apresentam dois aspectos que explicam o aparecimento do risco moral: os acionistas do banco têm capacidade de impingir parte de suas perdas para uma terceira parte – os bancos saudáveis que contribuem com o fundo garantidor de crédito e não há compensação na taxa paga aos depósitos garantidos pelo incremento do risco de um particular banco.

Demsetz *et al* (1983) realizaram um estudo com a tentativa de associar o potencial risco assumido pelos bancos a partir da segurança dos depósitos garantidos. Identificaram que a relação entre estrutura de capital e risco era significativa somente em bancos pequenos, nos quais problemas de risco moral eram mais severos e conflitos entre proprietários e gestores eram mais fortes.

Outra maneira de ver o depósito garantido é dada por Onali (2012), conforme o autor, garantias dadas pelo governo, podem aumentar a probabilidade de risco moral assumindo risco excessivo, pois desencoraja o monitoramento dos depositantes. A regulação pode reduzir inclusive o incentivo ao monitoramento dos próprios acionistas (ADAMS e MEHRAN, 2003). Neste sentido, Onali (2012) diz que o requerimento de capital mínimo conforme o Acordo de Basileia deveria conter o risco moral, pois força os bancos a internalizar as consequências adversas do risco excessivo.

Num mercado competitivo, os custos de falência fariam com que houvesse limitação no risco assumido por uma empresa, mas o que se percebe no setor bancário é que, numa situação de insolvência, os acionistas da instituição ainda possuem incentivos para aumentar o risco, pois podem alocar suas perdas, enquanto ainda recebem qualquer ganho que possa advir desse comportamento (MACEY; O'HARA, 2003).

“De fato e perversamente”, dizem Ciancanelli e Gonzalez (2000), assumir risco excessivo nas operações de empréstimo é o curso mais racional de ação das empresas bancários, pois sua natureza compreende a aposta. Se o risco levar a altos retornos, o banco terá grandes lucros. Se o risco resultar em falência, será tratado pelo sistema e os proprietários serão resgatados. Os autores expõem que “isto ocorre porque a regulação limita a competição e por isso os proprietários são protegidos da disciplina do mercado”.

Barth *et al* (1999) coletaram dados de instituições financeiras de 60 países e avaliaram diferenças entre a regulação e as práticas de propriedade em relação à performance e a estabilidade do setor bancário. Seus resultados sugerem a não existência de uma relação estatisticamente significativa da regulação bancária e a habilidade dos bancos em securitizar ativos, países que possuem maior restrição regulatória nas atividades de securitização têm maior probabilidade de sofrerem com crises bancárias e a atividade bancária de securitização é associada com uma menor estabilidade financeira.

A partir de uma amostra de conglomerados bancários e empresas de outros setores, Adams e Mehran (2003) observaram que os bancos possuem características distintas, como conselhos de administração maiores, com percentual de conselheiros externos significativamente mais elevado, possuem mais comitês internos e se reúnem mais frequentemente que

conselhos de outros setores. Os autores argumentam que estas diferenças podem advir de diferenças em oportunidades de investimento em empresas de dois setores, assim como, da presença da regulação no setor bancário.

A eficácia das políticas de regulação e supervisão de 107 países foi analisada por Barth *et al* (2006), seus resultados sugerem que as práticas de regulação e supervisão forçam a uma acurada transparência de informações, dá poder ao controle corporativo do setor privado de bancos e promove incentivos para agentes privados exercerem controle corporativo a promover a performance dos bancos e a estabilidade do sistema.

Dermine (2011), a partir de uma exaustiva revisão teórica conclui que a governança corporativa para instituições financeiras precisa prever um sistema de governança para os supervisores financeiros, foco no longo prazo para a criação de valor, atenção ao viés na identificação e mensuração de riscos, além de uma abordagem de valor baseada no risco.

2.3. MECANISMOS DE CONTROLE CORPORATIVO

Existe o pressuposto de que dentre um conjunto de companhias, algumas se diferenciariam como “empresas com boa governança”, aumentando o número de indivíduos interessados em alocar recursos nessas companhias. A maior demanda dos investidores pelos seus papéis resultaria num menor custo de capital, tanto capital próprio, via ações, quanto capital de terceiros, via debêntures, bônus e empréstimos de longo prazo. A consequência desta redução seria um aumento no valor das organizações (SILVEIRA, 2004).

No entanto, a existência de conflitos, custos de agência e direitos assimétricos coloca a necessidade de se estabelecerem mecanismos de controle para que o processo de governança institua-se de forma a harmonizar os interesses das partes envolvidas com as operações da empresa (DAMI *et al*, 2007).

Os mecanismos de controle, de acordo com Silveira (2004), dividem-se em internos e externos. Constituem mecanismos de controle interno: conselho de administração, sistemas de remuneração e estrutura de propriedade, enquanto que o mercado de aquisição hostil, de trabalho competitivo e relatórios contábeis fiscalizados externamente são mecanismos de controle externo.

Dado o foco em um único segmento – instituições financeiras brasileiras – que tem mecanismos de controle externo como características homogêneas fortes, o trabalho voltou-se para dois mecanismos de controle corporativo interno: conselho de administração e estrutura de propriedade.

Segundo as investigações de Belkhir (2004) duas hipóteses podem ser formuladas quanto à relação das características desses dois mecanismos de controle corporativo. Uma é de que exista uma relação ótima entre estrutura de propriedade e conselhos de administração comum a todas as empresas de maneira que as empresas que divergem desse nível ótimo têm pior desempenho. Alternativamente, a outra hipótese é que estrutura de propriedade e conselho de administração estão disponíveis ao mesmo tempo e são determinados endogenamente de acordo com os seus custos e benefícios. Como os custos e benefícios variam entre empresas, cada mecanismo torna-se mais ou menos atrativo. Este mecanismo mais atrativo é utilizado para equalizar custo e benefício marginal, alcançando uma estrutura de governança corporativa ótima que varia entre empresas e igualmente resulta em bom desempenho, num sistema de substituição entre as características de governança.

A relação entre característica de propriedade e do conselho de administração em uma amostra de 260 instituições financeiras, na Europa e Estados Unidos, foi investigada por Belkhir (2004). Usando mínimos quadrados de dois estágios, o autor encontrou evidências de interdependência entre as duas variáveis, sugerindo que os bancos escolhem o mecanismo de governança que melhor se alinha com os interesses de acionistas e gestores.

A figura 2 sintetiza as ideias mencionadas.

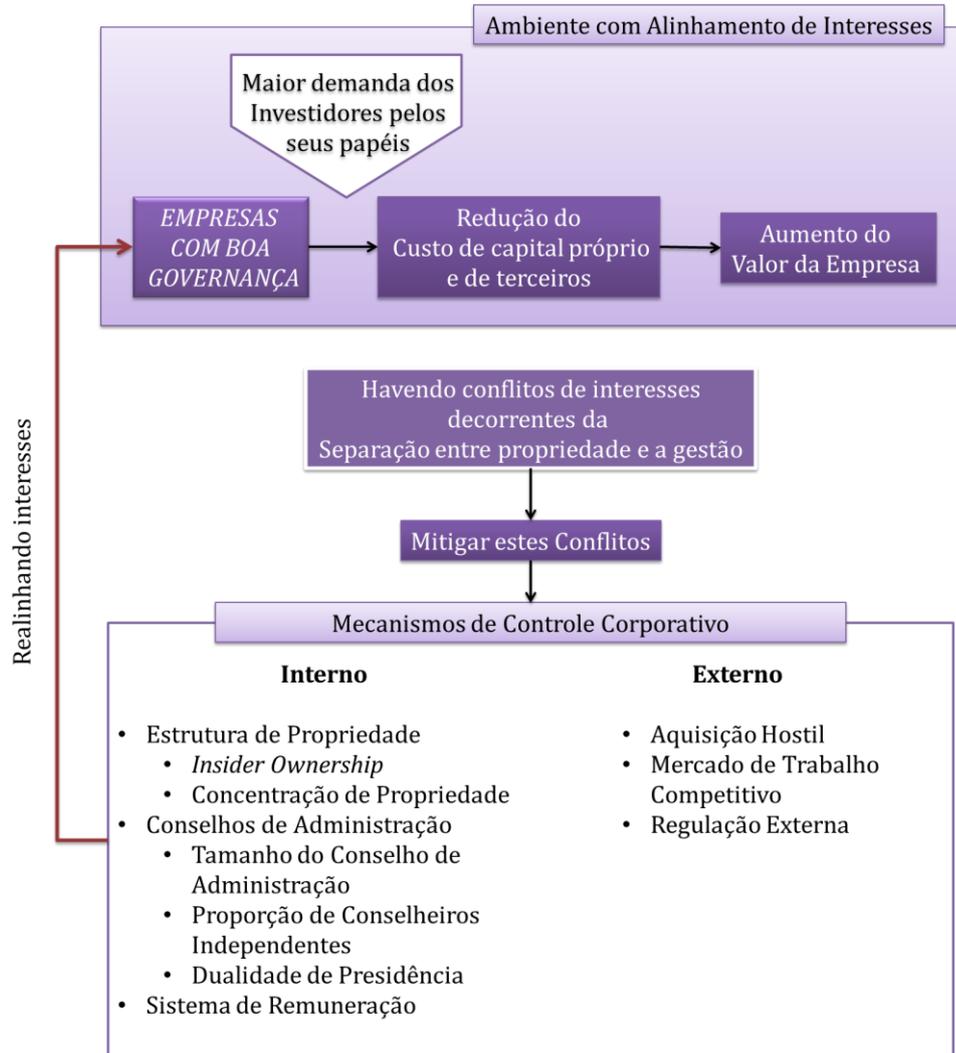


Figura 2: Mecanismos de Controle Corporativo

Fonte: Elaborado pela autora com base em Silveira (2004).

A seguir, detalhes sobre os mecanismos de controle interno.

2.3.1. Estrutura de Propriedade

Segundo Thomsen e Pedersen (1997), a estrutura de propriedade é um dos principais determinantes da governança corporativa, ela diz respeito à forma em que o capital da empresa é distribuído relativamente ao poder de voto e à concentração dos proprietários do capital. De acordo com Carvalho-da-Silva e Leal (2003) compreender a estrutura de propriedade é importante pois influencia diretamente o controle corporativo de duas maneiras: apresenta o grau de risco desejado pelos acionistas e mostra possíveis problemas de agência entre acionistas, gestores e gerentes.

Williamson (1996) apresenta seis razões para a importância da estrutura de propriedade na Governança Corporativa: 1) a concentração da propriedade por parte de grandes acionistas irá incentivá-los a tomar uma posição ativa, com interesse no desempenho da firma e na implementação de mecanismos de monitoramento aos administradores; 2) o fato de os administradores deterem ações irá afetar os incentivos que estes possuem para maximizar o valor para os acionistas, ao invés de desenvolverem objetivos próprios; 3) a identidade dos proprietários é um indicativo de suas prioridades, 4) segundo a teoria de finanças, os acionistas/proprietários que possuem portfólios diversificados não serão avessos a uma postura de maior risco por parte da firma, ao passo que proprietários com uma parcela significativa de sua riqueza em uma única firma tendem a propor estratégias corporativas de baixo risco; 5) a liquidez da propriedade irá afetar a preferência temporal dos proprietários e o comportamento de investimentos das corporações; e 6) as estruturas de propriedade integrada (hierarquias) podem reduzir os custos de coordenar transações com alto grau de especificidade dos ativos.

Demsetz (1983) afirma que o comportamento dos agentes é afetado pelo direito de propriedade, causando efeitos em termos de utilização e alocação de recursos. Thomsen e Pedersen (1995) abordam que ao analisar a estrutura de propriedade de uma corporação é preciso ter em mente três dimensões: concentração de propriedade, a forma legal da empresa e a identidade do maior proprietário, conforme segue.

2.3.1.1. *Insider Ownership*

Uma primeira abordagem diferencia *insider* e *outsider ownership*. De maneira simplificada, um proprietário interno (*insider*) é proprietário e gestor, enquanto que um proprietário externo (*outsider*) é um proprietário que optou por investir na empresa via mercado de capitais.

Insider Ownership pode mostrar-se em duas situações. No primeiro caso o gestor é atribuído de direitos de propriedade como um incentivo, num mecanismo de controle pelos outros proprietários. No segundo caso, há o direito de propriedade, de fato, mantido pelo proprietário que gerencia. Por isso, o comportamento deste ator, devido às diferenças no direito de fluxo de caixa e controle, não são necessariamente similares, visto divergências de motivações e expectativas. (KHATRI e KUMAR, 2002).

Thomsen e Pedersen (2000) argumentam que a intuição é que *insiders* têm uma preferência sobre a propriedade – preferem partilhar o mínimo possível de sua propriedade com *outsiders* –, acreditam que alto valor de mercado permitirá a atração do capital necessário com

pouca diluição do direito ao fluxo de caixa e controle, num paralelo com a Teoria de *Pecking Order*, no qual o gestor prefere outros tipos de recursos à subscrição de novo capital.

No modelo de La Porta *et al* (2000) a preferência sobre a propriedade é vista como uma consequência do incentivo para o alinhamento com outsiders – o *insider* tem um grande incentivo para maximizar o valor ao acionista desde que seu direito sobre o fluxo de caixa líquido seja alto. No entanto, outros motivos podem ser atribuídos a esta preferência sobre a propriedade, por exemplo, a possibilidade de influenciar a companhia de acordo com seus interesses se mantiver grande número de ações ou a maximização da riqueza dos acionistas através desta mesma influência, caso as outras categorias não tenham tal objetivo.

Pesquisas sobre como diferentes aspectos de governança corporativa influenciam o desempenho dos bancos encontraram que a boa relação entre proprietário e alta gerência pode aumentar a performance pois diminui os conflitos principal-agente conforme a teoria financeira, também acharam evidência de que os conselhos de administração têm efeito positivo na performance quando os conselheiros possuem interesse financeiro no banco (SPONG e SULLIVAN, 2007; ADAMS e MEHRAN, 2008).

Gestores e conselheiros cuja riqueza pessoal é significativamente ligada ao valor da empresa terão incentivos em agir em prol dos interesses dos acionistas outsiders (Belkhir, 2004). Conforme Jensen e Meckling (1976) se um acionista externo (*outsider*) pode avaliar a extensão dos custos de agência das imposições do *insider* sobre os outros acionistas, o valor de mercado da empresa será reduzido, diminuindo a riqueza dos proprietários. Segundo os autores, o aumento do valor de mercado de uma empresa cuja propriedade pertence a diretores e gestores é um efetivo mecanismo de controle para reduzir o risco moral. Se este é o caso, um aumento de sua utilização poderia induzir à redução no nível de outras formas de monitoramento como a presença de blocos de acionistas e conselheiros independentes. É possível que este comportamento seja ratificado no caso brasileiro, onde é comum a concentração de propriedade através da obtenção de mais de 50% das ações ordinárias.

Em contraponto, nas situações em que há clara separação entre proprietários e gestores, as possíveis causas dos conflitos entre gestores e acionistas são que gestores são mais avessos ao risco do que acionistas dispersos, ou que gestores podem agir abaixo do ótimo em benefício próprio, ou seja, os gestores podem ter seus objetivos pautados em investimentos que os beneficiem de forma pessoal (Mulbert, 2009). Soluções para este tipo de conflitos seria o monitoramento mais ativos dos acionistas ou de um bloco de acionistas, compensação dos gestores baseada em performance, como opções de ações, para alinhar os interesses entre os

dois grupos ou ameaça de aquisições, que acabam incentivando gestores a seguir o objetivo da maximização da riqueza do acionista.

Desse ponto de vista, o principal aspecto da governança corporativa em bancos é monitorar a orientação de curto prazo dos gestores para que não trabalhem em um nível abaixo do ótimo de risco.

2.3.1.2. Concentração de Propriedade

Os primeiros estudos sobre a separação entre propriedade e controle foram realizados em ambientes cujo capital das empresas permanecia diluído entre muitos pequenos acionistas (BERLE e MEANS, 1932). Contudo, estudos mais recentes concluíram que apenas em poucos países a propriedade das organizações segue a característica anterior, contrariamente, possuem grande concentração de propriedade e controle.

As causas e consequências da concentração de propriedade foram estudadas por Demsetz e Lehn (1985). Entre as causas, os autores apresentam o tamanho da firma, o lucro potencial devido a um controle mais efetivo e a regulação sistemática. Argumentam que o tamanho das empresas varia entre setores, de forma que quanto maior o tamanho viável da empresa, dependendo assim de sua posição e competitividade em seu mercado, maior a disponibilidade de recursos, e maior o valor de mercado de uma parcela de sua propriedade. Quanto ao controle, seu ponto de vista é que, os acionistas acreditam que podem influenciar o sucesso de suas empresas, visto que os resultados não são completamente previsíveis, tampouco aleatórios, por isso o lucro potencial de exercer certo grau de controle é correlacionado com a instabilidade do ambiente organizacional, considerando risco, oportunidade e atitudes dos gestores. Por fim, a regulação limita as opções de controle disponíveis para os proprietários, mas também exerce uma função de monitoramento e disciplina sobre os gestores.

Em contraponto, Okimura (2003) afirma que o tamanho da firma influenciaria a concentração de propriedade de forma inversa, visto que, quanto maior o valor de mercado e maior o valor absoluto da empresa, menor a probabilidade e a possibilidade de uma parcela maior da propriedade ser detida por um acionista controlador, e Siqueira (1998) coloca que a instabilidade do mercado exerce influência sobre a concentração da propriedade em função do conflito de interesses entre administradores e proprietários. A redução do grau de instabilidade de mercado provocaria a redução da concentração da propriedade, podendo, inclusive, aumentar a liberdade de monitoramento dos gestores.

La Porta *et al* (1999) apresenta uma forte correlação negativa entre concentração de propriedade e proteção legal a investidores. Segundo os autores, quando a lei não protege investidores, eles precisam ser importantes o suficiente para demandar aos gestores o retorno adequado sobre seus investimentos. Assim, em países nos quais a jurisdição não prevê, ou prevê pouca proteção aos acionistas, o benefício do monitoramento é maior, favorecendo um grau maior de concentração.

As consequências da concentração de propriedade seriam a possível expropriação da riqueza dos outros acionistas e o maior monitoramento sobre administração. A expropriação pode ocorrer, segundo Schleifer e Vishny (1997), devido à possibilidade dos interesses dos acionistas controladores não estarem alinhados com os interesses dos demais acionistas. A concentração de direito sobre os fluxos de caixa pode gerar, além da condução de interesses próprios dentro da empresa, como nomeação e destituição dos gestores, a impossibilidade da empresa ter em mente uma aquisição hostil (DAMI *et al*, 2007).

Jensen e Meckling (1976) explicam que os acionistas controladores podem expropriar a riqueza dos outros acionistas de várias formas: pagamentos de salários excessivos para si; auto nomeação em cargos executivos privilegiados e posições no conselho para si ou familiares e parentes (nepotismo); pagar ou receber preços de transferências altos para empresas das quais são proprietários; transferência de ações com deságio ou o ato de *insider trading*; utilizar ativos da empresa como garantia de transações pessoais ou tomar emprestados fundos da empresa com vantagens comerciais; propensão à prática de sub-investimentos, pois se os investimentos não forem recuperados os custos serão divididos em partes iguais com todos os acionistas; e alocação de recursos em projetos de investimentos que reduzem seus riscos e não a maximização de riqueza da empresa.

O benefício da concentração de propriedade é a possibilidade dos acionistas monitorarem a administração com a provável redução de conflitos e custos de agência. Conforme Hitt, Ireland e Hoskisson (2002) a propriedade difusa (um grande número de pequenos acionistas) torna difícil aos proprietários a coordenação de suas ações de forma eficiente. Níveis mais elevados de monitoramento poderiam encorajar os gerentes a evitar decisões estratégicas que não criam maior valor para os acionistas.

Assim, a concentração de propriedade têm duas possibilidades de posicionamento. De um lado, uma aversão maior ao risco e incentivos ao monitoramento dos gestores, pois parte de sua riqueza depende do valor da empresa. De outro lado, este grupo/indivíduo pode estar interessado em extrair benefícios privados da empresa e por tanto, o incentivo ao monitoramento pode diminuir. De modo geral um bloco de acionista irá preferir receber lucros em

forma de benefícios pessoais ao invés de dividendos, mesmo que o pagamento de dividendos também beneficiaria outros acionistas (dispersos).

Estudos mostraram tendências de que os acionistas controladores tendem a decidir por estruturas de capital que não coloquem em risco a perda do controle acionário (STULZ, 1988; HARRIS e RAVIV, 1988). Segundo Demsetz e Lehn (1985) a decisão dos acionistas de alterar a estrutura de propriedade de sua empresa de concentrada para dispersa deve ser feita tendo em mente as consequências de perda de controle para a administração. O alto custo e a redução de lucro associados com esta perda de controle deveria ser recompensado com menores custos de aquisição de capital ou outros aspectos que melhorariam a lucratividade em ambientes com acionistas dispersos.

Jensen e Meckling (1976) concluíram que a concentração da propriedade é benéfica para o valor da empresa porque grandes investidores são melhores na função de monitoramento. No estudo de empresa brasileiras listadas na BM&FBovespa, Leal e Valadares (2000) encontraram grande concentração de capital, principalmente capital com direito a voto, possivelmente gerando conflitos entre acionistas majoritários e minoritários e a participação comum de outras companhias como acionistas.

Entre os resultados encontrados por Iannotta *et al* (2007), em uma amostra de 181 grandes bancos de 15 países europeus, durante o período de 1999-2004, verificou-se que bancos governamentais possuem performance inferior, que o setor bancário público apresenta qualidade inferior em seus empréstimos e maior risco de insolvência, e por fim, enquanto a concentração de propriedade não afeta significativamente a lucratividade dessas empresas, a alta concentração está associada à melhor qualidade de empréstimos, menor risco nos ativos e menor risco de insolvência. Com uma amostra de 795 bancos de 47 países, no período de 1997-2007, Magalhães *et al* (2010) evidenciaram a existência de relação cúbica entre concentração de propriedade e performance bancária. Ainda, encontraram relação entre a concentração de propriedade e ganhos de volatilidade, dando suporte à hipótese de que o incentivo dos acionistas à tomada de risco prevalece quando seu capital está acima de um determinado limiar.

Quanto às investigações no que se refere à estrutura de propriedade das instituições financeiras, Khatri e Kumar (2002), desenvolveram uma pesquisa em bancos indianos no período entre 1995-2000, seus resultados sugerem que os bancos do setor privado e cuja propriedade é estrangeira têm melhor performance, contudo, à medida que aumenta a competição, bancos públicos vêm melhorando seu desempenho, em outras palavras, a entrada do capital privado e estrangeiro tornou setor bancário indiano mais competitivo. Com dados de bancos

argentinos, durante os anos 90, Clarke *et al* (2005) verificaram que bancos cuja propriedade é do Estado possuem performance de longo prazo inferior aos outros bancos. Em bancos nigerianos, no período de 1989-2004, o estudo de Aburime (2008) questionou se a composição de propriedade e o spread bancário influenciam significativamente o retorno da empresa. Tal questionamento teve como resultado a não relação significativa entre as variáveis.

Optou-se por classificar o controle de propriedade segundo o tipo de controle acionário. Ou seja instituições financeiras com controle acionário público, privado nacional ou estrangeiro. No Brasil, devido à presença de ações ordinárias e preferências – uma relacionada ao direito de voto e a outra relacionada ao capital (riqueza) alocado – optou por configurar a concentração de propriedade pelas ações ordinárias.

A seguir outras características da subdivisão da concentração de propriedade.

2.3.1.2.1. Propriedade Privada Nacional

Instituições com controle acionário privado podem ter como acionista controlar uma pessoa física ou uma pessoa jurídica de direito privado. Um terceiro caso ocorre quando a propriedade é dispersa, num ambiente de capital aberto e muitos acionistas.

Uma propriedade familiar ou individual ocorre quando um indivíduo ou grupo familiar é o acionista controlador, ou seja, possui mais de 50% dos direitos de voto. Neste tipo de controle acionário é comum que este acionista tenha duplo papel: de proprietário e de gestor, visto que, muitas vezes, as empresas que possuem como acionista principal pessoa física geralmente são fundadas por famílias que passam de geração em geração a propriedade (HOLDERNESS, 2009).

Segundo Thomsen e Pedersen (2000) desde que o indivíduo ou grupo familiar invista na companhia parte representativa de sua riqueza, eles terão relativamente mais aversão ao risco e tendem a utilizar o capital de forma mais racional. Conforme os autores o custo marginal na diversificação dos lucros são pequenos e por isso o controle acionário realizado por família deve ter um forte efeito no valor de mercado da empresa. Além disso, existe a possibilidade de utilização dos bens da empresa em benefício próprio, às custas dos acionistas minoritários.

Em estudos relativos à questão, Johnson *et al* (1985) encontraram reação favorável do mercado frente à morte inesperada de CEOs proprietário de grande número de ações.

Nickel *et al* (1997) não evidenciou efeitos da propriedade familiar sobre a produtividade. Holderness (2009) e Anderson e Reeb (2003) identificaram que empresas que possuem

este tipo de estrutura de propriedade têm um desempenho melhor do que as que possuem uma pessoa jurídica como acionista majoritário.

No mercado acionário brasileiro, Villalonga e Amit (2009) encontraram que as famílias que controlam empresas podem reduzir os custos de controle tanto para eles como para os acionistas de fora, o que traz benefícios para a organização.

Em organizações cuja propriedade é outra instituição financeira, encontram-se como controladores os bancos, companhias de seguro, fundos de pensão e companhias de investimentos cujo principal objetivo é a maximização do valor ao acionista, o que também significa que eles podem ser vistos como *outsiders*. Os autores configuram o papel destas instituições, por exemplo, bancos valorizarão a securitização de seus empréstimos e outros negócios enquanto tiverem interesse na sua propriedade, os fundos de pensão conservam seu interesse enquanto forem sensíveis às diretrizes políticas que afetam a imagem das empresas nas quais investem e as *holdings*, devido à avaliação regular de seus resultados, têm um posição ainda mais forte no que concerne à maximização da riqueza de seus acionistas.

Em estudos sobre a propriedade concentrada por parte de instituições financeiras, Thomsen e Pedersen (2000) argumentam que esta característica acarreta em maior poder de voto e incentivo ao monitoramento dos gestores, o que implica em maior pressão para a maximização do valor ao acionista. Nickel *et al* (1997) encontraram um impacto positivo na produtividade de empresas cuja propriedade é concentrada por instituições financeiras.

Numa outra interpretação, La Porta *et al* (2000) afirmam que o efeito do valor implica que as instituições financeiras e companhias nas quais são proprietários provavelmente são menos racionais no uso do capital do que companhias que não tem acesso livre ao capital, no entanto, devido à regulação e supervisão estas empresas devem investir com maior prudência em ativos mais líquidos.

A estrutura de propriedade dispersa é benéfica devido ao fato de diminuir a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários (LA PORTA *et al*, 1999). Segundo os autores, a proteção legal dos acionistas, existente em alguns países, pode atenuar a questão da expropriação.

Empresas que têm um bom desempenho se tornam mais atrativas para investidores, desta forma, Helwege, Pirinsky e Stulz (2007) identificaram que o desempenho das ações da empresa e sua liquidez são críticos determinantes da estrutura de propriedade. Foley e Greenwood (2010) também identificaram uma propensão à diminuição da concentração de propriedade, após o IPO, em países com proteção efetiva dos investidores, esta diminuição ocorre em resposta às oportunidades de crescimento da empresa.

Neste sentido, Hamadi (2010), na Bélgica, Kirchmaier e Grant (2006) e Miguel *et al* (2004) na Europa, encontraram que a concentração é negativamente associada ao desempenho das empresas.

O modelo de Bebchuck (1999) indica que estruturas de controle dispersas são instáveis quando investidores podem concentrar controle sem pagar inteiramente por ele, quando a dissipação do controle reduz a expropriação, é possível que surja uma alternativa ótima para a maximização da riqueza do empreendedor. Morck *et al* (1988) sugere que esta falta de separação entre propriedade e controle reduz a possibilidade de conflitos de interesses e consequentemente, maximiza o valor para o acionista. Leal e Valadares (2000) corroboram que existirão problemas de agência entre acionistas e gestores, se estes não maximizarem a riqueza/valor daqueles. Onde os acionistas não exercerem o controle, diz-se que propriedade e controle estão separados. Okimura *et al* (2007) investigaram os conflitos de agência existentes nas empresas brasileiras de capital aberto entre 1998 e 2002, resultantes da separação entre propriedade e controle sob o ponto de vista da governança corporativa, supondo que a estrutura de propriedade é fator determinante do valor e desempenho das empresas.

2.3.1.2.3. *Propriedade Pública*

Thomsen e Pedersen (2000) afirmam que organizações governamentais são mais sensíveis às diretrizes políticas do que outras categorias de propriedade, o que significa que uma propriedade altamente concentrada não necessariamente funciona como um impedimento contra a diversificação do lucro.

Sugere-se que o governo tenha maior atenção sobre objetivos políticos, como nível de preços, emprego e efeitos externos, tornando o comportamento de não maximização do lucro racional para empresas de sua propriedade de acordo com a teoria do bem-estar econômico (SHEPHERD, 1989).

Assim, espera-se de empresas governamentais menos performance, e uma possível relação negativa com o valor de mercado. Além disso, os determinantes da propriedade governamental diferem da propriedade privada, desta forma, o governo pode preferir empresas não comercialmente viáveis (THOMSEN e PEDERSEN, 2000).

Ao estudar mudanças no desempenho de organizações em 21 países, Boubakri e Cosset (1998) identificaram que tais empresas, após sofrerem privatizações, tiveram aumentos significativos na lucratividade, eficiência operacional, gastos com investimentos de capital, produto, nível de emprego e dividendos. No entanto, Figueira *et al* (2009) não encontraram

diferença significativa na eficiência entre empresas estatais e privadas em seu estudo sobre a eficiência nos Bancos Latino Americanos.

2.3.1.2.5. *Propriedade Estrangeira*

De acordo com Sonza (2012) o controle estrangeiro possui uma relação controversa com a eficiência das empresas pois, de um lado, a distância pode prejudicar o andamento dos negócios por não poder realizar um monitoramento substancial das atividades da empresa, e por outro lado, o controle estrangeiro pode dificultar os benefícios privados de controle e aumentar receitas das empresas por terem maior comprometimento e envolvimento de longo prazo.

Neste sentido, Stulz e Wasserfallen (1995) provaram, através do desenvolvimento de uma teoria sobre restrição em investimento de capitais estrangeiro na empresa, que as firmas maximizam seu valor através da discriminação entre investidores domésticos e estrangeiros. Gaspar e Massa (2007) afirmam que à medida que aumenta a parcela de ações pertencentes a grupos locais, é observado um maior monitoramento, melhorando a qualidade da governança corporativa. Doidge *et al* (2009) sugerem que o investimento estrangeiro pode gerar mais eficiência para as empresas pois a decisão de abrir capital no exterior está inversamente ligada com o consumo de benefícios privados de controle.

A seguir o segundo mecanismo de controle compreendido neste trabalho.

2.3.2. Conselho de Administração

É possível verificar a posição central ocupada pelo Conselho de Administração, elo entre a propriedade e a gestão para orientar e supervisionar a relação desta última com as demais partes interessadas. O Conselho de Administração é encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. É o principal componente do sistema de governança (IBGC, 2010, p.29), tem o poder de demitir, contratar, recompensar, e definir o sistema de incentivos aos gerentes (BELKHIR, 2004).

No Brasil, segundo a Lei 6.404 de 1976, Art. 138-§ 2º, todas as companhias abertas e as de capital autorizado têm, obrigatoriamente, conselho de administração, que é órgão de deliberação colegiado que pode ou não, participar da administração da organização conforme disposição no estatuto desta última.

Segundo o IBGC (2010, p.29) o Conselho de Administração é “órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estraté-

gico”. O Conselho é eleito, recebe poderes e presta contas aos sócios, sem perder de vista as demais partes interessadas, seu objeto social e sua sustentabilidade no longo prazo. É ele que decide os rumos do negócio, conforme o melhor interesse da organização, deve sempre decidir em favor do melhor interesse da organização como um todo, independentemente das partes que indicaram ou elegeram seus membros.

A missão do Conselho de Administração é proteger e valorizar a organização, otimizar o retorno do investimento no longo prazo e buscar o equilíbrio entre os anseios das partes interessadas, de modo que cada uma receba benefício apropriado e proporcional ao vínculo que possui com a organização e ao risco a que está exposta (IBGC, 2010, p.29).

Também a CVM (2002, p.5) recomenda que o conselho de administração deva “atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objeto social e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento” e incorpora a ideia de conselheiros independentes dizendo que o conselho deve ter o “maior número possível de membros independentes da administração da companhia”.

Com objetivos de cumprir sua missão o Conselho de Administração recebe competências legais e atribuições estatutárias.

2.3.2.1. Atribuições do Conselho de Administração

A lei 6404/1976 traz em seu Art. 142 as competências do conselho, quais sejam:

- I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
- II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;
- III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;
- IV - convocar a assembleia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;
- V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;
- VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;
- VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;
- VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;
- IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

Entre as atribuições que o IBGC (2010, p. 29) dispõe para o conselho, de modo geral, ele deve zelar pelos valores e propósitos da organização e traçar suas diretrizes estratégicas. Para que o interesse da organização sempre prevaleça, o conselho deve prevenir e administrar

situações de conflitos de interesses e administrar divergências de opiniões. As discussões, aprovações e monitoramento de decisões envolvem a estratégia, a estrutura de capital, o perfil de risco a ser tolerado, fusões e aquisições, contratação, dispensa, avaliação e remuneração do diretor-presidente e dos demais executivos, a escolha e avaliação da auditoria independente, práticas de Governança Corporativa, sistema de controles internos, política de gestão de pessoas e Código de Conduta.

A partir da década de 90, vários estudos nos Estados Unidos conseguiram demonstrar que a principal função e demanda dos conselhos de administração era a formulação e o envolvimento com a estratégia das organizações (DEMB e NEBAUER, 1992; O'NEAL e HOWARD, 1995; STILES, 2001). Stiles (2001) apresentou o envolvimento na estratégia, o monitoramento da saúde financeira da empresa e a contratação, avaliação e demissão dos executivos como as atribuições mais frequentes do conselho de administração.

Ao analisar as reuniões dos conselheiros, buscando levantar quais as atribuições mais frequentes dos conselheiros, os resultados de Useem e Seleke (2006) mostraram que os conselheiros são autoritários sobre diversos assuntos regulatórios como declarar dividendos e aprovar fusões e aquisições, além de nomear diretores e contratar auditores independentes. Os conselhos também se envolvem na maioria das decisões estratégicas, ao menos como supervisão.

Quanto ao papel dos conselheiros, estudos com companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa mostraram que o conselho de administração tem elevado envolvimento na estratégia, destacando-se as decisões de maior impacto financeiro. O papel de controle predomina, seguido pelo direcionamento. Conselhos de administração com maiores níveis decisórios estão associados a um número maior de melhores práticas de governança (MURITIBA, 2009; GUERRA, 2009).

A composição dos conselhos de administração tem um papel importante nas decisões que são tomadas, e podem influenciar a prática da boa governança corporativa numa organização. A seguir, características do Conselho de administração que dizem respeito a sua composição.

2.3.2.2. Constituição do Conselho de Administração

Diversos fatores influenciam na composição do conselho de administração, ressalta-se que a organização deve considerar a criação de um ambiente que permita a livre expressão dos conselheiros, com diversidade de experiências, qualificações e estilos de comportamento

para que o órgão reúna as competências necessárias ao exercício de suas atribuições (IBGC, 2010, p. 32).

2.3.2.2.1. *Tamanho do Conselho de Administração*

Cada Conselho deve ter no mínimo três membros, eleitos pela assembleia-geral e destituídos por ela a qualquer momento e cabe ao estatuto da organização discorrer sobre o número de conselheiros (mínimo e máximo permitido), o modo de substituição dos conselheiros, o prazo de gestão, que não pode ser superior a três anos, permitida a reeleição, as normas de convocação, instalação e funcionamento do conselho que deliberará por maioria de votos e conforme o assunto se haverá estabelecimento de quórum qualificado (LEI 6404, 1976, Art. 40).

A eleição dos conselheiros é realizada pela assembleia geral, conforme a legislação pertinente. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, um décimo do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de *voto múltiplo*, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários (LEI 6404, 1976, Art.141).

A mesma Lei, afirma no § 4º do artigo citado que terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto, seguidos dos titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social. O § 7º indica que sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração se der pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações ordinárias ou preferenciais exercerem a prerrogativa de eleger conselheiro, será assegurado ao acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais do que 50% das ações com direito de voto o direito de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros que, segundo o estatuto, compoem o órgão.

O número de conselheiros deve variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês e deve convergir objetivando criar um colegiado que possua alinhamento com os valo-

res da organização e seu Código de Conduta, capacidade de defender seu ponto de vista a partir de julgamento próprio, visão estratégica e capacidade de ler e entender relatórios gerenciais, contábeis e financeiros (IBGC, 2010, p.32).

Os resultados de Pathan *et al* (2011) apresentam relação negativa entre o tamanho de do conselho e a performance, evidências de relação negativa entre a independência do conselho e a performance e associação positiva entre a diversidade de gênero e a performance. A ideia é de que a comunicação, a coordenação dos objetivos e a efetividade na tomada de decisão seja mais difícil e onerosa num grupo maior de pessoas do que num menor (Belkhir, 2004).

Estudo de Mariscal *et al* (2009) evidenciou que a composição e estrutura dos conselhos de administração dependem de variáveis como o tamanho do banco, a concentração de propriedade, o crescimento de oportunidades e o poder de monitoramento das autoridades de cada país. Através de uma metodologia de fronteira estocástica, Agoraki *et al* (2009) encontraram que o tamanho do conselho afeta negativamente a eficiência em custos e lucros dos bancos, enquanto que o impacto de sua composição é não linear.

Pathan (2009) estudou a relação entre a estrutura dos conselhos de administração e o risco assumido usando uma amostra dos 212 maiores conglomerados bancários dos Estados Unidos durante o período de 1997-2004. Suas análises permitiram concluir que conselhos fortes, que refletem os interesses de seus acionistas, particularmente pequenos e menos restritivos afetam positivamente a tomada de risco. Em contraste, o poder do CEO (habilidade do CEO em controlar as decisões do conselho) tem efeito negativo sobre o risco assumido pelo banco. Períodos após, Pathan *et al* (2011), usando a mesma amostra, mas metodologia que controla a endogeneidade das variáveis (método generalizado dos momentos) mostrou que a estrutura do conselho afeta a performance do banco.

Belkhir (2004) afirma que mecanismos como *insider ownership*, bloco de acionistas proprietários e grande proporção de conselheiros independentes presentes no conselho de administração são mais efetivos no monitoramento para alinhar os interesses dos gestores e acionistas do que o tamanho do conselho propriamente dito.

Além da estrutura de votação da assembleia-geral e a busca pelas qualificações de um conselho, existem tipos de conselheiros.

2.3.2.2.2. *Conselheiros Independentes*

O modelo utilizado por Bhagat e Black (2000) classifica os conselheiros em quatro categorias: (1) *conselheiro representante do grupo controlador*, cujo indivíduo pertence ao gru-

po controlador da companhia ou é membro da família detentora ou participante do controle, ou ainda, integrante da esfera de governo que detenha ou participe do controle. (2) *conselheiro interno*: profissional que participa simultaneamente do conselho e da diretoria da organização. (3) *conselheiro afiliado*: profissional que possui uma das seguintes características: ex-funcionário da companhia ou grupo controlador, funcionário ou beneficiário de fundação previdenciária patrocinada pela própria companhia, representante eleito dos funcionários, empregado sem cargo de diretoria, ex-integrante do governo ou de companhia estatal que detenha ou participe do controle e diretor ou conselheiro de empresa controlada ou coligada. (4) *conselheiro independente*, cujo membro não tem ligação aparente com a companhia ou seus controladores.

Outro tipo de classificação é utilizado pelo IBGC (2010), no qual existem três categorias de conselheiros: (1) membro externo: conselheiros que não têm vínculo atual com a organização, mas não são independentes, por exemplo, ex-diretores e ex-funcionários, advogados e consultores que prestam serviços à empresa, sócios ou funcionários do grupo controlador e seus parentes próximos, etc. (2) membro interno: conselheiros que são diretores ou funcionários da organização e (3) membro independente: conselheiros sem vínculo com a organização, a não ser participação irrelevante no capital.

No Brasil, o estudo de Dutra e Saito (2002) procurou identificar o perfil dos conselhos de administração de 142 companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa. Os conselheiros foram separados segundo a metodologia de Bhagat e Black (2000). Os resultados indicam que os órgãos são amplamente dominados por representantes dos acionistas controladores e que há indícios de baixa utilização dos mecanismos de voto à disposição dos minoritários.

Conforme Belkhir (2004), espera-se que um acionista majoritário indique uma pessoa para representá-lo no conselho de administração, a fim de assegurar a atuação dos gestores na direção dos interesses dos acionistas. Conseqüentemente, empresas com acionista majoritário tendem a ter menos problemas de agência com os administradores (BELKHIR, 2004).

Dada às classificações, Dutra e Saito (2002, p. 9) lembram que o posicionamento de cada integrante depende fundamentalmente de suas convicções a respeito do assunto em questão. No entanto, esta liberdade é maior para os conselheiros independentes, pois estariam menos sujeitos a pressões por parte do controlador ou da administração, conforme é visto a seguir. Afirmam Dutra e Saito (2002, p. 9),

“o pressuposto para o critério de separação reside na concepção de que conselheiros independentes provavelmente realizarão um trabalho mais efetivo de defesa do valor

das ações de acionistas não controladores, comparativamente ao papel esperado daqueles classificados como afiliados, internos ou controladores”.

Uma das propostas mais intensamente discutidas e normalmente apresentada como recomendação, é a inclusão de determinado número de conselheiros independentes, que possam desempenhar suas funções sem influência da administração da companhia ou de grupos específicos de acionistas, especialmente controladores (IBGC, 2010).

A ideia básica é a de que estes profissionais teriam uma atuação mais crítica e objetiva da atuação dos diretores (executivos) no interesse do conjunto de acionistas da companhia (DUTRA; SAITO, 2002, p.2), portanto é fundamental entender seu papel no conselho de administração.

Belkhir (2004) afirma que o mais importante para a efetividade do conselho no monitoramento dos gestores é ser independente do grupo de gestores, por isso argumenta que a presença de conselheiros que não sejam empregados da organização aumentará sua efetividade, visto que conselheiros independentes tendem a defender os interesses dos acionistas externos. Já Fama e Jensen (1983) argumentam que conselheiros independentes têm incentivos para agir como monitores pois querem proteger sua reputação como efetivos e tomadores de decisões independentes.

A quantidade de conselheiros independentes no conselho dependerá do grau de maturidade da organização, do seu ciclo de vida e de suas características. Recomenda-se que a maioria seja composta por independentes, contratados por meio de processos formais e com escopo de atuação e qualificação bem-definido (IBGC, 2010, p.37).

Também é o IBGC (2010, p. 38) que propõe as características de um conselheiro independente como não ter qualquer vínculo com a organização, não ser sócio controlador, membro do grupo de controle ou de outro grupo com participação relevante, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ligado a organizações relacionadas ao sócio controlador, não estar vinculado por acordo de acionistas, não ter sido empregado ou diretor da organização há pelo menos, três anos, não ser ou ter sido, há menos de três anos, conselheiro de organização controlada, não estar fornecendo, comprando ou oferecendo (negociando), direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à organização em escala relevante para o conselheiro ou a organização, não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da organização, não receber outra remuneração da organização, além dos honorários de conselheiro, não ter sido sócio, nos últimos três anos, de firma de auditoria que audite ou tenha auditado a organização neste mesmo período, não ser membro de entidade sem-fins lucrativos que receba re-

cursos financeiros significativos da organização ou de suas partes relacionadas, manter-se independente em relação ao CEO e não depender financeiramente da remuneração da organização.

Santos (2002) analisou a possível existência de relação entre a independência do conselho de administração e o desempenho da empresa em termos de crescimento e lucratividade, no entanto, não encontrou evidência de tal relação, também não foi possível identificar uma estrutura de conselho ideal ou adequada à realidade brasileira e capaz de melhorar o desempenho das empresas.

Moura e Beuren (2011) buscaram verificar se o conselho de administração das empresas listadas nos diferentes níveis de governança corporativa na BM&FBovespa atua de maneira independente em relação aos acionistas controladores sob a ótica da entropia da informação. Os resultados indicaram um ambiente com possibilidades de conflitos, pois existe concentração de capital principalmente entre as empresas do novo mercado. Em virtude da forte influência dos controladores, os membros do conselho de administração não atuam de maneira independente e podem ter suas atuações de redução de conflito de agência prejudicadas.

Contudo, indiferente do tipo de conselheiro que o membro do conselho for, ele deve buscar a máxima independência possível em relação ao sócio, ao grupo acionário ou à parte interessada que o tenha indicado ou eleito para o cargo e estar consciente de que, uma vez eleito, sua responsabilidade se refere à organização, com o objetivo único de preservar e criar valor para a organização como um todo (IBGC, 2010).

Andres e Vallelado (2008) utilizaram um modelo econométrico (mínimos quadrados de dois estágios) para analisar o papel de monitoramento e aconselhamento dos conselheiros. Seus resultados evidenciaram que a composição e o tamanho do órgão estão relacionados com as habilidades dos conselheiros em monitorar e aconselhar os gerentes, conselhos mais independentes podem tornar o papel dos conselheiros mais efetivo e, conseqüentemente, criar mais valor.

Desde que não tenham remuneração baseada em resultados, sua atividade é o monitoramento e controle das decisões tomadas no conselho de administração. Adams e Mehran (2003) afirmam que sua função concerne mais a segurança e a solvência da instituição do que a maximização do valor.

Há uma ambigüidade em requerer conselheiros independentes de blocos de acionistas. O benefício dos credores devido à presença de conselheiros independentes de um grande acionista, mantidas as outras variáveis constantes, só existirá se o efeito positivo da atividade de monitoramento do bloco for menor que o custo associado com a extração de benefícios priva-

dos. Em contraste, a presença de conselheiros independentes beneficia credores desde que o incentivo ao exercício do monitoramento e do controle das funções não seja através do desenvolvimento do preço das ações.

Adams e Mehran (2003) encontraram que a proporção de conselheiros independentes não está relacionada às medidas de desempenho. Na verdade, como a presença destes conselheiros implica custos (honorários, despesas com viagem, opções de ações, por exemplo) espera-se que bancos utilizem grande número de conselheiros independentes quando outros tipos de mecanismos são fracos (BELKHIR, 2004).

3.3.2.2.4. *Dualidade de Presidência*

A dualidade de presidência caracteriza-se pela combinação da posição de presidente da companhia (CEO) e presidente do conselho de administração (CHAIRMAN) ser atribuída a mesma pessoa. Esta dupla função é criticada devido à possibilidade de concentração de poder em uma única pessoa, permitindo a tomada de decisões em benefícios próprios, em detrimento aos acionistas (COLES *et al*, 2001).

Muitos acionistas consideram que separar os títulos de CEO e CHAIRMAN irá reduzir os custos de agência e fomentará a performance da empresa. A razão é que quando o CEO é também presidente do conselho, o poder da instituição será concentrado nas mãos de uma só pessoa. Isto permite que o CEO controle a informação disponível, fazendo com que o conselho permaneça sob o controle dos gestores, o que inibe seus objetivos na realização de demissões e ascensões, assim como na ratificação e monitoramento das decisões estratégicas (Belkhir, 2004).

No entanto, outros acadêmicos e acionistas consideram a dualidade positiva por reduzir custos de agência e melhorar a performance da empresa, pois a consequente concentração de poder permite ao CEO controlar a informação disponível aos membros do conselho de administração, que não será mais efetivo no monitoramento dos gestores (BELKHIR, 2004).

A literatura sobre governança corporativa defende que a separação entre o presidente da companhia e o presidente do conselho de administração melhora o monitoramento efetivo e independente e o processo decisório, através de uma relação transparente (JENSEN, 1994).

Weisbach (1988) encontrou que conselhos dominados por conselheiros independentes tendem a substituir o CEO em resposta a performances aquém do esperado.

No Brasil, o estudo de Schiell e Santos (2004) verificou que entre empresas de capital aberto negociadas na BM&FBovespa a proporção de companhias que combinam a dualidade

numa única pessoa é maior em empresas com acionista majoritário, sugerindo que a concentração de propriedade leva a concentração do poder nas mãos do mesmo executivo. De modo geral, esta combinação é pequena (37%) se comparada com países como Estados Unidos e Canadá.

Pi e Timme (1993) estudaram uma amostra de bancos durante o período de 1987-1990. Seus resultados sugerem que os custos são baixos e o retorno sobre o ativo é alto em bancos com duas pessoas diferentes ocupando a posição de CEO e CHAIRMAN.

Chen (2011) verificou o impacto da estrutura do conselho na troca do CEO e não encontrou correlação entre a independência do conselho e a probabilidade de alteração forçada do CEO ou sucessão externa.

De modo geral, espera-se que mecanismos de controle designados para mitigar os conflitos de interesses devam ser amplamente utilizados em companhias que operam em um sistema dual de estrutura de liderança, ou seja, a mesma pessoa possui as duas funções – CEO e CHAIRMAN.

O próximo capítulo apresenta a metodologia e as variáveis utilizadas.

3. MÉTODO

A investigação sobre a relação entre a estrutura de propriedade e as características dos conselhos de administração das instituições financeiras brasileiras pode ser classificada como uma pesquisa descritiva. Segundo Leite (2008, p.52), a pesquisa descritiva é utilizada para descrever e explicar determinados fenômenos socioeconômicos.

Para analisar a relação acima, utilizou-se de análise econométrica, assim dados quantitativos podem trazer respostas significativas à pesquisa. Por se tratar de um estudo para o qual características de diferentes instituições financeiras são observadas durante um período de tempo, optou-se pela metodologia de dados em painel, com modelos lineares.

A população constitui-se de todas as instituições financeiras brasileiras com carteira comercial – bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial e caixa econômica federal – regulamentados pelo Banco Central do Brasil. A carteira comercial de um banco tem como objetivo principal proporcionar suprimento de recursos necessários para financiar, a curto e a médio prazos, o comércio, a indústria, as empresas prestadoras de serviços, as pessoas físicas e terceiros em geral. As cooperativas de crédito também possuem carteira comercial, contudo, foram excluídas da amostra devido à peculiaridade de sua estrutura de propriedade, na qual os próprios cooperativados são sócios da instituição. As organizações escolhidas constituem o Consolidado Bancário I, conforme regulamentação do Banco Central do Brasil.

A pesquisa foi realizada em duas etapas. A primeira constituiu-se do mapeamento e análise da estrutura de propriedade e das características do conselho de administração das instituições financeiras. O objetivo desta etapa foi conhecer melhor como os mecanismos de controle interno manifestam-se nestas organizações. Na segunda, por intermédio de regressões múltiplas com dados em painel e testes de hipóteses investigou-se se variáveis relacionadas à estrutura de propriedade e às características das instituições financeiras possuem poder explicativo sobre a constituição do conselho de administração.

3.1. FONTES DE DADOS

A maioria dos dados foi obtida através das informações oficiais enviadas pelas instituições financeiras ao Banco Central do Brasil (Bacen). As informações quanto à existência de *insider ownership*, concentração de propriedade, número de conselheiros no conselho de administração, número de diretores e dualidade de presidência foram obtidas diretamente do

BACEN, através do *link* Fale Conosco, que possibilita esclarecimento de dúvidas, sugestões, reclamações e informações públicas.

Através do banco de dados disponível no *site* do Bacen foi obtido o tipo de controle das instituições financeiras. Os dados referentes às demonstrações financeiras – ativo total, passivo exigível, patrimônio líquido, patrimônio de referência, lucro líquido, total de depósitos, total de operações de créditos, participação de lucros e resultados, provisão para créditos de liquidação duvidosa, índice de Basileia e número de funcionários – foram obtidos no *link* Sistema Financeiro Nacional. O Banco Central do Brasil ressalta que as informações são de responsabilidade das próprias instituições financeiras.

Os dados são anuais, durante o período de 2001 a 2011, sempre com base nos meses de dezembro, devido à disponibilização do Banco Central do Brasil.

3.2. DADOS EM PAINEL

Esta metodologia consiste na observação de n entidades (indivíduos) para dois ou mais períodos de tempo, ou seja, uma combinação de dados de corte transversal e de séries temporais. A maior vantagem de dados em painel é o aumento de precisão na estimação. Isto ocorre devido ao aumento do número de observações, dada a combinação ou agrupamento de dados para cada indivíduo durante vários períodos de tempo, a partir do controle da possível auto correlação dos termos de erro.

Outra atrativa característica é a possibilidade de controlar a heterogeneidade presentes nos indivíduos. Esta possibilidade divide os modelos de dados em painel em modelos agrupados, de efeitos fixos e de efeitos aleatórios. Conforme o modelo e o método de estimação dos coeficientes, estes poderão ser consistentes ou não.

Uma terceira atratividade é a possibilidade de melhor compreender a dinâmica do comportamento dos indivíduos, o que não seria possível para dados em corte transversal, com a inclusão de variáveis defasadas.

O modelo linear geral de dados em painel permite que o intercepto e os coeficientes variem em relação ao indivíduo e ao tempo.

$$Y_{it} = \alpha_{it} + X'_{it}\beta_{it} + \mu_{it}, \quad \begin{array}{l} i = 1, \dots, N, \\ t = 1, \dots, T \end{array} \quad (1)$$

Na equação (1), Y_{it} é um escalar da variável dependente, X_{it} é uma matriz $K \times N$ de variáveis independentes (explicativas), μ_{it} é um escalar do termo de erro, i é o indexador para indivíduo e t indexa o tempo.

Segundo Mariscal *et al* (2009), dados em painel é a ferramenta mais eficiente para amostras de corte transversal e série temporal em bancos, pois permite considerar a não observável e constante heterogeneidade de cada instituição financeira, como o estilo e qualidade de gestão, a percepção de mercado, a estratégia de negócio e etc.

3.2.1. Variáveis

Para a escolha das variáveis do modelo, foi mantida a questão do equilíbrio entre os mecanismos de controle interno: a estrutura de propriedade e o do conselho de administração. Como o conselho é escolhido pela assembleia geral da instituição financeira, que é constituída pelos proprietários/acionistas, testa-se se as características deste conselho são função das características da estrutura de propriedade.

A combinação dos dois mecanismos de controle ligados à estrutura de propriedade leva a quatro alternativas – da centralização total de poder à descentralização total de poder: concentração de propriedade sem separação entre a propriedade e a gestão, concentração de propriedade com separação entre a propriedade e a gestão, propriedade dispersa sem separação entre propriedade e gestão e propriedade dispersa com separação entre propriedade e gestão. Desta segmentação surge o perfil das instituições financeiras, que busca na constituição dos conselhos de administração relação de equilíbrio para as práticas de governança corporativa, visando os objetivos dos acionistas.

Por exemplo, numa situação em que há centralização de poder – concentração de propriedade sem separação entre a propriedade e a gestão – o custo pela contratação de conselheiros independentes pode ser muito alto considerando o benefício de salvaguardar os direitos de acionistas minoritários. No outro extremo – propriedade dispersa com separação entre propriedade e gestão – o benefício de conselhos maiores pode equilibrar o custo pelo monitoramento necessário à manutenção da estratégia de negócio escolhida.

Dado o pressuposto acima, as variáveis desta pesquisa foram divididas entre aquelas referentes à estrutura de propriedade, à constituição do conselho de administração e às características das instituições financeiras do mercado financeiro brasileiro.

3.2.1.1. Variáveis referentes à Estrutura de Propriedade

- a) **Insider Ownership** – INSOWN – variável apresenta as instituições que não possuem separação entre propriedade e gestão. A variável é representada pela razão entre as ações ordinárias detidas por acionistas/sócios que ocupam cargo na diretoria da empresa e o total de ações ordinárias da instituição financeira. A expectativa é de relação inversa aos mecanismos de controle internos ligados ao tamanho do conselho de administração, ao percentual de conselheiros independentes e com a dualidade de presidência, pois nesta situação, conforme a literatura, há redução na possibilidade de conflitos entre gestores e acionistas (Morck *et al*, 1988; Leal e Valadares, 2000; Okimura et al, 2007). O fato de os administradores deterem ações irá afetar os incentivos que estes possuem para maximizar o valor para os acionistas, ao invés de desenvolverem objetivos próprios (WILLIAMSON, 1996).
- b) **Concentração de Propriedade** – CONPRO – representa a razão entre o total de ações ordinárias e preferenciais detidas pelo acionista controlador e o total de ações ordinárias e preferenciais da instituição financeira. Esta variável foi utilizada nos estudos de Leal e Valadares (2000) e Silveira (2004). Segundo Williamson (1996), a concentração da propriedade por parte de grandes acionistas irá incentivá-los a tomar uma posição ativa, com interesse no desempenho da firma e na implementação de mecanismos de monitoramento aos administradores.
- c) **Concentração de Capital Votante** – CONVOT – representa a razão entre o total de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador e o total de ações ordinárias da instituição financeira. Segundo a teoria de finanças, os acionistas/proprietários que possuem portfólios diversificados não serão avessos a uma postura de maior risco por parte da firma, ao passo que proprietários com uma parcela significativa de sua riqueza em uma única firma tendem a propor estratégias corporativas de baixo risco (WILLIAMSON, 1996). Os estudos de Leal e Valadares (2000) e Silveira (2004) utilizaram esta variável como dependente nas equações do modelo.

O acionista controlador foi definido, neste trabalho, como o acionista que possui o maior percentual de ações ordinárias e preferenciais no caso de CONPRO, ou maior percentual de ações ordinárias no caso da variável CONVOT.

Espera-se relação inversa entre estas duas últimas variáveis – CONPRO e CONVOT – e as variáveis referentes ao tamanho do conselho de administração e o percentual de conselheiros independentes, pois o custo atrelado à contratação de um número maior de conselheiros e conselheiros independentes não compensaria o benefício de ter os interesses dos acionistas majoritários resguardados pelos conselheiros eleitos por eles em assembleia; e relação direta com a dualidade de presidência visto que a utilização deste mecanismo beneficia a redução dos conflitos que possam existir, possivelmente tendo um representante do proprietário concentrador na posição de presidente do conselho de administração e da companhia.

3.2.1.2. Variáveis referentes à Constituição do Conselho de Administração

- a) **Tamanho do Conselho de Administração** – TAMCON – como variável *proxy* para o tamanho do conselho foi usado o número de membros em cada conselho de Administração na data pesquisada.
- b) **Independência do Conselho de Administração** – INDCON – razão entre conselheiros independentes e o total de conselheiros no conselho de administração. Pelo fato do Banco Central do Brasil não possuir o número de conselheiros independentes diretamente, foi considerado conselheiro independente o conselheiro que detém valor inferior a 0,2% do capital social da empresa, que não seja ou tenha sido da diretoria executiva ou acionista/sócio da instituição financeira em períodos anteriores.
- c) **Dualidade de Presidência** – DUAPRE – variável *dummy* que tem o valor 1 se o cargo de presidente do conselho de administração e o cargo de diretor presidente da instituição financeira for exercido pela mesma pessoa e 0, caso contrário.

3.2.1.3. Variáveis referentes às Características das Instituições Financeiras (Variáveis de controle)

O número de conselheiros deve variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês e deve convergir objetivando criar um colegiado que possua alinhamento com os valores da organização (ENDRES e VALLELADO, 2008). Por este motivo foram selecionadas as seguintes variáveis de controle para a estimação do modelo.

- a) **Tamanho da Instituição Financeira** – TAMINST – como *proxy* para o tamanho da instituição financeira foi considerado o valor absoluto do Ativo Total no balanço patrimonial em cada ano pesquisado. O tamanho da instituição tem efeito ambíguo, uns argumentam que grandes bancos possuem maior opacidade nos ativos o que poderia dar margem a ações dos gestores que geram pouco valor, consequentemente o custo de monitoramento seria maior. Outros argumentam que grandes bancos sofrem maior controle pelos reguladores externos, diminuindo a necessidade de monitoramento interno por parte dos proprietários (BELKHIR, 2004). Maior número de conselheiros e conselheiros independentes implica em maior monitoramento interno – relação direta.
- b) **Tamanho da Diretoria** – DIRETORIA – variável representada pelo número de diretores em cada diretoria no período pesquisado. Espera-se relação direta com o tamanho do conselho, visto que a complexidade da instituição financeira que optou por uma conselho maior seja transferida para um número maior de executantes da estratégia. É possível que também exista relação entre esta variável e TAMINST.
- c) **Benefícios Privados** – BENEFÍCIO – variável representada pela razão entre as outras despesas operacionais administrativas do demonstrativo de resultados do exercício e o lucro líquido. De modo geral um bloco de acionista irá preferir receber lucros em forma de benefícios pessoais ao invés de dividendos, mesmo que o pagamento de dividendos beneficie outros acionistas (dispersos) (Mulbert, 2009). Por beneficiarem acionistas controladores espera-se uma relação inversa com os mecanismos que protegem acionistas minoritários – tamanho do conselho, conselheiros independentes e dualidade de presidência. Esta variável procura representar a possível expropriação de riqueza que pode ocorrer, segundo Schleifer e Vishny (1997), devido à possibilidade dos interesses dos acionistas controladores não estarem alinhados com os interesses dos demais acionistas.
- d) **Retorno sobre o Patrimônio Líquido** – ROE – variável representada pela razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido da organização. Espera-se que instituições financeiras com maior retorno tenham a tendência de manter a configuração atual. Pesquisas sobre como diferentes aspectos de governança corporativa influ-

enciam o desempenho dos bancos encontraram que a boa relação entre proprietário e alta gerência pode aumentar a performance pois diminui os conflitos principal-agente conforme a teoria financeira, também acharam evidência de que os conselhos de administração têm efeito positivo na performance quando os conselheiros possuem interesse financeiro no banco (SPONG e SULLIVAN, 2007; ADAMS e MEHRAN, 2008). Um perfil de risco maior envolve a expectativa de maior retorno e a conseqüente elevação da lucratividade, ou seja, os gestores podem focar suas atividades no curto prazo ao invés da criação de valor no longo prazo, o que aumenta a necessidade de monitoramento, numa relação direta com mecanismos de proteção dos acionistas.

- e) **Participação nos Lucros e Resultados** – PLR – variável representada pela razão entre o valor concedido a título de participação nos lucros e o número de funcionários ativos da instituição financeira. A expectativa é que esta variável seja significativa em empresas que apresentam *insider ownership*, e que este seja um benefício extra, o que ocasionaria uma relação direta com dualidade de presidência. Esta variável foi adicionada como uma forma de representar benefícios extras recebidos por diretores que também sejam acionistas da instituição financeira.

Analisando os objetivos dos acionistas, pode existir uma influência indireta do risco tomado pela instituição financeira sobre a constituição do conselho de administração. A variável *insider ownership* pode ter papéis diferentes ao impactar o risco do banco: de um lado, proprietários com uma parcela significativa de sua riqueza em uma única firma tendem a propor estratégias corporativas de baixo risco (Williamson, 1996; Belkhir, 2004), e de outro lado, segundo Demsetz e Lehn (1985), empresas em ambientes de alta volatilidade têm maior dificuldade em monitorar as ações dos gestores e, por isso, necessitam de maior nível de *insider ownership* para limitar este risco. Quanto à atuação do acionista concentrador, também existem dois pontos de vista: no primeiro, existe uma aversão maior ao risco e incentivos ao monitoramento dos gestores, pois parte de sua riqueza depende do valor da empresa; no segundo, este grupo/indivíduo pode estar interessado em extrair benefícios privados da empresa e portanto, o incentivo ao monitoramento pode diminuir.

Além disso, a padronização de políticas para diminuir o risco sistêmico implica que os proprietários de instituições financeiras estão numa relação de partilha do risco com uma au-

toridade externa, ou seja, o risco do negócio, que normalmente é suportado inteiramente pelos acionistas, é apenas assumido parcialmente por eles (CIANCANELLI; GONZALES, 2000).

Dada esta possível ambiguidade, optou-se por inserir quatro variáveis ligadas ao risco da instituição, conforme segue. Espera-se uma relação direta entre o risco assumido e TAMCON e INDCON; e inversa com a dualidade de presidência.

f) Provisão para créditos de liquidação duvidosa – PROVISÃO – variável representada pela razão entre a provisão para créditos em liquidação duvidosa e o total de crédito² concedido pela instituição financeira. A Resolução 2.682/99 do BACEN obriga as instituições financeiras a classificar suas operações de crédito, em ordem crescente de risco, nos níveis AA até H. Esta classificação, em níveis em risco, ocorre em função da verificação de atraso em parcelas de pagamentos ou encargos – inadimplência. Uma consequência direta para as instituições financeiras é o fato de que a classificação nos níveis de risco das operações de crédito implica nos percentuais de provisão para fazer face aos créditos de liquidação duvidosa no balanço das instituições, para operações de risco AA, 0,50% do valor da operação deve ser provisionado, enquanto que para operações de risco H, 100% do valor deve ser provisionado. Em outras palavras, a classificação em níveis de risco interfere no valor disponível a novos empréstimos, pois altera o balanço patrimonial da instituição financeira.

g) Índice de Basileia – BASILEIA – Também conhecido como índice de adequação de capital, o índice de Basileia é um conceito internacional definido pelo Comitê de Basileia que recomenda a relação mínima de 8% entre o Patrimônio de Referência (PR) e os riscos ponderados conforme regulamentação em vigor (Patrimônio de Referência Exigido - PRE). No Brasil, a relação mínima exigida é dada pelo fator F^3 , devendo ser observado o valor de 0,11 para as instituições financeiras e as demais instituições autorizadas a funcionar pelo BC, exceto cooperativas de crédito não filiadas a cooperativas centrais de crédito. O cálculo do índice é efetuado de acordo com a seguinte fórmula:

² Somatório das seguintes contas do ativo do balanço patrimonial das IF's: operações de crédito e arrendamento mercantil total, coobrigações em cessões de crédito e outros créditos.

³ Resolução do CMN nº 3.490, de 29 de agosto de 2007, e Circular do BC nº 3.360, de 12 de setembro de 2007.

$$Basel = \frac{PR}{\frac{PRE}{fator F}} \quad (2)$$

A instituição estará enquadrada em relação ao índice de Basileia, ou seja, seu patrimônio é suficiente para cobrir os riscos existentes em suas operações ativas, passivas e registradas em contas de compensação se $PR > PRE$.

- h) Estrutura de Capital – CAPITAL** – variável representada pela razão entre passivo exigível⁴ e o patrimônio líquido. Devido à estrutura de capital das instituições financeiras, espera-se que esta relação seja pequena, pois estas organizações tendem a ter pouco capital próprio em relação a outros tipos de instituições, normalmente, recebem mais de 90% de seu *funding* de dívida (capital de terceiros). Dívida, formada em grande parte, por depósitos que são disponibilizados pelos seus credores/depositantes. Neste sentido, Onali (2012) diz que o requerimento de capital mínimo conforme o Acordo de Basileia deveria conter o risco moral, pois força os bancos a internalizar as consequências adversas do risco excessivo.
- i) Nível dos Depósitos Garantidos – GARANTIA** – variável representada pelo quociente entre a soma dos depósitos em poupança e dos depósitos a prazo e os depósitos totais, divididos pelo passivo exigível. Dado que acionistas do banco têm a capacidade de impingir parte de suas perdas para uma terceira parte – os bancos saudáveis que contribuem com o fundo garantidor de crédito – e não há compensação na taxa paga aos depósitos garantidos pelo incremento do risco de um particular banco, espera-se uma relação direta com mecanismos que protejam os interesses dos acionistas minoritários. Onali (2012) vê o depósito garantido como garantias dadas pelo governo, que podem aumentar a probabilidade de risco moral assumindo risco excessivo, pois desencoraja o monitoramento dos depositantes. A regulação pode reduzir inclusive o incentivo ao monitoramento dos próprios acionistas (ADAMS e MEHRAN, 2003).

⁴ Somatório das seguintes contas do passivo do balanço patrimonial das IF's: depósitos totais, captações no mercado aberto, recursos de aceites e emissão de títulos, relações interfinanceiras, relações interdependentes, obrigações por empréstimos e repasses, instrumentos financeiros derivativos e outras obrigações e exercícios futuros.

O Quadro 1 resume o significado das variáveis dependentes e o Quadro 2 resume o conceito e o sinal esperado das variáveis independentes em cada equação:

| Variáveis Dependentes | | |
|-----------------------|--|--|
| Variável | Significado | Fórmula |
| TAMCON | Tamanho do Conselho de Administração | Número total de membros presentes no conselho de administração da instituição financeira. |
| INDCON | Independência do Conselho de Administração | Razão entre conselheiros independentes e o total de conselheiros no conselho de administração. |
| DUAPRE | Dualidade de Presidência | Variável <i>dummy</i> : 1, se o cargo de presidente do conselho de administração e o cargo de diretor presidente da instituição financeira for exercido pela mesma pessoa e 0, caso contrário. |

Quadro 1: Variáveis Dependentes do Modelo.

| Variáveis Independentes | | | Sinal Esperado | | |
|-------------------------|-----------------------------------|---|----------------|--------|--------|
| | | | TAMCON | INDCON | DUAPRE |
| Variável | Significado | Fórmula | | | |
| INSOWN | <i>Insider Ownership</i> | Razão entre as ações ordinárias detidas por acionistas/sócios que ocupam cargo na diretoria da empresa e o total de ações ordinárias da instituição financeira. | - | - | + |
| CONPRO | Concentração de Propriedade | Razão entre o total de ações ordinárias e preferenciais detidas pelo acionista controlador e o total de ações ordinárias e preferenciais da instituição financeira. | - | - | + |
| CONVOT | Concentração de Capital Votante | Razão entre o total de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador e o total de ações ordinárias da instituição financeira. | - | - | + |
| TAMINST | Tamanho da Instituição Financeira | Valor do Ativo Total. | + | + | - |
| DIRETORIA | Tamanho da Diretoria | Número total de diretores da instituição financeira. | + | + | - |
| BENEFICIO | Benefícios Privados | Outras despesas operacionais administrativas/lucro líquido. | - | - | + |

| | | | | | |
|----------|---|---|-----|-----|-----|
| ROE | Retorno sobre o Patrimônio Líquido | Lucro líquido/Patrimônio Líquido | +/- | +/- | +/- |
| PLR | Participação nos Lucros e Resultados | Participação de lucros e resultados/número de funcionários ativos da instituição financeira. | - | - | + |
| PROVISÃO | Provisão para créditos de liquidação duvidosa | Provisão para créditos em liquidação duvidosa /total de crédito concedido pela instituição financeira | + | + | - |
| BASEL | Índice de Basel | Patrimônio de Referência*100/ (Patrimônio de Referência Exigido/Fator F) | + | + | - |
| CAPITAL | Estrutura de Capital | Passivo exigível/Patrimônio líquido | + | + | - |
| GARANTIA | Nível dos Depósitos Garantidos | [(depósitos em poupança + depósitos a prazo)/Depósitos totais]/ Passivo exigível. | + | + | - |

Quadro 2: Variáveis Independentes do Modelo.

3.2.2. Modelo Proposto

A escolha do modelo para estrutura de propriedade e conselho de administração leva em consideração a possível relação entre estes mecanismos de controle interno. O modelo foi constituído por três equações, uma para cada característica do conselho de administração – um dos mecanismos de controle interno de governança corporativa. As variáveis dependentes são tamanho do conselho de administração, independência do conselho e dualidade da presidência. Foram utilizadas como variáveis exógenas àquelas referentes à estrutura de propriedade e às características das instituições financeiras do sistema financeiro nacional

O tipo de controle acionário possibilitou a divisão da amostra em três subgrupos: instituições financeiras com controle acionário público, instituições financeiras com controle acionário privado nacional e instituições financeiras com controle acionário estrangeiro. Esta subdivisão, relacionada à estrutura de propriedade, permitiu ampliar o conhecimento sobre as características dos mecanismos de controle corporativo internos.

Segue a subdivisão utilizada com base nos conceitos no Banco Central do Brasil:

a) **Instituições financeiras com controle acionário público – PÚBLICO** – este grupo constitui-se de bancos cujo acionista majoritário é o Estado, representado por ações de propriedade da União, do Tesouro Nacional ou de um Governo de Estado da Federação.

b) **Instituições financeiras com controle acionário privado nacional – PRIVADO** – este grupo constitui-se de instituições cujo acionista majoritário pode ser pessoa física ou jurídica de direito privado.

c) **Instituições financeiras com controle acionário estrangeiro – ESTRANGEIRO** – este grupo constitui-se de bancos no qual o acionista majoritário é pessoa física estrangeira ou pessoa jurídica cuja maioria do capital social é proveniente do exterior. Também se enquadram neste grupo os bancos públicos estrangeiros.

A equação 3 possui a variável tamanho do conselho como variável dependente. Busca-se conselhos de administração com maior número de conselheiros para salvaguardar os direitos dos acionistas minoritários da possível expropriação de riqueza de acionistas majoritários, numa maneira de desenvolver o monitoramento das decisões dos gestores. Não haveria sentido em um grande conselho de administração com a função de monitorar as atividades dos gestores, com suporte nas decisões dos acionistas majoritários num ambiente de concentração de propriedade. Por isso a expectativa é que esta variável seja inversamente implicada pela concentração de propriedade, concentração de capital votante e *insider ownership*.

Considerando que instituições financeiras maiores e mais antigas tendem a ser mais complexas à medida que seu nível de operação aumenta, supõe-se uma relação direta com a variável TAMINST, pois requerem maior número de conselheiros para monitorar as atividades dos gestores da companhia. Também se espera relação direta com o número de diretores – DIRETORIA, visto que a complexidade da instituição financeira que optou por um conselho maior seja transferida para um número maior de executantes da estratégia.

Quanto às variáveis associadas ao risco do banco – PROVISÃO, BASILEIA, CAPITAL e GARANTIA, a expectativa também é de relação direta devido à capacidade que acionistas do banco têm de impingir parte de suas perdas para uma terceira parte: a padronização de políticas para diminuir o risco sistêmico implica que os proprietários de instituições financeiras estão numa relação de partilha do risco com uma autoridade externa, ou seja, o risco do negócio, que normalmente é suportado inteiramente pelos acionistas, é apenas assumido parcialmente por eles (CIANCANELLI; GONZALES, 2000).

Sugere-se que as variáveis BENEFICIO e PLR, por beneficiarem os acionistas controladores, tenham relação inversa com o tamanho do conselho. Uma relação direta é esperada com a variável ROE. Possivelmente instituições financeiras com maior retorno tendam a manter a configuração atual. A expectativa de maior retorno e a consequente elevação da lucrati-

vidade envolve um perfil de risco maior, ou seja, os gestores podem focar suas atividades no curto prazo ao invés da criação de valor no longo prazo, o que aumenta a necessidade de monitoramento, numa relação direta com mecanismos de proteção dos acionistas.

$$\begin{aligned}
 TAMCON_{it} = & c_i + \alpha_1 INSOWN_{it} + \alpha_2 CONPRO_{it} + \alpha_3 CONVOT_{it} + \alpha_4 TAMINST_{it} + \alpha_5 DIRETORIA_{it} \\
 & + \alpha_6 BENEFICIO_{it} + \alpha_7 ROE_{it} + \alpha_8 PLR_{it} + \alpha_9 PROVISAO_{it} + \alpha_{10} BASILEIA_{it} \\
 & + \alpha_{11} CAPITAL_{it} + \alpha_{12} GARANTIA_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \quad (3)$$

Além de observar a significância das estimativas dos parâmetros, as seguintes hipóteses foram testadas:

$$H1_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = 0;$$

A estrutura de propriedade não possui poder explicativo sobre a variável tamanho do conselho de administração.

$$H1_1: \alpha_1 \neq 0, \alpha_2 \neq 0, \alpha_3 \neq 0;$$

A estrutura de propriedade possui poder explicativo sobre a variável tamanho do conselho de administração.

A variável dependente independência do conselho – INDCON – está presente na equação 4. Por ser um mecanismo de proteção a acionistas minoritários, assim como, o tamanho do conselho, sugere-se que tenha relações similares com as variáveis independentes conforme a equação 3.

A expectativa é de relação inversa com concentração de propriedade, concentração de capital votante e *insider ownership*, devido ao fato de que um bloco de acionista elege representantes para configurarem no conselho de administração a fim de assegurar as ações dos gestores segundo os interesses dos acionistas (Belkhir, 2004). O custo atrelado à contratação de um número maior de conselheiros independentes não compensaria o benefício de ter os interesses dos acionistas majoritários resguardados pelos conselheiros eleitos por eles em assembleia.

A quantidade de conselheiros independentes no conselho dependerá do grau de maturidade da organização, do seu ciclo de vida e de suas características, numa relação direta com TAMINST. O tamanho da instituição pode ter efeito ambíguo, uns argumentam que grandes bancos possuem maior opacidade nos ativos o que poderia dar margem a ações dos gestores que geram pouco valor, conseqüentemente o custo de monitoramento seria maior. Outros argumentam que grandes bancos sofrem maior controle pelos reguladores externos, diminuindo a necessidade de monitoramento interno por parte dos proprietários (BELKHIR, 2004). Maior monitoramento interno implica em maior número de conselheiros e conselheiros independentes.

Também se supõe uma relação inversa com a variável ROE, pois segundo os estudos de Baghat e Black (2002), companhias tendem a aumentar o número de conselheiros externos à medida que se confirmam cenários de pior performance.

$$\begin{aligned}
 INDCON_{it} = & c_i + \beta_1 INSOWN_{it} + \beta_2 CONPRO_{it} + \beta_3 CONVOT_{it} + \beta_4 TAMINST_{it} + \beta_5 DIRETORIA_{it} \\
 & + \beta_6 BENEFICIO_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \beta_8 PLR_{it} + \beta_9 PROVISAO_{it} + \beta_{10} BASILEIA_{it} \\
 & + \beta_{11} CAPITAL_{it} + \beta_{12} GARANTIA_{it} + \mu_{it}
 \end{aligned} \quad (4)$$

As seguintes hipóteses foram testadas:

$$H2_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0;$$

A estrutura de propriedade não possui poder explicativo sobre a variável independência do conselho de administração.

$$H2_1: \beta_1 \neq 0, \beta_2 \neq 0, \beta_3 \neq 0;$$

A estrutura de propriedade possui poder explicativo sobre a variável independência do conselho de administração.

A equação 5 possui a variável dependente DUAPRE – dualidade de presidência. De modo geral, espera-se que mecanismos de controle designados para mitigar os conflitos de interesses devam ser amplamente utilizados em companhias que operam com um sistema dual de estrutura de liderança, ou seja, a mesma pessoa possui as duas funções – CEO e CHAIR-

MAN. Assim, existe a expectativa que um sistema concentrador seja utilizado concomitantemente com a concentração de propriedade, com a concentração de capital votante e com a existência de *insider ownership*. A utilização destes mecanismos beneficia a redução dos conflitos que possam existir, possivelmente tendo um representante do proprietário concentrador na posição de presidente do conselho de administração e da companhia.

Relacionando-se à ideia de que empresas com bom desempenho tendem a manter este formato na estrutura organizacional, imagina-se relação direta com a variável ROE. Outra relação direta sugerida é com a variável PLR, pois a expectativa é que esta variável seja significativa em empresas que apresentam *insider ownership*, e que este seja um benefício extra, o que ocasionaria a relação direta com dualidade de presidência. Também se sugere relação direta com BENEFICIO porque, de modo geral um bloco de acionista irá preferir receber lucros em forma de benefícios pessoais ao invés de dividendos, mesmo que o pagamento de dividendos beneficie outros acionistas (dispersos) (Mulbert, 2009).

$$\begin{aligned}
 DUAPRE_{it} = c_i + \gamma_1 INSOWN_{it} + \gamma_2 CONPRO_{it} + \gamma_3 CONVOT_{it} + \gamma_4 TAMINST_{it} + \gamma_5 DIRETORIA_{it} \\
 + \gamma_6 BENEFICIO_{it} + \gamma_7 ROE_{it} + \gamma_8 PLR_{it} + \gamma_9 PROVISAO_{it} + \gamma_{10} BASILEIA_{it} \\
 + \gamma_{11} CAPITAL_{it} + \gamma_{12} GARANTIA_{it} + \omega_{it}
 \end{aligned} \quad (5)$$

Após observar a significância das estimativas dos parâmetros, foram testadas as seguintes hipóteses:

$$H3_0: \gamma_1 = \gamma_2 = \gamma_3 = 0;$$

A estrutura de propriedade não possui poder explicativo sobre a variável dualidade de presidência.

$$H3_1: \gamma_1 \neq 0, \gamma_2 \neq 0, \gamma_3 \neq 0;$$

A estrutura de propriedade possui poder explicativo sobre a variável dualidade de presidência.

As equações 3, 4 e 5 possuem entre as variáveis explicativas CONPRO E CONVOT. Contudo, a análise da correlação de Pearson indicou elevada correlação positiva entre estas

variáveis, o que pode ocasionar inconsistência e/ou viés nas estimações. Por isso, foram estimadas duas outras formulações para as três equações: uma sem a variável CONPRO e a outra, sem a variável CONVOT. Os testes de hipóteses, baseado no teste de restrições de Wald também foram replicados com a ausência de dessas variáveis.

3.3 ANÁLISE DOS DADOS

A abordagem deste estudo é primordialmente quantitativa, com análise econométrica dos resultados. As análises com dados em painel foram efetuadas com ajuda do *software* econométrico Eviews 7.0. Os modelos para dados em painel podem ser divididos em modelos de regressão aparentemente não relacionados (SUR) – estimados através de mínimos quadrados generalizados em dados agrupados – e modelos de efeitos não observados (UEM): modelos de efeitos fixos e modelos de efeitos aleatórios.

O modelo básico de UEM pode ser escrito como:

$$y_{it} = X_{it}\beta + c_i + \mu_{it}, \quad t = 1, 2, \dots, T. \quad (6)$$

Se i indexa indivíduos ou qualquer outra unidade de corte transversal, então c_i – efeito não observado – é conhecido como efeito individual ou heterogeneidade individual. Existe uma discussão se c_i deve ser tratado como um efeito aleatório ou um efeito fixo, ou seja, visto como uma variável aleatória ou um parâmetro a ser estimado, respectivamente.

No entanto a abordagem de Wooldridge (2001, p. 252), dentro da perspectiva de variáveis omitidas, a principal questão é se o efeito não observado c_i é correlacionado ou não com as variáveis explicativas $X_{it}, t = 1, 2, \dots, T$. Assim “efeitos aleatórios” seria um sinônimo para correlação zero entre as variáveis explicativas e o efeito não observado: $Cov(X_{it}, c_i) = 0, t = 1, 2, \dots, T$, atualmente uma condição mais forte significando independência é necessária para satisfazer estatisticamente a inferência do modelo, onde $E(c_i | X_{i1}, \dots, X_{iT}) = E(c_i)$. Enquanto que “efeitos fixos” não significa que c_i é tratado como variável não aleatória, significa que a correlação entre as variáveis explicativas e o efeito não observado é arbitrariamente permitida.

O primeiro passo na decisão do modelo foi verificar se existe justificativa para incluir variáveis constantes individuais para os diferentes indivíduos estudados. A estatística de teste consiste num teste F que compara o quadrado dos resíduos de um modelo estimado por mínimos quadrados com variáveis *dummies* (LSDV) e outro modelo por mínimos quadrados ordi-

nários agrupados (POOLED). O teste é dado pela equação a seguir e tem como hipótese nula de que termos constantes individuais sejam iguais: $H_0: c_i = c$.

$$F_{N-1, NT-N-K} = \frac{(R_{LSDV}^2 - R_{pooled}^2)}{(1 - R_{LSDV}^2)} \frac{N-1}{N-K} \quad (7)$$

Os resultados do teste para o modelo constam no Apêndice B e sugerem que a hipótese nula seja rejeitada, ou seja, é possível afirmar que os efeitos individuais devam ser considerados nas regressões.

A partir da observação das variáveis e corroborado pelo teste de Hausmann o modelo utilizado neste trabalho para a estimação dos parâmetros foi o modelo de efeitos fixos, em um painel de dados não-balanceado.

Na prática, o teste de Hausmann permite verificar se os efeitos de c_i são correlacionados com x_{it} . Hausmann (1978) propôs um teste baseado na diferença entre as estimativas de efeitos aleatórios e efeitos fixos. Como efeitos fixos são consistentes se c_i e x_{it} são correlacionados e efeitos aleatórios são inconsistentes, uma diferença estatisticamente significativa é interpretada como evidência contra os efeitos aleatórios. Grandes valores da estatística do teste de Hausmann, com distribuição χ^2 , levam a rejeitar a hipótese nula de que os efeitos individuais são não correlacionados com os regressores e a concluir que efeitos fixos estão presentes.

O apêndice C apresenta os valores da estatística do teste de Hausmann e os respectivos *p-values*. Ao nível de significância de 10%, em todas as regressões propostas, a hipótese nula foi rejeitada. Consequentemente, optou-se por utilizar metodologia de dados em painel com efeitos fixos.

O modelo deste estudo é dado por:

$$y_{it} = c_i + \beta_1 x_{1it} + \dots + \beta_k x_{kit} + \mu_{it} \quad \begin{cases} t = 1, 2, \dots, T; \\ i = 1, 2, \dots, N. \end{cases} \quad (8)$$

Num modelo em formato matricial:

$$\begin{bmatrix} y_{i1} \\ y_{i2} \\ \vdots \\ y_{iT} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \\ \vdots \\ 1 \end{bmatrix} c_i + \begin{bmatrix} x_{1i1} & x_{2i1} & \dots & x_{Ni1} \\ x_{1i2} & x_{2i2} & \dots & x_{Ni2} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ x_{1iT} & x_{2iT} & \dots & x_{NiT} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \beta_1 \\ \beta_2 \\ \vdots \\ \beta_N \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \mu_{i1} \\ \mu_{i2} \\ \vdots \\ \mu_{iT} \end{bmatrix} \quad \left\{ \begin{array}{l} t = 1, 2, \dots, T; \\ i = 1, 2, \dots, N. \end{array} \right. \quad (9)$$

Y_{it} é o vetor da variável dependente, c_i é o efeitos não observado, X_{it} é a matriz de dimensão $N \times T$ contendo as variáveis independentes (explicativas) do modelo, β_i é o vetor dos parâmetros a serem estimados e μ_{it} é o vetor dos termos de erro, i é o indexador para instituição financeira e t , o indexador para tempo.

Neste modelo c_i representa os interceptos a serem estimados, uma para cada indivíduo. Como os parâmetros resposta não variam entre os indivíduos e nem ao longo do tempo, todas as diferenças de comportamento entre os indivíduos deverão ser captadas pelo intercepto. Desse modo, c_i pode ser interpretado como o efeito das variáveis omitidas no modelo. O apêndice E apresenta os efeitos fixos c_i utilizados na estimação das regressões.

Existem três suposições para que os modelos de efeitos fixos tenham estimativas dos parâmetros consistentes e eficientes:

SUPosição EF.1: Exogeneidade estrita das variáveis explicativas condicionadas a c_i .

$$E(\mu_{it}|X_i, c_i) = 0, t = 1, 2, \dots, T. \quad (10)$$

Na análise em modelos de efeitos fixos, $E(c_i|X_i)$ pode ser qualquer função de X_i . Esta robustez, ganha nestes modelos, tem um preço: não é possível incluir fatores constantes entre as variáveis explicativas X_{it} . Isso acontece pois se c_i pode ser correlacionado com cada elemento de X_{it} , não há maneira de distinguir os efeitos das observações constantes e o efeito constante não-observável c_i .

Conforme Wooldridge (2001, p.267), a ideia para estimar β sob a suposição FE.1 é transformar as equações para eliminar o efeito não-observado c_i . Uma das maneiras de realizar o proposto é através da transformação de efeitos fixos (*within transformation*), utilizado pelo Eviews, neste estudo.

A transformação de efeitos fixos é obtida tomando a média da equação 8 sobre $t = 1, \dots, T$, obtendo a seguinte equação:

$$\bar{y}_i = \bar{X}_i \beta + c_i + \bar{\mu}_{it} \quad (11)$$

onde $\bar{y}_i = T^{-1} \sum_{t=1}^T y_{it}$, $\bar{X}_i = T^{-1} \sum_{t=1}^T X_{it}$ e $\bar{\mu}_i = T^{-1} \sum_{t=1}^T \mu_{it}$.

Subtraindo a equação 11 da equação 8 em cada t obtém-se a equação de efeitos fixos transformada:

$$y_{it} - \bar{y}_i = (X_{it} - \bar{X}_i)\beta + \mu_{it} - \bar{\mu}_i \quad (12)$$

Ou,

$$\dot{y}_{it} = \dot{X}_{it} + \ddot{\mu}_{it} \quad , t = 1, 2, \dots, T. \quad (13)$$

Onde $\dot{y}_{it} = y_{it} - \bar{y}_i$, $\dot{X}_{it} = X_{it} - \bar{X}_i$ e $\ddot{\mu}_{it} = \mu_{it} - \bar{\mu}_i$. A subtração da média temporal da equação original retirou o efeito individual específico c_i . O estimador de efeitos fixos, denotado por $\hat{\beta}_{FE}$, é o estimador por mínimos quadrados ordinários (OLS) agrupado para a regressão de \dot{y}_{it} em \dot{X}_{it} , para $t = 1, 2, \dots, T$ e $i = 1, 2, \dots, N$.

O *software* EViews adicionará automaticamente uma constante à porção comum dos coeficientes caso seja necessário, o objetivo é garantir que os efeitos fixos somem zero.

Para assegurar que $\hat{\beta}_{FE}$ é assintoticamente consistente é necessário cumprir a condição de posto da matriz das variáveis explicativas, retirada a média temporal:

$$\text{SUPOSIÇÃO EF.2: } \text{posto}(\sum_{t=1}^T E(\dot{x}'_{it}\dot{x}_{it})) = \text{posto}[E(\dot{X}'_i\dot{X}_i)] = K.$$

Se x_{it} contém algum elemento que não varia no tempo para qualquer elemento i , então o elemento correspondente \dot{x}_{it} é igual à zero para todo t e qualquer i . Se \dot{X}_i pode conter uma coluna de zeros para todos i , então a suposição EF.2 não pode ser atendida.

O estimador de efeitos fixos pode ser expresso por:

$$\hat{\beta}_{FE} = \left(\sum_{i=1}^N \dot{X}'_i \dot{X}_i \right)^{-1} \left(\sum_{i=1}^N \dot{X}'_i \dot{y}_i \right) = \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \dot{x}'_{it} \dot{x}_{it} \right)^{-1} \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \dot{x}'_{it} \dot{y}_{it} \right) \quad (14)$$

Sem outros pressupostos o estimador de efeitos fixos não é necessariamente o mais eficiente baseado somente na suposição EF.1. A próxima suposição assegura que o estimador de efeitos fixos seja eficiente.

SUPOSIÇÃO EF.3. $E(\mu_i' \mu_i | X_i, c_i) = \sigma_\mu^2 I_T$. Isto implica que os erros μ_{it} tenham variância constante em t e que sejam serialmente não correlacionados.

A condição de posto da matriz é verificada pelo *software* Eviews para cada regressão. Se esta condição não é atendida o *software* não realiza a estimação, solicitando outro método. Colocada pela suposição EF.3, a condição de não-correlação entre os resíduos é verificada através da estatística de Durbin-Watson. Este teste verifica a correlação residual de primeira ordem. Os valores da estatística próximos a dois indicam não correlação entre os resíduos, valores entre dois e quatro indicam correlação negativa e valores inferiores a dois, correlação positiva. Para dados em painel, a estatística tem a seguinte forma:

$$d_{pd} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1})^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \varepsilon_{i,t}^2} \quad (15)$$

Onde $\varepsilon_{i,t}$ são os resíduos de uma regressão de mínimos quadrados com efeitos fixos para um painel com cada observação i associada à observação t .

Já a condição de variância constante dos erros μ_{it} é analisada pelo teste de raiz unitária aplicado sobre os resíduos das equações. Foram realizados os testes de Lin, Ljung e Chen (LLC), que assume um processo comum de raiz unitária, e Augment Dickey Fuller (ADF) e Phillips-Peron (PP), que assumem processos de raiz unitária individual. A hipótese nula é de existência de raiz unitária, ou seja, de não-estacionariedade. Estacionariedade implica que o primeiro momento (média) e segundo momento (variância) sejam constantes para a série pesquisada. Estes resultados são apresentados no apêndice D.

A fim de realizar os testes de hipóteses do item 3.2.2 o teste de Wald foi utilizado. A estatística deste teste baseia-se numa regressão irrestrita, mensurando o quão próximo a estimativa do modelo irrestrito encontra-se de satisfazer as restrições impostas na hipótese nula. Se as restrições são verdadeiras, então as estimativas do modelo irrestrito convergem para satisfazer a restrição.

Seja a hipótese nula $H_0: c(\theta_0) = 0$, a estatística de Wald equivale a $W \equiv c(\hat{\theta})' (Varc(\hat{\theta}))^{-1} c(\hat{\theta}) \sim \chi_g^2$, onde $c(\hat{\theta})$ é o vetor do modelo irrestrito e g é o número de restrições.

4. DESCRIÇÃO DA AMOSTRA

A amostra constitui-se de todas as instituições financeiras brasileiras regulamentadas pelo Banco Central do Brasil com carteira comercial ativa – Consolidado Bancário I – durante pelo menos dois anos entre o período de 2001 e 2011 e que apresentavam todas as informações quanto às variáveis explicitadas no quadro 2 e 3 disponíveis nas bases de dados utilizadas. A população constitui-se de 172 instituições financeiras. Este número variou entre 121 instituições ativas em 2001 e 101 instituições ativas entre os anos de 2007 a 2011. Devido à falta de informações quanto à composição do conselho de administração e da diretoria que não constavam nos dados enviados pelo Banco Central do Brasil, este número reduziu para 88 instituições financeiras. Por se tratar de um painel de dados não balanceado, foi possível obter 803 observações cruzadas. O Apêndice A possui a relação das instituições financeiras que participaram do estudo, os respectivos períodos com carteira comercial ativa (células rachuradas) e o tipo de controle acionário.

O gráfico 1 apresenta a representatividade de cada um dos grupos de instituições financeiras na constituição da amostra. Do total, 14% são instituições financeiras públicas, 59% são instituições financeiras cujo controle acionário é privado nacional e 27% possuem controle estrangeiro.

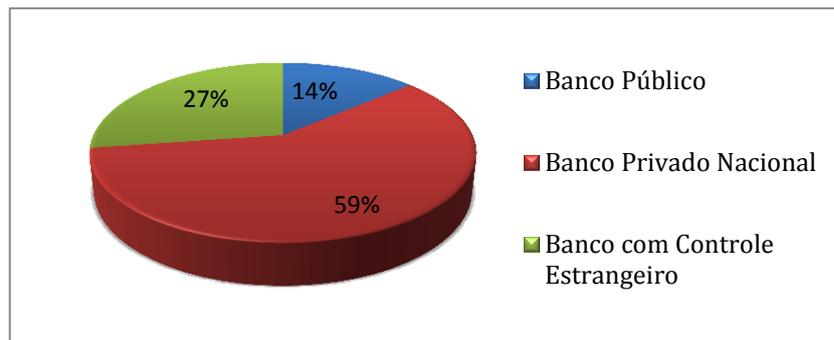


Gráfico 1: Instituições Financeiras segundo Tipo de Controle Acionário.

A evolução da quantidade de instituições que compreenderam a amostra para cada ano do período estudado pode ser avaliada na tabela a seguir. Apesar de pequenas variações, a relação entre os tipos de instituições financeiras se mantém durante os anos pesquisados.

| <i>Segmentação</i> | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Bancos Públicos | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 11 | 9 | 9 | 9 |
| Bancos Privados Nacionais | 38 | 38 | 37 | 38 | 39 | 40 | 39 | 40 | 43 | 46 | 45 |
| Bancos com Controle Estrangeiro | 18 | 21 | 20 | 20 | 21 | 23 | 24 | 23 | 22 | 22 | 26 |
| Total | 68 | 71 | 69 | 70 | 72 | 75 | 75 | 74 | 74 | 77 | 80 |

Tabela 1: Evolução da quantidade de instituições financeiras pesquisadas por período.

4.1. VARIÁVEIS RELACIONADAS À ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Foram analisadas três características ligadas à estrutura de propriedade: concentração de propriedade, concentração de capital votante e *insider ownership*.

As informações sobre a concentração de propriedade e concentração do capital com direito a voto foram obtidas da análise de 803 composições acionárias. O Banco Central do Brasil forneceu a informação do valor do capital social de cada instituição e a lista dos acionistas/proprietários com respectivo valor investido em ações ordinárias e preferenciais a cada período.

A concentração de propriedade é representada pela razão entre as ações ordinárias e preferenciais detidas pelo acionista controlador e o total destas ações na companhia. Tal valor representa o direito ao fluxo de caixa, conforme política de dividendos e juros sobre o capital próprio.

Os dados evidenciaram elevado grau de concentração de propriedade nas instituições financeiras que compunham a amostra. A média para o percentual em questão na amostra total foi de 79,69% de concentração. Existindo casos em que há 100% de concentração em alguns períodos. O valor mínimo encontrado – 0,05 – indica que não existe um acionista controlador na instituição, pois o maior acionista possui somente 5,00% do somatório das ações ordinárias e preferenciais da empresa. Pode-se caracterizar esta estrutura de propriedade como dispersa.

Para a amostra PÚBLICO a média obtida foi 90,74%, o valor máximo de 99,99% e o valor mínimo de 50,5%. Bancos com controle acionário privado ou estrangeiro também apresentaram elevado grau de concentração, com média de 69,87% e 92,35%, respectivamente. A Tabela 2 apresenta estes dados.

| Concentração de Propriedade – CONPRO | | | | |
|--------------------------------------|--------|---------|---------|-------------|
| Amostra | Total | Público | Privado | Estrangeiro |
| Média | 0,7969 | 0,9074 | 0,6987 | 0,9235 |
| Máximo | 1,0000 | 0,9999 | 1,0000 | 1,0000 |
| Mínimo | 0,0500 | 0,5050 | 0,0500 | 0,2305 |
| Desvio Padrão | 0,2594 | 0,1260 | 0,2871 | 0,1593 |
| Observações | 803 | 122 | 440 | 223 |

Tabela 2: Estatística descritiva da Concentração de Propriedade.

A concentração do capital votante é representada pela razão entre as ações ordinárias detidas pelo acionista controlador e o total de ações ordinárias da instituição financeira. Dizem respeito diretamente ao poder de decisão na assembleia de acionistas.

O grau de concentração de ações ordinárias detidas pelo controlador nas instituições financeiras que compunham a amostra foi bastante alto. A média na amostra total foi de 82,67% de concentração. Existindo casos em que há 100% de concentração ou, no outro extremo, apenas 5,87% em alguns períodos. Para a amostra PÚBLICO a média obtida foi 92,76%, o valor máximo de 99,99% e o valor mínimo de 51,67%. Esta informação evidencia que todos os bancos públicos da amostra possuem concentração de propriedade mesmo que suas ações sejam negociadas no mercado de capitais. Juntamente com o dado sobre concentração de propriedade, percebe-se uma tendência em manter sob controle do Estado tanto o poder decisório, quanto o direito ao fluxo de caixa advindos dos resultados destas instituições.

A sub-amostra PRIVADO teve média de 74,17% de concentração, com desvio padrão de 0,2582. A sub-amostra ESTRANGEIRO também obteve elevada média de concentração em ações ordinárias, 93,37%. O valor máximo neste grupo de instituições foi 100% e o valor mínimo, 23,05%. A Tabela 3 apresenta estes dados.

| Concentração de Capital Votante – CONVOT | | | | |
|--|--------|---------|---------|-------------|
| Amostra | Total | Público | Privado | Estrangeiro |
| Média | 0,8267 | 0,9276 | 0,7417 | 0,9337 |
| Máximo | 1,0000 | 0,9999 | 1,0000 | 1,0000 |
| Mínimo | 0,0587 | 0,5167 | 0,0587 | 0,2305 |
| Desvio Padrão | 0,2319 | 0,1084 | 0,2582 | 0,1463 |
| Observações | 803 | 122 | 440 | 223 |

Tabela 3: Estatística descritiva da Concentração de Capital Votante.

O Gráfico 2 mostra o comportamento, ao longo do período estudado, da média de concentração de ações ordinárias em propriedade do acionista controlador nas sub-amostras. É possível perceber uma tendência de elevação da concentração para instituições com controle privado nacional e uma redução da concentração em instituições estrangeiras. A concentração de propriedade em bancos públicos mantém-se estável no período estudado. Por se tratar de uma média formada por instituições diferentes, a variação ocorre por transferência, fusões e aquisições em algumas delas ao longo do tempo. Assim como, existem controladores que mantêm seu percentual praticamente idêntico durante todo o período.

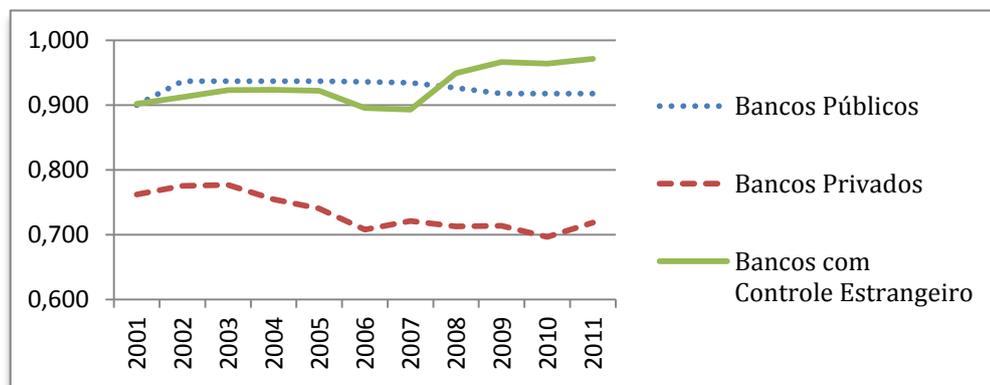


Gráfico 2: Média do percentual de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador.

A informação quanto à separação entre propriedade e gestão das instituições financeiras foi alcançada através da comparação entre a lista de acionistas/proprietários e a lista dos diretores das instituições financeiras. Após identificar quais acionistas também eram diretores, efetuou-se a soma de suas ações ordinárias e dividiu-se sobre o total de ordinárias da empresa. Foram analisados 6.374 diretores.

| Insider Ownership - INSOWN | | | |
|----------------------------|--------|---------|-------------|
| Amostra | Total | Privado | Estrangeiro |
| Média | 0,1113 | 0,2024 | 0,0022 |
| Máximo | 1,0000 | 1,0000 | 0,2300 |
| Mínimo | 0,0004 | 0,0004 | 0,0008 |
| Desvio Padrão | 0,2501 | 0,3101 | 0,0174 |
| Observações | 803 | 440 | 223 |

Tabela 4: Estatística descritiva de *Insider Ownership*.

Conforme a Tabela 4, em média, 11,13% das ações das instituições financeiras pertencem a diretores. Contudo, apesar deste dado generalista, a presença de *insider ownership* ocorre somente em 222 observações. Logo, duas informações são obtidas. Primeiro, 72% da amostra não possui esta característica, evidenciando um mercado onde prevalece a separação entre propriedade e gestão. Segundo, a média de ações de propriedade de diretores em bancos em que ocorre *insider ownership* passa para 40,54%. Ou seja, onde a característica é evidente, ela se mostra de maneira bastante forte.

A amostra PRIVADO apresentou média de 20,24% de capital social pertencente a diretores. Nesta amostra verificou-se o extremo de 100% de *insider ownership*, ou seja, a propriedade e a gestão configuram-se numa única dimensão. Isso ocorreu no Banco Arbi S.A. (2001 e 2002), no Banco Clássico S.A. (2007 a 2009) e no Banco Industrial do Brasil S.A. (2007 a 2010).

Na amostra ESTRANGEIRO a média muito próxima à zero evidencia baixa ocorrência desse mecanismo de controle interno.

Como era de se esperar, tendo em vista o controlador ser o Estado, não há ocorrência de *insider ownership* em instituições financeiras públicas. O elevado índice de concentração de propriedade em pessoas jurídicas de direito público ou privado explica esta característica nestas sub-amostra.

O gráfico a seguir mostra a variação anual existente na amostra PRIVADO e a pequena ocorrência nas outras amostras.

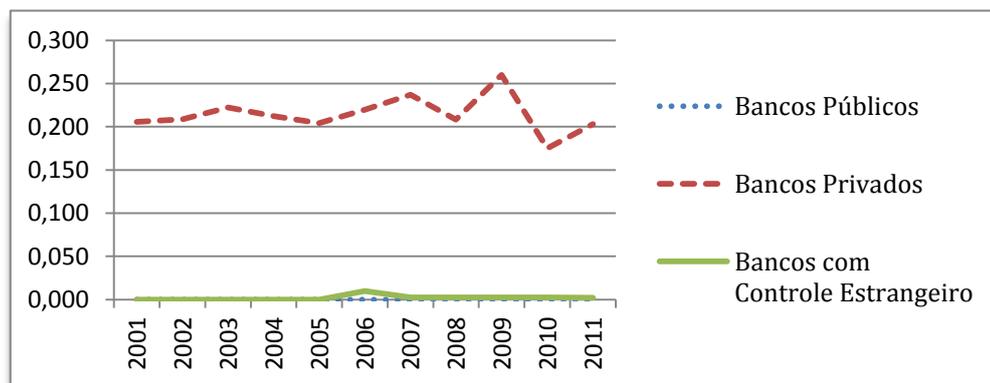


Gráfico 3: Média do percentual de ações ordinárias detidas por acionista que ocupam cargo na diretoria.

4.2. VARIÁVEIS RELACIONADAS AO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

As três variáveis dependentes relacionadas ao conselho de administração analisadas foram o tamanho do conselho, a independência do conselho e a dualidade de presidência.

Nas 803 composições de conselhos obtidas foram analisados 3.481 conselheiros. Esta informação foi obtida diretamente do Banco Central do Brasil. A média do tamanho do conselho para a amostra total foi de 4,3271 conselheiros com desvio padrão de 6,9261, conforme a tabela a seguir.

Na amostra PÚBLICO a média foi de 11,2377 conselheiros, com desvio de 2,5227, na amostra PRIVADO obteve-se o valor de 4,0437 com desvio de 7,8827 e na amostra ESTRANGEIRO, a média ficou em 4,1555, com desvio padrão de 2,3993.

| Tamanho do Conselho - TAMCON | | | | |
|------------------------------|--------|---------|---------|-------------|
| Amostra | Total | Público | Privado | Estrangeiro |
| Média | 4,3271 | 11,2377 | 4,0437 | 4,1555 |
| Máximo | 15 | 15 | 14 | 10 |
| Mínimo | 3 | 6 | 3 | 3 |
| Desvio Padrão | 6,9261 | 2,5227 | 7,8827 | 2,3993 |
| Observações | 803 | 122 | 440 | 223 |

Tabela 5: Estatística descritiva do Tamanho do Conselho de Administração.

O gráfico 4 mostra a evolução anual da média de conselheiros pertencentes ao conselho de administração segmentado pelo tipo de controle acionário.

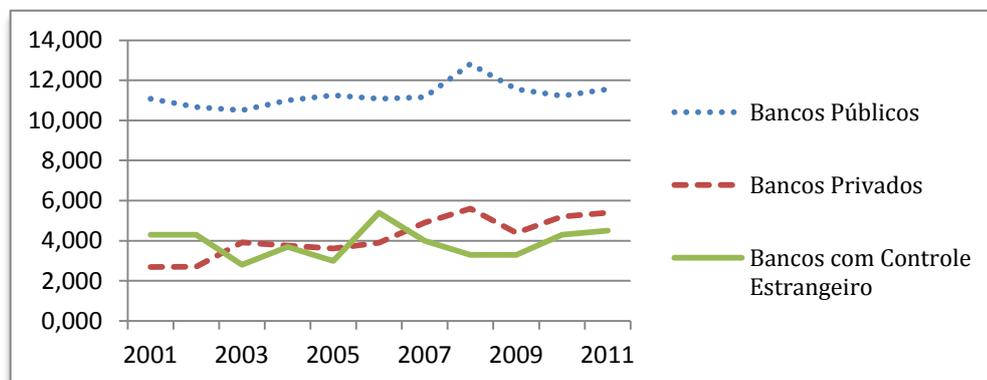


Gráfico 4: Média do Tamanho do Conselho.

É possível verificar que a média em instituições financeiras públicas é maior durante todo o período estudado. As amostras compostas pelos bancos privados e estrangeiros possuem maior variação, com desvio de 7,8827 e 2,3993, respectivamente. Além de uma tendência positiva, ou seja, o número de conselheiros em instituições financeiras privadas da amostra aumentou durante o período estudado.

Quanto à independência dos conselhos de administração, os dados informam que, em média, 43,92% dos conselheiros são independentes. Este valor é de 54,85% nas instituições públicas, 17,67% nas instituições privadas e 20,54% em instituições financeiras com controle estrangeiro, conforme os percentuais apresentados na tabela 6.

O valor máximo de 100% de independência do conselho foi obtido no Banco Sofisa SA, em 2006, quando a empresa possuía 3 conselheiros e todos se enquadravam no conceito de conselheiro independente proposto.

| Independência do Conselho - INDCON | | | | |
|------------------------------------|--------|---------|---------|-------------|
| Amostra | Total | Público | Privado | Estrangeiro |
| Média | 0,4392 | 0,5485 | 0,1767 | 0,2054 |
| Máximo | 1,0000 | 0,7500 | 1,0000 | 0,8000 |
| Mínimo | 0,1538 | 0,1538 | 0,1223 | 0,1000 |
| Desvio Padrão | 0,1558 | 0,0564 | 0,1751 | 0,1501 |
| Observações | 803 | 122 | 440 | 223 |

Tabela 6: Estatística descritiva da Independência do Conselho de Administração.

A evolução dos percentuais médios de independência é apresentada no gráfico a seguir:

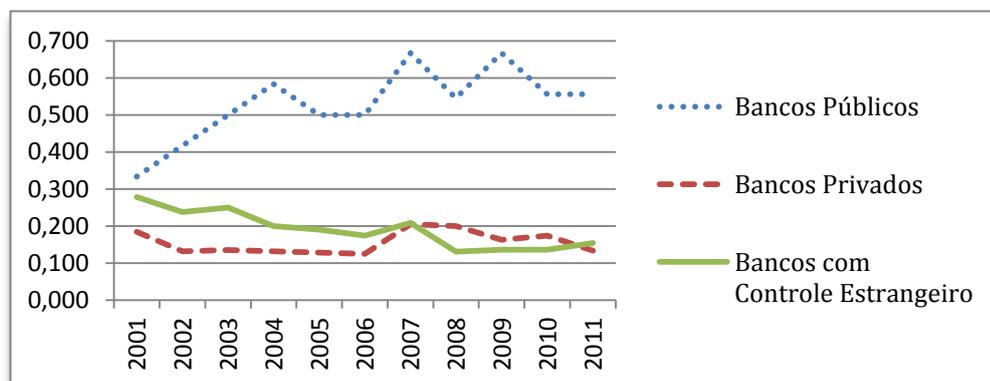


Gráfico 5: Média da Independência do Conselho de Administração.

Os dados referentes à dualidade de presidência estão apresentados na tabela 7. Por ser constituído de variáveis *dummies*, para as quais o valor “1” representa o caso em que a presidência do conselho e da companhia são exercidas pela mesma pessoa e “0”, se exercidas por pessoas diferentes, os valores máximo e mínimo foram retirados pois não trazem informação.

Em média, 6,09% das instituições financeiras apresentavam dualidade de presidência, ou seja, o cargo de presidente do conselho e presidente da companhia era exercido pela mesma pessoa.

Na amostra PÚBLICO a média por período foi de 8,19%, contudo o gráfico 6 mostra que a partir de 2007 todas das instituições compreendidas nesta amostra apresentam duas pessoas diferentes nos cargos de presidência. Na amostra ESTRANGEIRO, a média foi de 1,78% das instituições financeiras, o baixo valor ratifica que em vários períodos esta característica se apresentou nos bancos desta sub-amostra. Já nos bancos com controle acionário privado nacional o valor é estável, com média de 7,70%.

| Dualidade de Presidência - DUAPRE | | | | |
|-----------------------------------|--------|---------|---------|-------------|
| Amostra | Total | Público | Privado | Estrangeiro |
| Média | 0,0609 | 0,0819 | 0,0770 | 0,0178 |
| Desvio Padrão | 0,2394 | 0,2754 | 0,2679 | 0,1327 |
| Observações | 803 | 122 | 440 | 223 |

Tabela 7: Estatística descritiva da Dualidade de Presidência.

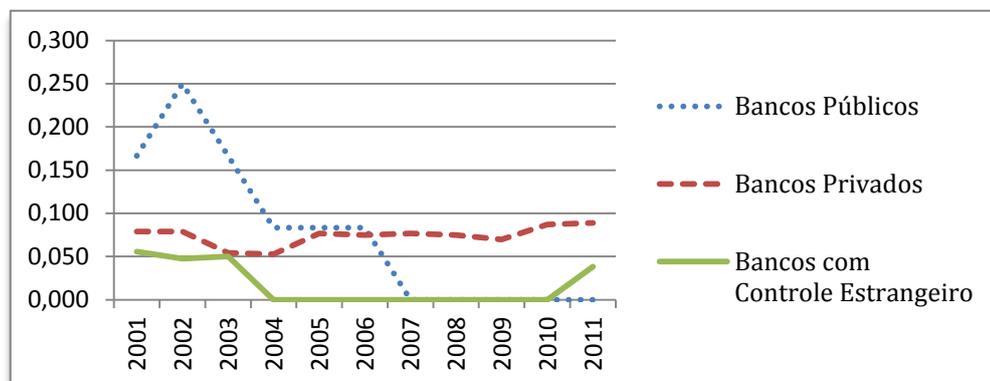


Gráfico 6: Ocorrência da Dualidade de Presidência nas Instituições Financeiras.

4.3. VARIÁVEIS RELACIONADAS ÀS CARACTERÍSTICAS DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

A tabela 8 mostra o comportamento das variáveis de controle referentes às características das Instituições Financeiras que compõem a amostra.

| | Variáveis de Controle | | | |
|-----------------------|-----------------------|-----------|-----------|---------------|
| | Média | Máximo | Mínimo | Desvio Padrão |
| BASILEIA | 0,2596 | 3,1790 | -0,0870 | 0,2205 |
| BENEFICIO | 2,1885 | 368,4117 | -134,5777 | 17,7168 |
| CAPITAL | 7,4703 | 62,2140 | -10,6367 | 2,7948 |
| DIRETORIA | 7,9222 | 90 | 0 | 9,8749 |
| GARANTIA | 0,3513 | 0,9474 | 0 | 0,2407 |
| PLR | 64,8093 | 7591,3000 | 0 | 460,2829 |
| PROVISAO | 0,0553 | 0,7077 | 0 | 0,0661 |
| ROE | 0,0412 | 1,4098 | -9,1588 | 0,3858 |
| TAMINST (milhões R\$) | 27.671 | 935.000 | 20,44 | 94.924 |

Tabela 8: Variáveis referentes às características das Instituições Financeiras.

Foram analisadas quatro variáveis relacionadas ao risco das instituições financeiras: BASILEIA, CAPITAL, GARANTIA e PROVISÃO. O índice de Basileia – BASILEIA – teve média de 0,2596 com desvio padrão de 0,2205. Este índice apresenta a adequação de capital das instituições financeiras. Considerando o fator de ajuste, instituições financeiras que possuem índice superior a 0,11 possuem patrimônio suficiente para cobrir os riscos existentes em suas operações. A média obtida indica boa razão de cobertura dos riscos nas instituições que fizeram parte da pesquisa.

Outra variável que representou o risco das instituições financeiras foi CAPITAL, que obteve média de 7,47 e desvio padrão de 2,79. Este indicador corrobora a situação da estrutura de capital das instituições financeiras, cujo *funding* provem de capital de terceiros em forma de depósitos disponibilizados pelos credores/clientes.

O nível dos depósitos garantidos – GARANTIA – apresentou média de 0,3513 e desvio de 0,2407. Este indicador mensura quanto do passível exigível do banco está segurado pelo fundo garantidor de crédito sustentado pela política econômica do Governo, não levando em conta o limitador existente por pessoa. Quanto maior este valor, maior a divisão das perdas com uma terceira parte em caso de falência.

A variável PROVISÃO mostrou média de 0,0553 e desvio padrão de 0,0661, o que significa que 5,5% dos valores emprestados precisam ser provisionados no balanço das instituições. Isto pode ser causado por uma adequada política de crédito ou uma boa política de renegociação de dívidas. O valor máximo foi de 7,07% e o mínimo foi muito próximo ao zero.

A relação entre as despesas operacionais administrativas e o lucro líquido – BENEFÍCIO – obteve a média de 2,1885, com valor máximo de 368,41 e mínimo de -134,57 (caso de prejuízo no demonstrativo de resultados do período). Conforme sugerido na literatura, acionistas controladores podem preferir receber lucros em forma de benefícios pessoais a dividendos, por isso, uma relação superior a um pode indicar expropriação de riqueza.

Das 803 composições de diretoria pesquisadas, o valor médio de diretores foi de 7,92, com desvio padrão de 9,87. O número máximo de 90 diretores ocorreu durante a fusão do Itaú com o Unibanco, em 2011. O tamanho da instituição, representada pelo ativo total teve média de 27 bilhões de reais. Neste quesito são encontradas grandes diferenças na amostra, desde instituições pertencentes a conglomerados financeiros com 935 bilhões de reais em ativos a bancos individuais com carteira comercial focada em atender uma determinada demanda com ativos em torno de 20 milhões de reais. O tamanho da instituição pode ser significativa na escolha do conselho de administração dada sua maior complexidade.

A relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido, constituindo a variável de desempenho ROE teve média de 4,12%. A expectativa de um maior retorno dado perfil de maior risco pode gerar a necessidade de controle sobre os gestores para que mantenham níveis ótimos de criação de valor, sem focar somente no curto prazo considerando a facilidade em alterar a qualidade dos empréstimos.

Por fim, a participação nos lucros e resultados – PLR – pode indicar outra maneira de obter benefícios pessoais, principalmente onde existe *insider ownership* e os diretores tem direito à participação. Na amostra, o valor médio de participação dividido pelo número de funcionários ativos foi de R\$64,80. Aparentemente um valor baixo, mas o desvio padrão de R\$ 460,28 ratifica as grandes diferenças entre as instituições.

4.4. CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS DO MODELO

A tabela a seguir apresenta as correlações entre as variáveis do modelo proposto. A análise foi realizada através do coeficiente de correlação de Pearson. No quadro, o valor superior é o coeficiente de correlação e o valor inferior é o respectivo *p-value*.

A correlação com a variável TAMCON mostrou-se significativa ao nível de 1% com as variáveis INDCON, DUAPRE, INSOWN, CONPRO, BASILEIA, DIRETORIA, GARANTIA, PLR, PROVISÃO e TAMINST. A variável CONVOT apresentou correlação significativa com TAMCON ao nível de 5%. Contudo, nenhuma apresentou uma correlação forte, ou seja, valores próximos a 1 ou -1.

A correlação entre CONPRO e CONVOT com INDCON foram significantes ao nível de 5%, mas sem valores que indicassem forte correlação. A correlação entre INDCON e INSOWN foi significativa ao nível de 10%.

Também a correlação entre a DUAPRE foi significativa ao nível de 1% com as variáveis INSOWN, CONPRO, CONVOT e GARANTIA. Novamente os valores não são expressivos. Ao nível de 10% a correlação com PROVISÃO também foi estatisticamente significativa.

A maioria dos valores encontrados não evidencia correlação entre as variáveis independentes. No entanto, a correlação entre CONPRO e CONVOT foi significativa ao nível de 1%, com valor de 0,9316. Esta correlação era esperada tendo em vista a constituição das duas variáveis. A variável CONPRO representa a concentração do direito ao fluxo de caixa, tendo como *proxy* a razão entre o total de ações ordinárias e preferenciais detidas pelo acionista controlador e o total de ações ordinárias e preferenciais da instituição financeira. Enquanto que a variável CONVOT representa a concentração do direito de voto do acionista controlador, tendo como fórmula a razão entre o total de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador e o total de ações ordinárias da instituição financeira.

Nos casos em que a instituição financeira somente possui ações ordinárias, as duas variáveis possuem o mesmo valor, ou seja, existe concentração de propriedade tanto no que diz respeito ao poder decisório, quanto ao fluxo de caixa. Este caso ocorreu em 44 instituições financeiras da amostra, gerando 298 observações cruzadas iguais entre as variáveis CONPRO e CONVOT.

A alta correlação pode causar inconsistência e/ou viés nas estimativas. Por este motivo foram feitos três conjuntos de regressões para cada variável dependente: uma com as duas variáveis, uma somente com a variável CONVOT e a última somente com a variável CONPRO.

| ÍNDICE DE CORRELAÇÃO | | | | | | | | | | | | | | | |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|-----------|---------|-----------|----------|---------|----------|--------|---------|
| | TAMCON | INDCON | DUAPRE | INSOWN | CONPRO | CONVOT | BASILEIA | BENEFICIO | CAPITAL | DIRETORIA | GARANTIA | PLR | PROVISAO | ROE | TAMINST |
| TAMCON | 1 | | | | | | | | | | | | | | |
| | ----- | | | | | | | | | | | | | | |
| INDCON | 0,0996 | 1 | | | | | | | | | | | | | |
| | 0,006 | ----- | | | | | | | | | | | | | |
| DUAPRE | 0,0922 | 0,0515 | 1 | | | | | | | | | | | | |
| | 0,010 | 0,153 | ----- | | | | | | | | | | | | |
| INSOWN | -0,1451 | 0,0652 | 0,1481 | 1 | | | | | | | | | | | |
| | 0,000 | 0,070 | 0,000 | ----- | | | | | | | | | | | |
| CONPRO | -0,1495 | -0,0778 | -0,2221 | -0,2380 | 1 | | | | | | | | | | |
| | 0,000 | 0,031 | 0,000 | 0,000 | ----- | | | | | | | | | | |
| CONVOT | -0,0910 | -0,0798 | -0,2173 | -0,2538 | 0,9316 | 1 | | | | | | | | | |
| | 0,012 | 0,027 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | ----- | | | | | | | | | |
| BASILEIA | -0,1840 | 0,0574 | -0,0121 | 0,0407 | 0,0915 | 0,0654 | 1 | | | | | | | | |
| | 0,000 | 0,112 | 0,738 | 0,259 | 0,011 | 0,070 | ----- | | | | | | | | |
| BENEFICIO | 0,0512 | 0,0236 | 0,0307 | -0,0168 | 0,0024 | 0,0009 | -0,0399 | 1 | | | | | | | |
| | 0,156 | 0,512 | 0,395 | 0,642 | 0,947 | 0,980 | 0,268 | ----- | | | | | | | |
| CAPITAL | 0,2877 | 0,0497 | -0,0214 | -0,1705 | 0,0752 | 0,0919 | -0,3255 | -0,0138 | 1 | | | | | | |
| | 0,365 | 0,168 | 0,554 | 0,000 | 0,037 | 0,011 | 0,000 | 0,702 | ----- | | | | | | |
| DIRETORIA | 0,3952 | -0,0333 | 0,0011 | -0,1263 | -0,2692 | -0,1908 | -0,1251 | -0,0135 | 0,1682 | 1 | | | | | |
| | 0,000 | 0,355 | 0,976 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,001 | 0,707 | 0,000 | ----- | | | | | |
| GARANTIA | 0,2512 | 0,0365 | 0,1919 | 0,1613 | -0,3021 | -0,3251 | -0,1155 | 0,0990 | -0,1213 | 0,0229 | 1 | | | | |
| | 0,000 | 0,311 | 0,000 | 0,000 | 0,010 | 0,000 | 0,001 | 0,006 | 0,001 | 0,525 | ----- | | | | |
| PLR | -0,1032 | -0,0324 | -0,0327 | -0,0298 | 0,0711 | 0,0669 | 0,0185 | -0,0148 | 0,0577 | -0,0108 | -0,1010 | 1 | | | |
| | 0,004 | 0,368 | 0,364 | 0,409 | 0,048 | 0,063 | 0,608 | 0,682 | 0,109 | 0,765 | 0,005 | ----- | | | |
| PROVISAO | 0,1926 | -0,0166 | 0,0607 | -0,1252 | -0,0038 | -0,0335 | -0,0735 | -0,0006 | 0,0178 | 0,0579 | 0,0364 | -0,0184 | 1 | | |
| | 0,000 | 0,645 | 0,092 | 0,000 | 0,915 | 0,353 | 0,041 | 0,999 | 0,622 | 0,108 | 0,313 | 0,610 | ----- | | |
| ROE | -0,0289 | -0,0304 | -0,0052 | 0,0368 | -0,0321 | 0,0057 | -0,0268 | 0,0103 | -0,1425 | 0,0436 | 0,0610 | 0,0204 | -0,1903 | 1 | |
| | 0,423 | 0,399 | 0,885 | 0,307 | 0,373 | 0,875 | 0,458 | 0,776 | 0,000 | 0,227 | 0,090 | 0,573 | 0,000 | ----- | |
| TAMINST | 0,4132 | -0,0427 | -0,0543 | -0,1205 | -0,0551 | -0,0360 | -0,1226 | -0,0066 | 0,2526 | 0,6231 | 0,0102 | -0,0219 | 0,0710 | 0,0449 | 1 |
| | 0,000 | 0,237 | 0,132 | 0,001 | 0,126 | 0,318 | 0,001 | 0,855 | 0,000 | 0,000 | 0,777 | 0,543 | 0,049 | 0,213 | ----- |

Tabela 9: Correlação entre as variáveis de modelo.

5. RESULTADOS

Os resultados são apresentados de acordo com as três equações estabelecidas no modelo de estimação⁵. O primeiro objetivo foi verificar se as variáveis explicativas são significantes na estimação da variável dependente relacionada às características do conselho de administração das instituições financeiras da amostra.

Em seguida, a partir do teste de restrições de Wald, verificou-se se os coeficientes estimados relacionados às variáveis INSOWN, CONPRO e CONVOT – representando à estrutura de propriedade das instituições financeiras – eram diferentes de zero. Se a hipótese nula proposta é rejeitada, pode-se afirmar que a estrutura de propriedade tem poder explicativo sobre a constituição do conselho de administração, caso contrário, não se pode fazer tal afirmação sobre os dados da amostra.

A seguir são apresentados os resultados para a variável dependente TAMCON, INDCON e DUAPRE. Conforme mencionado anteriormente, cada variável teve três conjuntos de variáveis explicativas: no primeiro, constam as variáveis CONPRO e CONVOT, no segundo somente a variável CONVOT e no terceiro, somente com a variável CONPRO. Além disso, as regressões são apresentadas para a amostra TOTAL e as sub-amostras PUBLICO, PRIVADO e ESTRANGEIRO.

5.1. ESTIMATIVAS PARA O TAMANHO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

A primeira equação do modelo possui a variável dependente TAMCON. A expectativa de existência de um conselho de administração maior é possibilitar a troca eficiente de experiências e conseqüentes melhores decisões estratégicas para garantir o valor da organização.

5.1.1. Regressões para TAMCON considerando CONVOT e CONPRO

As estimativas e o nível de significância de cada variável explicativa para a regressão de TAMCON considerando as variáveis CONVOT e CONPRO podem ser observadas na Tabela 10. Na amostra constituída por todas as instituições estudadas, apresentaram-se estatisticamente significantes ao nível de 1% as variáveis DIRETORIA, com coeficiente estimado de 0,1378. A variável representativa do risco PROVISÃO (2,3303) foi significativa no modelo ao nível de 5% de significância.

⁵ Níveis de Significância: *** significante a 1%, ** significante a 5% e * significante a 10%.

O poder de explicação do modelo, mensurado pelo R^2 ajustado, foi de 0,8666, indicando que as variáveis independentes explicam 86,65% das variações no tamanho do conselho das instituições financeiras da amostra. Muito provavelmente, o elevado R^2 e R^2 ajustado deve-se ao método empregado, onde c_i estimados captam a heterogeneidade dos indivíduos, neste caso, de cada instituição financeira em particular. Assim, grande parte do grau de explicação da variável dependente encontra-se em variáveis que não constam no modelo.

| Variável Dependente: TAMCON | | | | |
|-----------------------------|------------|------------|------------|-------------|
| Variáveis Independentes | Amostra | | | |
| | Total | Público | Privado | Estrangeiro |
| C | 3,7234 *** | 8,4939 | 2,0485 ** | 1,6640 ** |
| INSOWN | 0,5057 | - | 0,5505 | -1,7474 |
| CONPRO | -1,2814 | -2,4484 | 0,3514 | -8,6256 *** |
| CONVOT | -0,5904 | 0,8416 | -1,9435 | 7,6198 *** |
| TAMINST | 0,0034 | 0,0050 | 0,0067 | 0,0032 |
| DIRETORIA | 0,1378 *** | 0,2477 *** | 0,1408 *** | 0,0406 |
| BENEFICIO | 0,0055 | 0,0101 | 0,0056 | 0,0139 ** |
| ROE | -0,0632 | 0,0123 | -0,5529 | 0,1719 |
| PLR | 7,7343 | -0,0090 | 0,0007 | 0,0000 |
| PROVISÃO | 2,3303 ** | 3,6898 | 9,7514 *** | -0,5448 |
| BASILEIA | 0,1817 | -1,5248 | 0,6574 | -0,1506 |
| CAPITAL | 0,0015 | 0,0383 | -0,0028 | 0,0166 |
| GARANTIA | 0,3532 | 2,9817 | 0,9687 | -1,7517 *** |
| R^2 | 0,8829 | 0,5992 | 0,7800 | 0,8727 |
| R^2 ajustado | 0,8665 | 0,5102 | 0,7428 | 0,8484 |
| SE da regressão | 1,6876 | 1,7657 | 1,9207 | 0,9139 |
| Estatística F | 53,6278 | 6,7280 | 20,9903 | 35,9099 |
| <i>p-value</i> (F-estat) | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Durbint-Watson | 1,0511 | 1,9757 | 0,8728 | 1,3895 |

Tabela 10: Regressões multivariadas para TAMCON considerando CONVOT e CONPRO.

O resultado apresentado pela equação da relação entre o número de conselheiros (TAMCON) e o número de diretores (DIRETORIA) foi conforme esperado. A expectativa era que o número de diretores fosse correlacionado com a complexidade da organização, o que traria a necessidade conjunta de um conselho de administração maior. O valor de 0,1378 indicou esta relação direta.

A expectativa da relação entre as variáveis que representavam o risco da instituição financeira e o tamanho do conselho (TAMCON) era de uma relação direta, fundamentada no pressuposto de que organizações com maior risco necessitam de mecanismos que protejam os interesses dos acionistas minoritários. A variável PROVISÃO confirmou a expectativa. As

demais variáveis de risco – BASILEIA, CAPITAL e GARANTIA – não foram estatisticamente significantes.

Os coeficientes das variáveis ligadas à estrutura de propriedade CONPRO e CONVOT, apesar de não se mostrarem estatisticamente significante, apresentaram sinal negativo, conforme esperado.

Na sub-amostra constituída por bancos cujo capital social é, em sua maioria público, a única variável estatisticamente significante foi DIRETORIA, com o valor 0,2477, indicando uma relação direta, conforme esperado. Nesta regressão, a variável INSOWN foi retirada pois era igual a zero em todos os casos averiguados, o que causaria inconsistência nas estimativas devido ao método utilizado.

Na sub-amostra constituída apenas por bancos privados nacionais as variáveis DIRETORIA e PROVISÃO foram estatisticamente significantes ao nível de 1%, com valores -0,1408 e 9,7514, respectivamente. O R^2 ajustado desta regressão foi de 0,7428. A variável DIRETORIA e PROVISÃO apresentaram sinal positivo, numa relação direta com o tamanho do conselho, de acordo com a revisão realizada.

Com R^2 ajustado de 0,8484, as variáveis CONPRO (-8,6256), CONVOT (7,6198), BENEFICIO (0,0139) e GARANTIA (-1,7517) foram estatisticamente significantes na sub-amostra das empresas cujo capital social é majoritariamente estrangeiro. O valor indicado pela variável CONVOT surpreende, pois se esperava relação inversa com os mecanismos de controle corporativo ligados ao conselho de administração, uma vez que na presença de concentração de capital votante, os conflitos diminuiriam e não compensariam a contratação de grandes conselhos. Esta relação direta pode advir da necessidade de mecanismos que demonstrem maior transparência e grau de governança neste tipo de instituições. Enquanto que a relação inversa apresentada por CONPRO corrobora esta ideia. A variável BENEFICIO teve comportamento diferente do esperado, numa relação direta com o tamanho do conselho. Esta variável supõe que quanto maiores os benefícios adicionais ganhos pelos acionistas, maior seria o conselho de administração. Contudo, a ideia é que o maior número de membros no conselho resguarde a riqueza de acionistas minoritários da expropriação de acionistas majoritários. O coeficiente estimado de -1,7517 da variável GARANTIA indica comportamento diferente do esperado numa relação negativa com a variável TAMCON. O resultado indica que à medida que a representatividade de depósitos garantidos aumenta nos balanços das instituições financeiras, o número de membros no conselho de administração diminui. Esta possibilidade ratificaria a ideia de que não são somente os acionistas que absorvem os prejuízos

neste tipo de instituição. Um conseqüente menor conselho de administração não garantiria a transparência nas decisões e a proteção do grupo de *stakeholders* depositantes.

5.1.2. Regressões para TAMCON considerando somente CONVOT

No segundo conjunto de regressões, as variáveis que representam a estrutura de propriedade são apenas INSOWN e CONVOT. Os valores obtidos constam na tabela 11, a seguir.

| Variável Dependente: TAMCON | | | | | |
|-----------------------------|-------------|------------|------------|-------------|--|
| Variáveis Independentes | Amostra | | | | |
| | Total | Público | Privado | Estrangeiro | |
| C | 3,6597 *** | 8,0014 | 2,0734 ** | 1,9888 ** | |
| INSOWN | 0,4832 | | 0,5601 | 7,0227 | |
| CONVOT | -1,7475 *** | -0,2999 | -1,6327 * | -1,0636 | |
| TAMINST | 0,0035 | 0,0009 | 0,0076 | 0,0135 | |
| DIRETORIA | 0,1426 *** | 0,2531 *** | 0,1379 *** | 0,0275 | |
| BENEFICIO | 0,0055 | 0,0088 | 0,0056 | 0,0048 | |
| ROE | -0,0512 | -0,0295 | -0,5626 | 0,0538 | |
| PLR | 0,0000 | -0,0068 | 0,0007 | 0,0000 | |
| PROVISÃO | 2,1959 * | 1,4909 | 9,8002 *** | -0,5947 | |
| BASILEIA | 0,1782 | -1,5180 | 0,6553 | -0,1433 | |
| CAPITAL | 0,0017 | 0,0076 | -0,0031 | 0,0076 | |
| GARANTIA | 0,2836 | 2,5168 | 0,9900 | -2,0797 *** | |
| R ² | 0,8827 | 0,5961 | 0,7799 | 0,8595 | |
| R ² ajustado | 0,8663 | 0,5113 | 0,7434 | 0,8335 | |
| SE da regressão | 1,6883 | 1,7636 | 1,9183 | 0,9580 | |
| Estatística F | 54,1112 | 70,2830 | 21,3758 | 33,0543 | |
| <i>p-value</i> (F-estat) | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | |
| Durbint-Watson | 1,0425 | 1,9494 | 0,8743 | 1,2238 | |

Tabela 11: Regressões multivariadas para TAMCON considerando somente CONVOT.

Diferentemente do que ocorre no primeiro conjunto de regressões, além das variáveis DIRETORIA e PROVISÃO, a variável CONVOT (-1,7475) mostrou-se estatisticamente significativa ao nível de 1% na amostra TOTAL. A relação inversa apresentada entre esta variável e TAMCON indica, conforme esperado, que a concentração de poder decisório através de voto em assembleia implica num menor número de conselheiros no conselho de administração.

Na sub-amostra PUBLICO os resultados não foram muito diferentes, tendo somente a variável DIRETORIA significativa. Na sub-amostra PRIVADO a variável CONVOT (-

1,6327) mostrou-se estatisticamente significativa ao nível de 10%, além de DIRETORIA e PROVISÃO.

Por fim, na sub-amostra ESTRANGEIRO, as variáveis, antes significantes, CONVOT e BENEFÍCIO não mostraram a mesma importância na explicação da variável TAMCON, enquanto que GARANTIA continua significativa ao nível de 1%. Possivelmente, nestas organizações, a necessidade de apresentar um contexto global de governança corporativa diminua a ocorrência de expropriação de riqueza de acionistas minoritários, mesmo com a concentração de capital votante.

5.1.3. Regressões para TAMCON considerando somente CONPRO

O terceiro grupo de regressões possui as variáveis INSOWN e CONPRO representando a estrutura de propriedade. A tabela 12 mostra os valores obtidos.

| Variável Dependente: TAMCON | | | | |
|-----------------------------|-------------|------------|------------|-------------|
| Variáveis Independentes | Amostra | | | |
| | Total | Público | Privado | Estrangeiro |
| C | 3,5814 *** | 9,3094 *** | 1,6826 * | 2,9265 *** |
| INSOWN | 0,5189 | - - | 0,5986 | 3,3253 |
| CONPRO | -1,7195 *** | -2,3254 | -1,1669 | -2,1748 *** |
| TAMINST | 0,0036 | 0,0098 | 0,0076 | 0,0008 |
| DIRETORIA | 0,1362 *** | 0,2470 *** | 0,1298 *** | 0,0325 |
| BENEFICIO | 0,0055 | 0,0104 | 0,0055 | 0,0065 |
| ROE | -0,0705 | 0,0117 | -0,6019 | 0,0683 |
| PLR | 0,0000 | -0,0090 | 0,0007 | 0,0000 |
| PROVISÃO | 2,3997 | 3,1431 | 1,0004 *** | -0,5306 |
| BASILEIA | 0,1777 | -1,5278 | 0,6370 | -0,1075 |
| CAPITAL | 0,0011 | 0,0352 | -0,0055 | 0,0095 |
| GARANTIA | 0,3874 | 2,8774 | 1,1215 | -1,9278 *** |
| R ² | 0,8829 | 0,5991 | 0,7791 | 0,8640 |
| R ² ajustado | 0,8666 | 0,5149 | 0,7425 | 0,8389 |
| SE da regressão | 1,6867 | 1,7571 | 1,9219 | 0,9423 |
| Estatística F | 54,2274 | 7,1162 | 21,2746 | 34,3448 |
| <i>p-value</i> (F-estat) | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Durbint-Watson | 1,0517 | 1,9787 | 0,8723 | 1,2774 |

Tabela 12: Regressões multivariadas para TAMCON considerando somente CONPRO.

Assim como no segundo conjunto de regressões, a variável representando a concentração de propriedade CONPRO, antes não significativa, foi estatisticamente significativa ao nível de 1%, com valor de -1,7195. O valor negativo indica uma relação inversa entre o tama-

nho do conselho de administração e a concentração do direito ao fluxo de caixa, que considera ações ordinárias e preferenciais. A variável DIRETORIA (0,1362) também permaneceu significativa ao nível de 1%.

Nas sub-amostras, as estimativas tiveram comportamento parecido com as estimativas do segundo grupo de regressões. Em PUBLICO somente a variável DIRETORIA (0,2470), em PRIVADO, as variáveis DIRETORIA (0,1298) e PROVISÃO(1,0004), e em ESTRANGEIRO, as variáveis CONPRO (-2,1748) e GARANTIA (-1,9278) mostraram-se estatisticamente significativas, respectivamente.

De modo geral, percebeu-se na estimação de TAMCON que a variável DIRETORIA foi estatisticamente significativa em quase todas as amostras ao nível de 1%. Apresentando comportamento conforme o esperado na amostra TOTAL, PUBLICO e PRIVADO.

Dentre as variáveis ligadas à estrutura de propriedade, as variáveis CONPRO e CONVOT, quando estimadas conjuntamente, mostraram-se significante ao nível de 1% somente na regressão da sub-amostra ESTRANGEIRO, com valores -8,6256 e 7,6198, respectivamente. A primeira apresentou sinal esperado, ou seja, o número de conselheiros aumenta com a não concentração do direito ao fluxo de caixa, numa prerrogativa de resguardar a riqueza de acionistas minoritários. A segunda apresentou sinal contrário ao esperado, numa relação inversa, o que contraria a ideia de equilíbrio entre os mecanismos de controle corporativo.

Quando estimadas separadamente, a variável CONVOT foi significativa nas amostras TOTAL (-1,7475) e PRIVADO (-1,6327). Os valores negativos corroboram a ideia de que a concentração de capital votante inibe a constituição de conselhos maiores. A variável CONPRO foi estatisticamente significativa nas amostras TOTAL (-1,7195) e ESTRANGEIRO (-2,1748), também ratificando a relação inversa com a variável TAMCON, conforme esperado.

A variável INSOWN não foi significativa em nenhum grupo. As variáveis de controle TAMINST, ROE, PLR, BASILEIA e CAPITAL também não se mostraram estatisticamente significantes no modelo.

5.2. ESTIMATIVAS PARA A INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O segundo conjunto de regressões possui a variável dependente independência do Conselho (INDCON).

5.2.1. Regressões para INDCON considerando CONVOT e CONPRO

No primeiro conjunto de regressões, para a amostra com todas as instituições financeiras, apresentaram-se estatisticamente significantes INSOWN, CONPRO, CONVOT, DIRETORIA e CAPITAL, como é possível observar na tabela 13. O R^2 ajustado da equação foi 0,8108. Novamente, o elevado índice de R^2 e R^2 ajustado, deve-se ao fator c_i na captação da heterogeneidade não observada das instituições financeiras.

| Variável Dependente: INDCON | | | | | |
|-----------------------------|-------------|----------|-------------|-------------|--|
| Variáveis Independentes | Amostra | | | | |
| | Total | Público | Privado | Estrangeiro | |
| C | 0,0524 ** | 0,0694 | 0,0835 ** | 0,0345 | |
| INSOWN | 0,0910 *** | - | 0,0975 *** | -0,3525 | |
| CONPRO | 0,1385 *** | 0,0397 | 0,0791 | 0,7290 *** | |
| CONVOT | -0,1835 *** | -0,0946 | -0,1698 *** | -0,7432 *** | |
| TAMINST | 0,0036 | 0,0023 | 0,0136 | 0,0012 | |
| DIRETORIA | 0,0017 ** | 0,0000 | 0,0021 | 0,0017 | |
| BENEFICIO | 0,0000 | 0,0006 | 0,0000 | 0,0000 | |
| ROE | -0,0002 | -0,0040 | -0,0418 * | 0,0261 | |
| PLR | 0,0000 | 0,0069 * | 0,0000 | 0,0000 | |
| PROVISÃO | -0,0016 | -0,1368 | 0,0346 | 0,0181 | |
| BASILEIA | -0,0015 | -0,0252 | 0,0146 | -0,0045 | |
| CAPITAL | 0,0013 ** | -0,0008 | 0,0013 | 0,0020 * | |
| GARANTIA | 0,0035 | 0,0397 | -0,0088 | -0,0219 | |
| R^2 | 0,8341 | 0,4189 | 0,8318 | 0,9083 | |
| R^2 ajustado | 0,8108 | 0,2898 | 0,8035 | 0,8908 | |
| SE da regressão | 0,0678 | 0,0475 | 0,0776 | 0,0496 | |
| Estatística F | 35,7514 | 3,2444 | 29,2952 | 51,8644 | |
| <i>p-value</i> (F-estat) | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | |
| Durbint-Watson | 1,2967 | 1,0209 | 1,4219 | 1,5768 | |

Tabela 13: Regressões multivariadas para INDCON considerando CONVOT e CONPRO.

A variável DIRETORIA (0,0017) e CAPITAL (0,0013) apresentaram-se significante ao nível de 5% e com sinal positivo conforme esperado, contudo seu valor não é muito expressivo.

Representado a questão da separação entre propriedade e gestão, INSOWN obteve o valor 0,0910 sendo significante ao nível de 1%. O valor obtido é inverso ao esperado e indica que a cada unidade a mais de INSOWN a independência do conselho aumenta em 0,0910. O

pressuposto era de que a maior incidência de *insider ownership* geraria menor necessidade de conselheiros independentes, pois a estratégia e a propriedade estariam nas mãos dos mesmos executivos. Uma possível explicação para esta relação é que, apesar de manter o controle de propriedade e de gestão, a contratação de conselheiros independentes oportuniza a troca de experiências e opiniões, muitas vezes, criando valor para a organização.

A variável CONVOT apresentou o sinal esperado, numa relação inversa com a independência do conselho, ou seja, à medida que a concentração de capital votante aumenta, a independência do conselho diminui numa relação de equilíbrio entre os mecanismos de controle corporativos internos. O valor obtido foi de -0,1835, significativo ao nível de 1%. Já a variável CONPRO não apresentou o comportamento esperado. Com o valor positivo de 0,1385, estatisticamente significativo ao nível de 1%, a variável indica que o poder decisório concentrado teria relação direta com a independência do conselho.

A regressão da sub-amostra PUBLICO teve a variável PLR (-0,0069) significativa ao nível de 10%, mas com valor não muito expressivo.

Na amostra PRIVADO as variáveis relacionadas à estrutura de propriedade foram estatisticamente significativas: INSOWN apresentou o valor de 0,0975, com relação oposta ao esperado, enquanto que CONVOT, com valor de -0,1698, confirmou o comportamento em relação à INDCON. O grau de explicação das variáveis independentes demonstrado pelo R^2 ajustado foi de 80,35%. A variável ROE foi estatisticamente significativa ao nível de 10%. Seu valor negativo de -0,0418 indica relação inversa com a independência do conselho.

Com R^2 ajustado de 0,8905, na regressão composta pelas instituições financeiras com controle acionário estrangeiro, as variáveis CONPRO (0,7290), CONVOT (-0,7432) e CAPITAL (0,0020) foram estatisticamente significantes ao nível de 1%, 1% e 10%, respectivamente. As variáveis relacionadas à estrutura de propriedade apresentaram sinais diferentes na regressão. O resultado negativo de CONVOT condiz ao esperado, indicando uma relação inversa, ou seja, quanto maior a concentração do poder decisório no acionista controlador, menor a necessidade de incluir conselheiros independentes no conselho, considerando o benefício adicional que trariam. Já o resultado positivo de CONPRO, apesar de não condizer com o inicialmente esperado, indica uma relação direta. Este resultado pode indicar uma necessidade maior de conselheiros independentes à medida que grande parte da riqueza do acionista está concentrada nas ações da instituição financeira. Imagina-se que um grupo de conselheiros com experiências diferentes e livres para agir somente em prol do valor da organização traga melhores resultados.

5.2.2. Regressões para INDCON considerando somente CONVOT

No segundo grupo de regressões, no qual é utilizado somente a variável CONVOT na representação da concentração de capital votante, as estimativas apresentam resultados um pouco diferentes. Estes resultados constam na tabela 14, a seguir.

Na amostra TOTAL, as variáveis INSOWN (0,0934), CONVOT (-0,0585) e CAPITAL (0,0013) permanecem significantes ao nível de 1%, 5% e 5%, respectivamente. INSOWN apresentou comportamento contrário ao esperado, numa relação direta entre a presença de *insider ownership* e a independência do conselho de administração, enquanto que CONVOT e CAPITAL apresentaram o sinal esperado.

| Variável Dependente: INDCON | | | | | |
|-----------------------------|------------|----------|-------------|-------------|--|
| Variáveis Independentes | Amostra | | | | |
| | Total | Público | Privado | Estrangeiro | |
| C | 0,0593 ** | 0,0774 | 0,0891 ** | 0,0070 | |
| INSOWN | 0,0934 *** | | 0,0997 | -1,0937 *** | |
| CONVOT | -0,0585 ** | -0,0761 | -0,0999 *** | -0,0093 | |
| TAMINST | 0,0035 | 0,0053 | 0,0146 | 0,0032 | |
| DIRETORIA | 0,0011 | 0,0000 | 0,0015 | 0,0028 * | |
| BENEFICIO | 0,0000 | 0,0007 | 0,0000 | 0,0008 * | |
| ROE | -0,0015 | -0,0034 | -0,0440 * | 0,0361 | |
| PLR | 0,0000 | 0,0068 * | 0,0000 | 0,0000 | |
| PROVISÃO | 0,0129 | -0,1011 | 0,0456 | 0,0224 | |
| BASILEIA | -0,0012 | -0,0253 | 0,0141 | -0,0051 | |
| CAPITAL | 0,0013 ** | -0,0003 | 0,0012 | 0,0028 ** | |
| GARANTIA | 0,0110 | 0,0472 | -0,0040 | 0,0058 | |
| R ² | 0,8313 | 0,4173 | 0,8311 | 0,8851 | |
| R ² ajustado | 0,8079 | 0,2949 | 0,8031 | 0,8639 | |
| SE da regressão | 0,0683 | 0,0474 | 0,0777 | 0,0554 | |
| Estatística F | 35,4585 | 3,4103 | 29,6810 | 41,6420 | |
| <i>p-value</i> (F-estat) | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | |
| Durbint-Watson | 1,2525 | 1,0300 | 1,4009 | 1,2949 | |

Tabela 14: Regressões multivariadas para INDCON considerando somente CONVOT.

Na sub-amostra PUBLICO somente a variável PLR mostrou-se significativa ao nível de 10%, mas com valor de 0,0068 não muito expressivo.

Na sub-amostra PRIVADO a variável INSOWN não foi significativa, diderente do que ocorreu no primeiro grupo de regressões. As variáveis CONVOT (-0,0999) e ROE (-0,0440)

mostraram-se significantes ao nível de 1% e 10%, respectivamente. As duas indicam relação inversa com a variável independência do conselho de administração.

Para as instituições financeiras que constituíram a amostra ESTRANGEIRO, neste segundo grupo de regressões, das variáveis relacionadas à estrutura de propriedade, somente INSOWN foi significativa. Seu valor de -1,0937 indica relação inversa com a INDCON, conforme esperado. Ou seja, à medida que a propriedade e a gestão são concentradas, diminui a necessidade de conselheiros independentes, pois a possibilidade de conflitos também diminui.

As variáveis DIRETORIA (0,0028), BENEFICIO (0,0008) E CAPITAL (0,0028) foram significativas ao nível de 10%, 10% e 5%, mas seus valores não são expressivos.

5.2.3. Regressões para INDCON considerando somente CONPRO

A tabela 15 apresenta os resultados do terceiro grupo de estimativas, na qual somente a variável CONPRO é utilizada.

Na amostra TOTAL as variáveis INSOWN e CAPITAL foram significativas. INSOWN apresentou o valor 0,0951, significativo ao nível de 1%. Este valor indica relação direta entre a presença de *insider ownership* e a independência do conselho, o que não concorda com a ideia de equilíbrio entre os mecanismos de controle corporativo interno. O valor apresentado pela variável CAPITAL (0,0012) não foi muito expressivo, apesar de significativo ao nível de 10%.

A variável PLR foi a única variável estatisticamente significativa na sub-amostra PÚBLICO. A variável INSOWN também foi significativa ao nível de 1% nas sub-amostras PRIVADO (0,1017) e ESTRANGEIRO (-0,8473). No primeiro caso, apresentou sinal inverso ao esperado, numa relação direta com INDCON. No segundo caso, o sinal negativo indica relação inversa entre as duas variáveis. A variável ROE mostrou-se significativa ao nível de 10% na sub-amostra PRIVADO conforme já tinha ocorrido no primeiro e segundo conjunto de regressões para INDCON.

Por fim, na sub-amostra ESTRANGEIRO, além de BENEFICIO e CAPITAL, com valores não muito expressivos, a variável CONPRO foi estatisticamente significativa ao nível de 5%. Seu valor de 0,0999 não indica o comportamento esperado de relação inversa com a INDCON. Ou seja, supõe que à medida que a concentração de propriedade aumenta, o número de conselheiros independentes também aumentaria.

| Variável Dependente: INDCON | | | | |
|-----------------------------|------------|----------|------------|-------------|
| Variáveis Independentes | Amostra | | | |
| | Total | Público | Privado | Estrangeiro |
| C | 0,0083 | -0,0223 | 0,0515 | -0,0887 ** |
| INSOWN | 0,0951 *** | | 0,1017 *** | -0,8473 *** |
| CONPRO | 0,0023 | 0,0259 | -0,0536 | 0,0999 ** |
| TAMINST | 0,0045 | 0,0023 | 0,0176 | 0,0082 |
| DIRETORIA | 0,0012 | 0,0001 | 0,0012 | 0,0025 |
| BENEFICIO | 0,0000 | 0,0006 | 0,0000 | 0,0008 * |
| ROE | -0,0024 | -0,0040 | -0,0461 * | 0,0362 |
| PLR | 0,0000 | 0,0069 * | 0,0000 | 0,0000 |
| PROVISÃO | 0,0200 | -0,0753 | 0,0566 | 0,0168 |
| BASILEIA | -0,0028 | -0,0249 | 0,0128 | -0,0087 |
| CAPITAL | 0,0012 * | -0,0004 | 0,0010 | 0,0027 ** |
| GARANTIA | 0,0141 | 0,0514 | 0,0045 | -0,0048 |
| R ² | 0,8301 | 0,4160 | 0,8288 | 0,8880 |
| R ² ajustado | 0,8065 | 0,2934 | 0,8004 | 0,8673 |
| SE da regressão | 0,0685 | 0,0474 | 0,0782 | 0,0547 |
| Estatística F | 35,1515 | 3,3925 | 29,2045 | 42,8700 |
| <i>p-value</i> (F-estat) | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Durbint-Watson | 1,2499 | 1,0263 | 1,3832 | 1,3187 |

Tabela 15: Regressões multivariadas para INDCON considerando somente CONPRO.

Pode-se observar que as variáveis independentes ligadas à estrutura de propriedade tiveram grau de explicação em relação à independência do conselho de administração, principalmente na amostra TOTAL, PRIVADO e ESTRANGEIRO, quando CONPRO e CONVOT estavam conjuntamente entre as variáveis explicativas.

Quando analisada somente com a variável INSOWN, CONVOT foi significativa na amostra TOTAL e na sub-amostra PRIVADO. Enquanto que a variável CONPRO foi significativa somente na sub-amostra ESTRANGEIRO.

A variável INSOWN foi significativa na amostra TOTAL nos três grupos de regressões. Quando estimada somente com CONVOT também foi significativa na sub-amostra ESTRANGEIRO, quando estimada somente com CONPRO, foi significativa nas sub-amostras PRIVADO e ESTRANGEIRO e quando estimada com as outras duas variáveis ligadas à estrutura de propriedade foi significativa na sub-amostra PRIVADO.

As variáveis TAMINST, PROVISÃO, BASILEIA e GARANTIA não foram significantes em nenhuma das regressões.

5.3. ESTIMATIVAS PARA A DUALIDADE DE PRESIDÊNCIA

O terceiro grupo de regressões tem a variável dependente dualidade de presidência. Considera-se que a existência de dualidade de presidência, ou seja, os cargos de presidente do conselho de administração e presidente da companhia são exercidos pela mesma pessoa, indique concentração de poder. Consequentemente, outros mecanismos de controle são necessários para que haja coerência nas decisões estratégicas tomadas e executadas pela empresa em prol dos acionistas.

As tabelas 16, 17 e 18 apresentam os resultados obtidos na estimação da variável DUAPRE. Na primeira tabela constam CONVOT e CONPRO, na segunda somente consta a variável CONVOT e na terceira tabela a estimação foi realizada considerando somente a variável CONPRO.

5.3.1. Regressões para DUAPRE considerando CONVOT e CONPRO

No primeiro grupo de regressões, na amostra TOTAL foram significantes ao nível de 5% as variáveis GARANTIA e PROVISÃO. Apesar das duas variáveis serem indicadoras de risco, os valores obtidos indicaram respostas contrárias. O valor obtido em GARANTIA, de -0,1213 indica que com a elevação do risco da instituição financeira diminui a possibilidade de concentração de poder. Já o valor obtido em PROVISÃO, de 0,2130, demonstra que com o aumento dos montantes provisionados, também aumenta a possibilidade de não ocorrência de dualidade de presidência.

Na sub-amostra PUBLICO as variáveis CAPITAL (0,0322), PROVISÃO (1,8103) e CONPRO (-0,6749) foram significantes ao nível de 1%, 5% e 5%, respectivamente. As variáveis CAPITAL e PROVISÃO, denotam o risco da instituição e levam às mesmas conclusões: relação direta com a existência de dualidade de presidência. O valor obtido de CONPRO não expressa o comportamento esperado, no qual instituições onde existe maior concentração de direito ao fluxo de caixa ou concentração de poder decisório tendem a ter dualidade de presidência. Isto ocorre em função da menor probabilidade de conflitos de interesse.

Na sub-amostra PRIVADO, o coeficiente de PROVISÃO (0,4888) revelou comportamento direto com a variável dualidade de presidência, ou seja, elevados montantes de provisionamento explicam a concentração de poder numa mesma pessoa.

Nas instituições estrangeiras, nenhuma das variáveis apresentou significativo grau de explicação na regressão.

| Variável Dependente: DUAPRE | | | | |
|-----------------------------|------------|------------|-----------|-------------|
| Variáveis Independentes | Amostra | | | |
| | Total | Público | Privado | Estrangeiro |
| C | 0,1399 ** | -0,5107 | 0,1367 * | 0,1386 |
| INSOWN | 0,0590 | - | 0,0588 | -0,0505 |
| CONPRO | 0,0375 | -0,6749 ** | 0,1056 | 0,0625 |
| CONVOT | -0,0812 | 0,8422 | -0,1639 | -0,1338 |
| TAMINST | 0,0456 | 0,0045 | 0,0068 | 0,0156 |
| DIRETORIA | -0,0018 | -0,0035 | 0,0004 | -0,0019 |
| BENEFICIO | 0,0000 | 0,0058 | 0,0000 | -0,0002 |
| ROE | -0,0061 | 0,0460 | -0,0236 | -0,0305 |
| PLR | 0,0000 | -0,0106 | 0,0000 | 0,0000 |
| PROVISÃO | 0,2130 ** | 1,8103 ** | 0,4888 ** | 0,0115 |
| BASILEIA | 0,0061 | 0,3126 | -0,0178 | -0,0128 |
| CAPITAL | -0,0007 | 0,0322 *** | -0,0023 | -0,0016 |
| GARANTIA | -0,1213 ** | -0,3571 | -0,0718 | -0,1104 |
| R ² | 0,6349 | 0,5114 | 0,7506 | 0,3553 |
| R ² ajustado | 0,5835 | 0,4029 | 0,7071 | 0,2354 |
| SE da regressão | 0,1545 | 0,2128 | 0,1471 | 0,1129 |
| Estatística F | 12,3558 | 4,7108 | 17,2654 | 2,9639 |
| <i>p-value</i> (F-estat) | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Durbint-Watson | 0,7682 | 0,9827 | 0,7634 | 0,8979 |

Tabela 16: Regressões multivariadas para DUAPRE considerando CONVOT e CONPRO.

As duas próximas tabelas apresentam as outras regressões realizadas. Apesar da diferença no valor das estimativas, as mesmas variáveis foram significativas para cada sub-amostra.

5.3.2. Regressões para DUAPRE considerando somente CONVOT

Na amostra TOTAL foram estatisticamente significantes as variáveis PROVISÃO (0,2170) e GARANTIA (-0,1192). Na sub-amostra ESTRANGEIRO nenhuma variável foi significativa enquanto que na sub-amostra constituída pelas instituições financeiras privadas, a única variável significativa na estimação da DUAPRE foi PROVISÃO (0,5042).

Na sub-amostra PUBLICO foram significantes as variáveis PROVISÃO (0,5042), CAPITAL (0,0238) e GARANTIA (-0,4853). Neste grupo de regressões as variáveis CONVOT e INSOWN não foram significantes.

| Variável Dependente: DUAPRE | | | | |
|-----------------------------|------------|------------|-----------|-------------|
| Variáveis Independentes | Amostra | | | |
| | Total | Público | Privado | Estrangeiro |
| C | 0,1418 ** | -0,6464 | 0,1442 ** | 0,1363 |
| INSOWN | 0,0596 | | 0,0616 | -0,1141 |
| CONVOT | -0,0472 | 0,5275 | -0,0704 | -0,0708 |
| TAMINST | 0,0478 | 0,0065 | 0,0076 | 0,0156 |
| DIRETORIA | -0,0019 | -0,0020 | -0,0005 | -0,0018 |
| BENEFICIO | 0,0000 | 0,0055 | 0,0000 | 0,0000 |
| ROE | -0,0065 | 0,0345 | -0,0265 | -0,0297 |
| PLR | 0,0000 | -0,0100 | 0,0000 | 0,0000 |
| PROVISÃO | 0,2170 ** | 1,2042 ** | 0,5042 ** | 0,0119 |
| BASILEIA | 0,0062 | 0,3144 | -0,0186 | -0,0128 |
| CAPITAL | -0,0007 | 0,0238 *** | -0,0024 | -0,0015 |
| GARANTIA | -0,1192 ** | -0,4853 * | -0,0649 | -0,1080 |
| R ² | 0,6348 | 0,4917 | 0,7500 | 0,3551 |
| R ² ajustado | 0,5840 | 0,3849 | 0,7072 | 0,2390 |
| SE da regressão | 0,1544 | 0,2160 | 0,1470 | 0,1126 |
| Estatística F | 12,5009 | 4,6056 | 17,5481 | 3,0585 |
| <i>p-value</i> (F-estat) | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Durbint-Watson | 0,7677 | 0,9133 | 0,7591 | 0,8983 |

Tabela 17: Regressões multivariadas para DUAPRE considerando somente CONVOT.

5.3.3. Regressões para DUAPRE considerando somente CONPRO

Conforme mencionado, as estimativas das regressões que consideraram somente a variável CONPRO foram parecidas com as anteriores em termos de significância das variáveis explicativas.

Na amostra TOTAL foram estatisticamente significantes as variáveis PROVISÃO (0,2226) e GARANTIA (-0,1165). As variáveis CONPRO (-0,5519), PROVISÃO (1,2633), CAPITAL (0,0292) e GARANTIA (-0,4615) foram significantes na sub-amostra PUBLICO, ao nível de 10%, 5%, 1% e 5%, respectivamente. A única variável significativa na estimação da DUAPRE na sub-amostra constituída pelas instituições financeiras privadas foi PROVISÃO (0,5116) e na amostra ESTRANGEIRO nenhuma variável foi significativa.

Entre as variáveis relacionadas com a estrutura de propriedade, nem INSOWN, nem CONVOT foram significativas na explicação da dualidade de presidência. A variável CONPRO mostrou-se significativa somente na sub-amostra PUBLICO. O valor de -0,6749 (tabela 16) e -0,5519 (tabela 18) indicam relação inversa com a dualidade de presidência, ou seja, nas instituições financeiras públicas quanto maior a concentração de propriedade, menor a possi-

bilidade da presidência do conselho de administração (CHAIRMAN) e a presidência da companhia (CEO) ser exercida pela mesma pessoa.

| Variável Dependente: DUAPRE | | | | |
|-----------------------------|------------|------------|-----------|-------------|
| Variáveis Independentes | Amostra | | | |
| | Total | Público | Privado | Estrangeiro |
| C | 0,1204 ** | 0,3054 | 0,1061 | 0,1164 |
| INSOWN | 0,0605 | | 0,0624 | -0,1395 |
| CONPRO | -0,0227 | -0,5519 * | -0,0224 | -0,0507 |
| TAMINST | 0,0346 | 0,0060 | 0,0069 | 0,0154 |
| DIRETORIA | -0,0020 | -0,0042 | -0,0006 | -0,0017 |
| BENEFICIO | 0,0000 | 0,0062 | 0,0000 | 0,0000 |
| ROE | -0,0071 | 0,0454 | -0,0276 | -0,0287 |
| PLR | 0,0000 | -0,0106 | 0,0000 | 0,0000 |
| PROVISÃO | 0,2226 ** | 1,2633 ** | 0,5116 ** | 0,0113 |
| BASILEIA | 0,0055 | 0,3096 | -0,0202 | -0,0136 |
| CAPITAL | -0,0008 | 0,0292 *** | -0,0025 | -0,0015 |
| GARANTIA | -0,1165 ** | -0,4615 ** | -0,0584 | -0,1073 |
| R ² | 0,6346 | 0,5018 | 0,7493 | 0,3544 |
| R ² ajustado | 0,5837 | 0,3972 | 0,7065 | 0,2382 |
| SE da regressão | 0,1545 | 0,2139 | 0,1472 | 0,1127 |
| Estatística F | 12,4873 | 4,7961 | 17,4862 | 304,9644 |
| <i>p-value</i> (F-estat) | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Durbint-Watson | 0,7669 | 0,9538 | 0,7572 | 0,8976 |

Tabela 18: Regressões multivariadas para DUAPRE considerando somente CONPRO.

De modo geral, a dualidade de presidência não obteve resultados satisfatórios, o grau de explicação das variáveis independentes, representado pelo R² ajustado, foi menor nestas equações.

A próxima seção apresenta os testes de hipóteses realizados nas equações do modelo.

5.4. TESTES DE HIPÓTESES PARA AS REGRESSÕES DO MODELO

Foram realizados testes de hipóteses sobre os coeficientes estimados nas equações acima a partir da imposição de restrições. As restrições foram impostas nos coeficientes das variáveis independentes INSOWN, CONPRO e CONVOT com o objetivo de verificar se a estrutura de propriedade tem poder explicativos sobre as variáveis dependentes relacionadas às características do conselho de administração – TAMCON, INDCON e DUAPRE.

Se a hipótese nula proposta é rejeitada, pode-se afirmar que a estrutura de propriedade tem poder explicativo sobre a constituição do conselho de administração, caso contrário, não se pode fazer tal afirmação sobre os dados da amostra.

Também nestes testes de hipóteses foi considerada a questão da correlação entre as variáveis CONPRO e CONVOT, por isso existem três grupos de testes. O primeiro grupo teve a restrição imposta sobre as três estimativas dos coeficientes relacionados à estrutura de propriedade. No segundo, a restrição foi imposta apenas sobre as estimativas de INSOWN e CONPRO e no terceiro, a restrição foi imposta sobre as estimativas de INSOWN e CONVOT.

A Tabela 19 apresenta os resultados dos testes para as equações que possuem INSOWN, CONPRO e CONVOT como variáveis independentes, na qual o valor superior constitui a estatística do teste de Wald e o valor inferior, o respectivo *p-value*.

A hipótese nula $H1_0$ testou se os coeficientes α_1 , α_2 e α_3 eram iguais à zero nas regressões onde o tamanho do conselho de administração (TAMCON) era a variável dependente. Nas regressões compostas pela amostra TOTAL e na amostra formada por instituições financeiras com controle acionário estrangeiro a hipótese nula foi rejeitada ao nível de significância de 5% e 1%, respectivamente. Ou seja, pode-se afirmar que nas instituições financeiras da amostra e nas instituições financeiras com controle acionário estrangeiro, a estrutura de propriedade possui poder explicativo sobre o tamanho do conselho. Nas demais regressões, a hipótese nula não pôde ser rejeitada, conseqüentemente, não é possível afirmar que a estrutura de propriedade não possui poder explicativo sobre o tamanho do conselho de administração.

Nas regressões onde a proporção dos conselheiros independentes (INDCON) era a variável dependente, a hipótese nula foi rejeitada na amostra TOTAL, PRIVADO e ESTRANGEIRO, ao nível de significância de 1%. Ou seja, pode-se afirmar que a estrutura de propriedade possui poder explicativo sobre a variável independência do conselho de administração.

Por fim, nas regressões onde a dualidade de presidência era a variável dependente, a hipótese nula $H3_0$ testou se os coeficientes γ_1 , γ_2 e γ_3 eram iguais à zero. Em todas as amostras a hipótese nula pôde ser rejeitada, desta forma não é possível afirmar que a estrutura de

propriedade não possui poder explicativo sobre a variável dualidade de presidência ligada ao conselho de administração.

| TESTE DE WALD PARA OS COEFICIENTES | | | | |
|------------------------------------|--|---------|---------|-------------|
| VARIÁVEL DEPENDENTE | HIPÓTESES | AMOSTRA | | |
| | | TOTAL | PRIVADO | ESTRANGEIRO |
| TAMCON | $H1_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = 0;$ | 3,4074 | 1,4544 | 8,7329 |
| | $H1_1: \alpha_1 \neq 0, \alpha_2 \neq 0, \alpha_3 \neq 0;$ | 0,017 | 0,227 | 0,000 |
| INDCON | $H2_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0;$ | 12,9319 | 9,1780 | 23,5730 |
| | $H2_1: \beta_1 \neq 0; \beta_2 \neq 0, \beta_3 \neq 0;$ | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| DUAPRE | $H3_0: \gamma_1 = \gamma_2 = \gamma_3 = 0;$ | 0,8314 | 1,2467 | 0,1984 |
| | $H3_1: \gamma_1 \neq 0 \gamma_2 \neq 0, \gamma_3 \neq 0;$ | 0,477 | 0,293 | 0,897 |

Tabela 19: Resultados dos Testes de Hipóteses considerando INSOWN, CONPRO e CONVOT.

A tabela 20 apresenta os resultados dos testes efetuados sobre as estimativas de INSOWN e CONPRO.

| TESTE DE WALD PARA OS COEFICIENTES | | | | |
|------------------------------------|---|---------|---------|-------------|
| VARIÁVEL DEPENDENTE | HIPÓTESES | AMOSTRA | | |
| | | TOTAL | PRIVADO | ESTRANGEIRO |
| TAMCON | $H1_0: \alpha_1 = \alpha_2 = 0;$ | 4,9752 | 1,4503 | 5,9151 |
| | $H1_1: \alpha_1 \neq 0, \alpha_2 \neq 0;$ | 0,007 | 0,236 | 0,003 |
| INDCON | $H2_0: \beta_1 = \beta_2 = 0;$ | 10,7107 | 10,1999 | 11,0148 |
| | $H2_1: \beta_1 \neq 0; \beta_2 \neq 0;$ | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| DUAPRE | $H3_0: \gamma_1 = \gamma_2 = 0;$ | 0,9312 | 0,9901 | 0,1605 |
| | $H3_1: \gamma_1 \neq 0 \gamma_2 \neq 0;$ | 0,395 | 0,373 | 0,852 |

Tabela 20: Resultados dos Testes de Hipóteses considerando INSOWN e CONPRO.

A hipótese nula $H1_0$ foi rejeitada na amostra TOTAL e ESTRANGEIRA, em ambos os casos ao nível de 1%. Ou seja, nestas amostras é possível afirmar que a estrutura de propri-

idade, representada pela presença de *insider ownership* e concentração de propriedade, possui poder explicativo sobre a variável tamanho do conselho.

Ao nível de significância de 1%, a hipótese nula $H2_0$ foi rejeitada na amostra TOTAL e nas sub-amostras PRIVADO e ESTRANGEIRO. Ou seja, pode-se afirmar que a estrutura de propriedade possui poder explicativo sobre a variável independência do conselho de administração.

A hipótese nula $H3_0$ não pode ser rejeitada em nenhuma das amostras, desta forma, não é possível afirmar que a estrutura de propriedade, representada pela presença de *insider ownership* e pela concentração de propriedade, não possui poder explicativo sobre a dualidade de presidência.

A tabela 21 apresenta os resultados dos testes efetuados sobre as estimativas de INSOWN e CONVOT.

| TESTE DE WALD PARA OS COEFICIENTES | | | | |
|------------------------------------|---|---------|---------|-------------|
| VARIÁVEL DEPENDENTE | HIPÓTESES | AMOSTRA | | |
| | | TOTAL | PRIVADO | ESTRANGEIRO |
| TAMCON | $H1_0: \alpha_1 = \alpha_3 = 0;$ | 4,2988 | 2,1600 | 2,4765 |
| | $H1_1: \alpha_1 \neq 0, \alpha_3 \neq 0;$ | 0,013 | 0,117 | 0,087 |
| INDCON | $H2_0: \beta_1 = \beta_3 = 0;$ | 13,3444 | 12,9073 | 8,1907 |
| | $H2_1: \beta_1 \neq 0; \beta_3 \neq 0;$ | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| DUAPRE | $H3_0: \gamma_1 = \gamma_3 = 0;$ | 1,1661 | 1,4576 | 0,2630 |
| | $H3_1: \gamma_1 \neq 0, \gamma_3 \neq 0;$ | 0,312 | 0,234 | 0,769 |

Tabela 21: Resultados dos Testes de Hipóteses considerando INSOWN e CONVOT.

Os resultados indicam que $H1_0$ é rejeitada na amostra TOTAL, ao nível de 5%, e na sub-amostra ESTRANGEIRO, ao nível de 10% de significância. Na sub-amostra PRIVADO, a hipótese nula não pode ser rejeitada, indicando, neste caso, que não é possível afirmar que a estrutura de propriedade, representada pela presença de *insider ownership* e pela concentração de capital votante, não possui poder explicativo sobre o tamanho do conselho de administração.

Conforme ocorreu anteriormente, ao nível de significância de 1%, a hipótese nula $H2_0$ foi rejeitada na amostra TOTAL e nas sub-amostras PRIVADO e ESTRANGEIRO. Ou seja,

pode-se afirmar que a estrutura de propriedade possui poder explicativo sobre a variável independência do conselho de administração.

Já a hipótese nula $H3_0$ não pôde ser rejeitada em nenhuma das amostras, desta forma, não é possível afirmar que a estrutura de propriedade, representada pela presença de *insider ownership* e pela concentração de capital votante, não possui poder explicativo sobre a dualidade de presidência.

Conforme mencionado na descrição da amostra, a variável INSOWN demonstrou ter valor igual à zero em todos os períodos e para todas as instituições financeiras da amostra PUBLICO, o que pode gerar estimativas inconsistentes pelo método de estimação utilizado. Este resultado é bastante realista, tendo em vista a concentração de propriedade no Estado e os objetivos estratégicos ligados à política econômica e social do País. Espera-se mecanismos de controle corporativo integrados com estes objetivos. Consequentemente as regressões foram realizadas sem a presença desta variável nesta amostra.

As tabelas a seguir mostram os testes de hipóteses realizados para a amostra PUBLICO. Nestes testes a estrutura de propriedade é representada unicamente pelas variáveis CONPRO – concentração de propriedade e CONVOT – concentração de capital votante. Novamente, a tabela 22 apresenta os testes efetuados sobre os coeficientes de CONPRO e CONVOT estimados conjuntamente, na tabela 23 só considerou-se a estimativa da variável CONVOT e na tabela 24, somente a estimativa da variável CONPRO foi testada.

A hipótese nula testa se os coeficientes destas variáveis são iguais à zero. A rejeição da hipótese nula implica em na afirmação de que a estrutura de propriedade possui poder explicativo sobre as características do conselho de administração destas instituições financeiras.

| TESTE DE WALD PARA OS COEFICIENTES | | |
|------------------------------------|---|-----------------|
| VARIÁVEL DEPENDENTE | HIPÓTESES | AMOSTRA PUBLICO |
| TAMCON | $H1_0: \alpha_2 = \alpha_3 = 0;$ | 0,3852 |
| | $H1_1: \alpha_2 \neq 0, \alpha_3 \neq 0;$ | 0,681 |
| INDCON | $H2_0: \beta_2 = \beta_3 = 0;$ | 0,3110 |
| | $H2_1: \beta_2 \neq 0, \beta_3 \neq 0;$ | 0,622 |
| DUAPRE | $H3_0: \gamma_2 = \gamma_3 = 0;$ | 2,4162 |
| | $H3_1: \gamma_2 \neq 0, \gamma_3 \neq 0;$ | 0,095 |

Tabela 22: Resultados dos Testes de Hipóteses amostra PUBLICO considerando CONPRO e CONVOT.

| TESTE DE WALD PARA OS COEFICIENTES | | |
|------------------------------------|--------------------------|--------------------|
| VARIÁVEL DEPENDENTE | HIPÓTESES | AMOSTRA PUBLICO |
| TAMCON | $H1_0: \alpha_3 = 0;$ | -0,0623 |
| | $H1_1: \alpha_3 \neq 0;$ | 0,951 |
| INDCON | $H2_0: \beta_3 = 0;$ | -0,5883 |
| | $H2_1: \beta_3 \neq 0;$ | 0,558 |
| DUAPRE | $H3_0: \gamma_3 = 0;$ | 0,8940 |
| | $H3_1: \gamma_3 \neq 0;$ | 0,373 |

Tabela 23: Resultados dos Testes de Hipóteses amostra PUBLICO considerando CONVOT.

| TESTE DE WALD PARA OS COEFICIENTES | | |
|------------------------------------|--------------------------|--------------------|
| VARIÁVEL DEPENDENTE | HIPÓTESES | AMOSTRA PUBLICO |
| TAMCON | $H1_0: \alpha_2 = 0;$ | -0,8657 |
| | $H1_1: \alpha_2 \neq 0;$ | 0,389 |
| INDCON | $H2_0: \beta_2 = 0;$ | 0,3573 |
| | $H2_1: \beta_2 \neq 0;$ | 0,722 |
| DUAPRE | $H3_0: \gamma_2 = 0;$ | -1,6880 |
| | $H3_1: \gamma_2 \neq 0;$ | 0,095 |

Tabela 24: Resultados dos Testes de Hipóteses amostra PUBLICO considerando CONPRO.

Nos três grupos, a hipótese nula não pôde ser rejeitada nas regressões onde as variáveis dependentes eram TAMCON e INDCON. Ou seja, não é possível afirmar que a estrutura de propriedade, representada pela variável CONPRO e CONVOT, não possui poder explicativo sobre as características do conselho de administração relacionadas ao tamanho e à independência.

Na regressão com a variável dependente DUAPRE a hipótese nula foi rejeitada ao nível de 10% quando considerado CONPRO e CONVOT ou somente CONPRO nas estimações. Para esta equação é possível afirmar que a estrutura de propriedade tem poder explicativo sobre a característica da dualidade de presidência.

Na equação estimada somente com a variável CONVOT a hipótese nula $H3_0$ não foi rejeitada, ou seja, não é possível afirmar que a concentração de propriedade possui poder explicativo sobre a variável dualidade de presidência.

A próxima seção apresenta algumas considerações finais.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho propôs-se a estudar a relação entre a estrutura de propriedade e a constituição do conselho de administração em instituições financeiras brasileiras. Pressupõe-se que as características de estrutura de propriedade e de conselho de administração – mecanismos de controle corporativo internos – estão disponíveis ao mesmo tempo e são determinados de acordo com os seus custos e benefícios. Como os custos e benefícios variam entre empresas, cada mecanismo torna-se mais ou menos atrativo.

Contudo, a possibilidade de ter um mecanismo de controle corporativo eleito com características que não visem ao equilíbrio dos interesses dos acionistas diminui sua eficácia e eficiência. E isto pode ocorrer devido à relação de causalidade estabelecida na eleição dos conselheiros pela assembleia de acionistas.

As hipóteses que foram sugeridas a fim de testar a relação de causalidade entre os mecanismos de controle interno indicaram que a estrutura de propriedade possui poder explicativo sobre o tamanho do conselho de administração e o percentual de conselheiros independentes.

Apesar disso, as variáveis *insider ownership*, concentração de propriedade e concentração de capital votante, relacionadas à estrutura de propriedade, não são sozinhas capazes de explicar as variações na constituição dos conselhos de administração. No caso do tamanho de administração a variável que representava o número de diretores foi estatisticamente significativa.

Os resultados dos testes de hipóteses indicaram que a hipótese nula de que as variáveis relacionadas à estrutura de propriedade – INSOWN, CONVOT e CONPRO – não possuem poder de explicação sobre a variável TAMCON pode ser rejeitada na amostra TOTAL e ESTRANGEIRO. A estatística do teste foi 3,4074 para a amostra TOTAL, com respectivo p-value de 0,017 e 8,7329, com p-value de 0,000, na amostra ESTRANGEIRO. A hipótese nula não pôde ser rejeitada na sub-amostra PRIVADO. Os mesmos resultados sobre a rejeição da hipótese nula foram obtidos quando os testes foram realizados somente sobre os coeficientes estimados de INSOWN e CONPRO e INSOWN e CONVOT.

Quanto ao poder de explicação das variáveis INSOWN, CONPRO e CONVOT e sobre a variável INDCON, o resultado do teste rejeitou a hipótese nula para a amostra TOTAL, PRIVADO e ESTRANGEIRO. Ou seja, a concentração de propriedade, a concentração de capital votante e a presença de insider ownership possuem poder explicativo sobre a variável

independência do conselho. Quando os testes foram realizados somente sobre os coeficientes estimados de INSOWN e CONPRO e INSOWN e CONVOT, os mesmos resultados foram obtidos, também rejeitando a hipótese nula.

No teste de hipóteses para a variável DUAPRE a hipótese nula não pôde ser rejeitada. Ou seja, não é possível afirmar que INSOWN, CONPRO e CONVOT não possuem poder explicativo sobre a dualidade de presidência.

Os valores significantes das estimativas no modelo evidenciam algumas relações de equilíbrio existentes entre os mecanismos de controle corporativo interno conforme sugerido por Belkhir (2004). Por exemplo, a relação direta entre o número de diretores e o número de membros no conselho de administração e a relação inversa entre a concentração do capital votante e a representatividade de conselheiros independentes no conselho de administração.

Ao considerar Ciancanelli e Gonzalez (2000), considerar esta relação de equilíbrio pode não indicar melhores práticas de governança corporativa. As limitações decorrentes das suposições impostas pela Teoria da Agência não se aplicam às instituições financeiras. Ou seja, em mercados regulados, onde a estrutura de capital reflète a função de intermediário e proprietários raramente contribuem com mais de 10% dos fundos emprestados, a capacidade dos conselhos de administração em gerir interesses é delimitada pela ação dos órgãos de supervisão bancária. O exemplo paradoxal é colocado por Macey e O'Hara (2003), no qual, num mercado competitivo, os custos de falência fariam com que houvesse limitação no risco assumido por uma empresa, mas o que se percebe no setor bancário é que, numa situação de insolvência, os acionistas da instituição ainda possuem incentivos para aumentar o risco, pois podem alocar suas perdas, enquanto ainda recebem qualquer ganho que possa advir desse comportamento.

Em suma, a relação de causalidade testada não indica necessariamente uma relação de equilíbrio para boas práticas de governança corporativa. A escolha arbitrária do conselho de administração pelos acionistas/proprietários leva a constituições de conselhos que tragam às instituições financeiras uma imagem de boa governança, cercadas de interesses e delimitadas pelas regras dos órgãos reguladores.

6.1. LIMITAÇÕES DO ESTUDO E SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS

As instituições financeiras possuem grande importância econômica e social no Brasil. Identificar como o poder decisório funciona e combina interesses nestas organizações não é uma tarefa fácil.

Uma das dificuldades deste estudo foi a identificação dos conselheiros independentes, visto esta informação não estar disponível nas instituições de capital fechado. A relação entre os acionistas/sócios e os conselheiros ganha complexidade à medida que familiares e conhecidos de acionistas, além de proprietários de empresas coligadas fazem parte do conselho de administração. Não constituindo verdadeiramente conselheiros independentes.

Outra limitação foi a complexidade advinda da propriedade das instituições financeiras concentradas em outras empresas, com diferentes composições acionárias e de conselhos de administração. Este tipo de estrutura pode ser aprofundado em estudos futuros.

Como outras sugestões para pesquisas futuras coloca-se a possibilidade de segmentar a amostra em instituições financeiras de capital aberto ou fechado e pertencentes a conglomerados financeiros ou independentes, tendo em vista que estas características originam perspectivas diferentes em relação aos papéis do conselho de administração e à estratégia conjunta de complexos financeiros. A inclusão de variáveis relacionadas à regulação externa pode enriquecer estudos futuros por ser importante fonte de restrições e obrigações para o setor.

A utilização de outros métodos de estimação também se mostra interessante, principalmente com a inclusão de variáveis defasadas – análise dinâmica – e a estimação por sistema de equações dada a possível endogeneidade entre as variáveis. Os elevados índices de R^2 e R^2 ajustado surpreenderam, assim, uma alternativa é comparar resultados de métodos diferentes na estimação das variáveis dependentes do modelo.

REFERÊNCIAS

- ABURIME, T. U. Impacto of ownership structure on bank profitability in Nigeria. 2008. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1107760>. Acesso em 27/04/2012.
- ADAMS, R.B.; MEHRAN, H. Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies?. **Economic Policy Review**, Vol. 9, No. 1, Abril, 2003.
- ADAMS, R. B.; MEHRAN, H. Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry. **Federal Reserve Bank of New York Staff Report**, n. 330, 2008.
- AGORAKI, M. E.; DELIS, M. D; STAIKOURAS, P. K. The effect of board size and composition on bank efficiency. **International Journal of Banking, Accounting and Finance**, vol. 2, p. 357-386, Janeiro, 2009.
- ANDERSON, R. C.; REEB, D. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from S&P 500. **Journal of Finance**, v. 58, n.3, jun. 2003.
- ANDRES, P.; VALLELADO, E. Corporate governance in banking: the role of the board of directors. **Journal of Banking and Finance**, v. 32, p. 2570-2580, 2008.
- ARNABOLDI, F.; CASU, B. Corporate Governance in European Banking. SSRN, 2011. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1763134>. Acesso em 06/02/2012.
- BARTH, J.R.; CAPRIO, G. LEVINE, R. Banking Systems Around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability? World Bank Policy Research Working Paper No. 2325, 1999. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=630697>. Acesso em 27/04/2012.
- BARTH, J. R.; CAPRIO, G.; LEVINE, R. **Rethinking Bank Supervision and Regulation**. Cambridge University Press, UK, 2006.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations. 2010.
- BEBCHUK, L. The evolution of ownership structure in publicly traded companies. Working Paper, Harvard University. 1999.
- BELKHIR, M. Board Structure, Ownership Structure, and Firm Performance: Evidence from Banking. **Applied Financial Economics**, v. 19, No. 19, pp.1581-1593, 2004. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=604523>. Acesso em 27/04/2012.
- BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. Chicago: Commerce Clearing House, 1932.

BHAGAT, S.; BLACK, B. Board independence and long term firm performance". New York, Columbia Law School, Working paper n. 143. 2000.

BOUBAKRI, N.; COSSET, J. C. The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries. **Journal of Finance**, v. 53, n. 3, p. 1081-1110, jun. 1998.

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de novembro de 1976.

CARVALHAL DA SILVA, A.; LEAL, R. P.C. Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil. **Coppead Working Paper Series** No. 390, 2003. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=477302>. Acesso em 26/04/2012.

CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista Brasileira de Administração**, v. 27, n.3, p. 19-32, 2002.

CHEN, Z. Board Structure, CEO Turnover, and Bank Performance. SSRN, 2011. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1787331>. Acesso em 06/02/2012.

CIANCANELLI, P.; GONZALEZ, J. A. Corporate Governance in Banking: A Conceptual Framework. European Financial Management Association Conference. Junho, 2000. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=253714>. Acesso em 21/03/2012.

CLARKE, G. R.; BERGER, A. N.; UDELL, G. F.; CULL, R.; KLAPPER, L. F. Corporate Governance and Bank Performance: A Joint Analysis of the Static, Selection, and Dynamic Effects of Domestic, Foreign, and State Ownership. **World Bank Policy Research Paper** No. 3632, 2005. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=756948>. Acesso em 27/04/2012.

COLES, J. W.; McWILLIAMS, V. B.; SEM, N. Na Examination of the relationship of Governance mechanisms to performance. **Journal of Management**, v. 27, n.1, 2001.

DAMI, A. B.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. Estrutura de Propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. Contextus – **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 5, n. 2, jul. 2007, p.21-30.

DEMB, J.; NEUBAUER, F. The Corporate Board: Confronting the paradoxes. **Long Range Planning**, v. 25, n.3, 1992.

DEMSETZ, H. The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. **Journal of Law and Economics**, v. 14, 1983.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. **Jornal of political economy**, v. 93, n. 6, 1985.

DERMINE, J. Bank Corporate Governance, Beyond the Global Banking Crisis. 2011. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1781976>. Acesso em 21/03/2012.

DOIDGE, C.; KAROLYI, G. A.; LINS, K. V.; MILLER, D.P.; STULZ, R.M. Private Benefits of Control, Ownership and the Cross-listing Decision. **Jornal of Finance**, v.64, n.1, p. 425-466, 2009.

DUTRA, M. G.; SAITO, R. Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**. São Paulo, v. 6 n. 2. p. 9-27, 2002.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Jornal of Law and Economics**, v. 26, jun. 1983, p. 1-31.

FIGUEIRA, C.; NELLIS, J.; PARKER, D. The effects of ownership on banks efficiency in Latin America. **Applied Economics**, v. 41, n. 18, ago. 2009, p. 2353-2368.

FOLEY, C. F.; GREENWOOD, R. The Evolution of Corporate Ownership after IPO: The Impact of Investor Protection. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 3, 2010, p. 1231-1260.

GASPAR, J. M.; MASSA, M. Local Ownership as private information: Evidence on the monitoring liquidity trade-off. **Jornal of Financial Economics**, v. 83, n. 2, 2007, p. 751-792.

GREENE, William H. *Econometric Analysis* (6ª ed.) New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2008.

GUERRA, S. Os papéis do conselho de administração em empresas listadas no Brasil. 2009, 216 f. Dissertação (Mestrado em Economia, Administração e Contabilidade) – FCE/USP. São Paulo, 2009.

HAMADI, M. Ownership concentration, Family control and performance of firms. **European Management Review**, v. 7, n. 2, mai. 2011, p.116-131.

HARRIS, M.; RAVIV, A. Corporate Finance: voting rights anti majority rules. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 203-235 jan.- mar. 1988.

HELWEGE, J.; PIRINSKY, C.; STULZ, R. Why do firms become widely held? Na analysis of the dynamics of Corporate Ownership. **Journal of Finance**, v. 62, n. 3, p. 995-1028 jun. 2007.

HITT, M. A.; HOSKISSON, R.; IRELAND, R. **Administração Estratégica**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

HOLDERNESS, C. G. The Myth of Diffuse Ownership in the United States. **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 4, p. 1377-1408, 2009.

IANNOTTA, G.; NOCERA, G.; SIRONI, A. Ownership Structure, Risk and Performance in the European Banking Industry. **Journal of Banking and Finance**, Vol. 31, pp. 2127-2149, 2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1020306>. Acesso em 27/04/2012.

IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo. IBGC, 2010.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n.4, 1976.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v. 48, n. 3, 1994, p. 831-880.

JOHNSON, W. B.; MACGEE, R.; NAGARAJAN, N.; NEWMANN, H. An Analysis of the Stock Price Reaction to Sudden Executive Deaths. Implications for the Managerial Labour Market. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7. 1985.

KHATRI, D.; KUMAR, N. Performance of Indian Banks - Does Ownership Matter?, 2002. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=556445>. Acesso em 27/04/2012.

KIRCHMAIER, T.; GRANT, D. Corporate Ownership Structure and Performance in Europe, Working Paper – London School of Economics, jul. 2006.

LA PORTA, R.; JOHNSON, S.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SCHLEIFER, A. Tunneling. In: AED papers and proceedings, v. 90, n. 3, mai. 2000.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SCHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, abr. 1999.

LEITE, F. T. **Metodologia Científica**: métodos e técnicas de pesquisa: monografias, dissertações, teses e livros. Aparecida- SP: Ideias e Letras, 2008.

MACEY, J.R.; O'HARA, M. The Corporate Governance of Banks. **FRBNY Economic Policy Review**. Abril, 2003.

MAGALHÃES, R.; GUTIERREZ, U.; URTIGA, M.; TRIBO, J. A. Banks' Ownership Structure, Risk and Performance. 2010. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1102390>. Acesso em 27/04/2012.

MARISCAL, M.; ALONSO, P. A.; ROMERO-MERINO, E.; VALLELADO, E. Boards Determinants in Banking Industry: An International Perspective. 22nd Australasian Finance and

Banking Conference 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1444475>. Acesso em 06/02/2012.

MIGUEL, A.; PINDADO, J.; DE LA TORRE, C. Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from Spain. **Strategic Management Journal**, v. 25, n. 12, dez. 2004.

MORCK, R. K.; SCHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management Ownership and Market Valuation: na empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, 1988.

MOURA, G. D; BEUREN, I. M. Conselho de administração das empresas de governança corporativa listadas na Bm&FBovespa: análise à luz da entropia da informação da atuação independente. **Revista de Ciências da Administração**. Florianópolis, v. 13, n. 29, p. 11-37, jan/abr, 2011.

MÜLBERT, P.O. Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis - Theory, Evidence, Reforms. ECGI - Law Working Paper No. 130/2009. Abril, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1448118>. Acesso em 06/02/2012.

MURITIBA, S. N. envolvimento dos conselhos de administração na estratégia das organizações. 2009. 159 f. Dissertação (Mestrado em Economia, Administração e Contabilidade) – FCE/USP. São Paulo, 2009.

NICKEL, S.; NICOLITSAS, D.; DRYDEN, N. What makes firms perform well? **European Economic Review**, v. 41, 1997.

OECD. **Corporate Governance and the Financial Crisis**. OECD Steering Group on Corporate Governance. Paris, 2011.

OECD. **OECD Principles of Corporate Governance**, Paris. 2004.

OKIMURA, R. T. Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) – FEA/USP. São Paulo, 2003.

ONALI, E. Moral Hazard, Dividends, and Risk in Banks. Bangor Business School Research Paper No. 11/012. 2012. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1980130>. Acesso em 06/02/2012.

O'NEAL, D.; HOWARD, T. Director networks/diretor selection: the board's strategic role. **European Management Journal**, v. 13, n.1, 1995.

PATHAN, S. Strong Boards, CEO power and bank risk-taking. **Journal of Banking and Finance**, n. 33, p. 1340-1350, 2009.

PATHAN, S.; HAQ, M.; GRAY, P. Does Board Structure in Banks Really Affect Their Performance? SSRN, 2011. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1979297>. Acesso em 06/02/2012.

PI, L.; TIMME, S. Corporate Control and Bank Efficiency. **Journal of Banking and Finance**, v. 17, 1993, p. 515-530.

SANTOS, G. Z. Independência do conselho de administração e sua relação com o desempenho da empresa. 2002. 101 f. Dissertação (Mestrado de administração) – PPGA/UFRGS. Porto Alegre, 2002.

SCHIELL, E.; SANTOS, I. O. Ownership Structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publicly-traded companies. **Revista de Administração**. São Paulo, v. 39, n. 4, 2004, p.373-384.

SCHLEIFER, A.; VISHNY, R.; A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2 jun. 1997, p. 737-783.

SHEPHERD, W. Public Enterprise: Criteria and Cases. In **The Structure of European Industry**, Dordrecht: Kluwer Academic Publishers, 1989.

SILVEIRA, A. M. Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho no Brasil. 2004. Tese (Doutorado em Administração) – FEA/USP. São Paulo, 2004.

SIQUEIRA, T. V. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v. 5, n. 10, 1998.

SONZA, I. B. Eficiência em Estruturas de Propriedade Concentradas e Compensação de Executivos: novas evidências para o Brasil. 2012. Tese (Doutorado em Administração) – PPGA/UFRGS. Porto Alegre, 2012.

SPONG, K.; SULLIVAN, R.J. Corporate Governance and Bank Performance. SSRN, 2007. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1011068>. Acesso em 19/03/2012.

STILES, P. The impacto f the board on strategy: na empirical examination. **Journal of Management Studies**, v. 38, n.5, 2001.

STULZ, R. Managerial controlo f voting rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. **Journal of Financial Economics**, v. 20, 1988.

STULZ, R.; WASSERFALLEN, W. Foreign equity investment restrictions, capital flight and shareholder wealth maximization: Theory and Evidence. **Review of Financial Studies**, v. 8, n. 4, 1995.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. **European Models of Corporate Governance**. Denmark: Institute of International Economics and Management, Copenhagen Business School, 1995.
THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. European patterns of corporate ownership: a twelve-country study. **Journal of International Business Studies**, v. 28, n. 4, 1997.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. Ownership structure and Economic Performance in the Largest European Companies. **Strategic Management Journal**, v. 21, n. 6, jun. 2000.

TIROLE, J. **The Theory of Corporate Finance**. Princeton University Press, 2006.

USEEM, M.; SELEKE, A. Oversight and Delegation in Corporate Governance: deciding what the board should decide. **Corporate Governance Journal**, v. 14, n.1, 2006.

LEAL, R.P.C.; VALADARES, S. M. Ownership and Control Structure of Brazilian Companies, 2000. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=213409>. Acesso em 26/04/2012.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How are U.S. Family Firms Controlled? **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 8, 2009.

WEISBACH, M. S. Outside directors and CEO turnover. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n.1, 1988, p. 431-460.

WILLIAMSON, O. E. **The mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press, 1996.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of cross section and panel data**. New York: MIT Press, 2010.

www.cvm.gov.br Acesso em: 20 ago. 2011.

www.oecd.org Acesso em: 20 ago. 2011.

APÊNDICE B – TESTE DE EFEITOS INDIVIDUAIS

| TESTE DE EFEITOS INDIVIDUAIS ⁶ | | | |
|---|---------------------|-------------|----------------|
| Amostra | Variável Dependente | Estatística | <i>p-value</i> |
| TOTAL | TAMCON | 37,0260 | 0,0000 |
| | INDCON | 39,4777 | 0,0000 |
| | DUAPRE | 12,2646 | 0,0000 |
| PUBLICO | TAMCON | 3,6729 | 0,0002 |
| | INDCON | 3,5898 | 0,0003 |
| | DUAPRE | 6,3396 | 0,0000 |
| PRIVADO | TAMCON | 10,9530 | 0,0000 |
| | INDCON | 32,2830 | 0,0000 |
| | DUAPRE | 18,1230 | 0,0000 |
| ESTRANGEIRO | TAMCON | 34,4358 | 0,0000 |
| | INDCON | 57,0806 | 0,0000 |
| | DUAPRE | 2,8888 | 0,0000 |

| TESTE DE EFEITOS INDIVIDUAIS ⁷ | | | |
|---|---------------------|-------------|----------------|
| Amostra | Variável Dependente | Estatística | <i>p-value</i> |
| TOTAL | TAMCON | 37,8874 | 0,0000 |
| | INDCON | 38,7698 | 0,0000 |
| | DUAPRE | 12,3629 | 0,0000 |
| PUBLICO | TAMCON | 4,4474 | 0,0000 |
| | INDCON | 3,5947 | 0,0000 |
| | DUAPRE | 5,8206 | 0,0000 |
| PRIVADO | TAMCON | 11,0912 | 0,0000 |
| | INDCON | 32,3657 | 0,0000 |
| | DUAPRE | 18,6135 | 0,0000 |
| ESTRANGEIRO | TAMCON | 38,8266 | 0,0000 |
| | INDCON | 51,4084 | 0,0000 |
| | DUAPRE | 2,9006 | 0,0000 |

| TESTE DE EFEITOS INDIVIDUAIS ⁸ | | | |
|---|---------------------|-------------|----------------|
| Amostra | Variável Dependente | Estatística | <i>p-value</i> |
| TOTAL | TAMCON | 37,8361 | 0,0000 |
| | INDCON | 38,4225 | 0,0000 |
| | DUAPRE | 12,2638 | 0,0000 |
| PUBLICO | TAMCON | 3,7705 | 0,0000 |
| | INDCON | 4,1752 | 0,0000 |
| | DUAPRE | 6,1124 | 0,0000 |
| PRIVADO | TAMCON | 10,9161 | 0,0000 |
| | INDCON | 31,8973 | 0,0000 |
| | DUAPRE | 18,1578 | 0,0000 |
| ESTRANGEIRO | TAMCON | 38,5705 | 0,0000 |
| | INDCON | 53,1100 | 0,0000 |
| | DUAPRE | 2,9676 | 0,0000 |

⁶ Testes realizados com as variáveis CONPRO e CONVOT nas regressões.

⁷ Testes realizados somente com a variável CONVOT nas regressões.

⁸ Testes realizados somente com a variável CONPRO nas regressões.

APÊNDICE C – TESTE DE HAUSMANN

| TESTE DE HAUSMANN | | | | |
|-------------------|---------------------|-------------|--------------------|----------------|
| Amostra | Variável Dependente | Estatística | Graus de Liberdade | <i>p-value</i> |
| TOTAL | TAMCON | 18,1548 | 11 | 0,0781 |
| | INDCON | 19,6414 | 11 | 0,0505 |
| | DUAPRE | 19,2066 | 11 | 0,0483 |
| PUBLICO | TAMCON | 15,7076 | 10 | 0,0983 |
| | INDCON | 39,6679 | 10 | 0,0000 |
| | DUAPRE | 26,8537 | 10 | 0,0027 |
| PRIVADO | TAMCON | 46,9112 | 11 | 0,0000 |
| | INDCON | 21,4285 | 11 | 0,0292 |
| | DUAPRE | 15,3481 | 11 | 0,0913 |
| ESTRANGEIRO | TAMCON | 14,1085 | 11 | 0,0871 |
| | INDCON | 45,8675 | 11 | 0,0000 |
| | DUAPRE | 33,8092 | 11 | 0,0004 |

APÊNDICE D – TESTE DE RAIZ UNITÁRIA

| TESTE DE RAIZ UNITÁRIA NOS RESÍDUOS | | | | |
|---|---------------------|-------|-------------|----------------|
| Regressões efetuadas com as variáveis CONPRO e CONVOT | | | | |
| Amostra | Variável Dependente | Teste | Estatística | <i>p-value</i> |
| TOTAL | TAMCON | LLC | -16,43 | 0,0000 |
| | | ADF | 201,43 | 0,0005 |
| | | PP | 202,70 | 0,0004 |
| | INDCON | LLC | -0,84 | 0,1981 |
| | | ADF | 51,72 | 0,8209 |
| | | PP | 65,26 | 0,3640 |
| | DUAPRE | LLC | -252,30 | 0,0000 |
| | | ADF | 214,87 | 0,0000 |
| | | PP | 237,45 | 0,0000 |
| PUBLICO | TAMCON | LLC | -4,07 | 0,0000 |
| | | ADF | 39,57 | 0,0237 |
| | | PP | 46,01 | 0,0044 |
| | INDCON | LLC | 0,03 | 0,5147 |
| | | ADF | 20,97 | 0,6405 |
| | | PP | 18,51 | 0,7772 |
| | DUAPRE | LLC | -1,62 | 0,0524 |
| | | ADF | 15,22 | 0,9140 |
| | | PP | 19,80 | 0,7079 |
| PRIVADO | TAMCON | LLC | -11,87 | 0,0000 |
| | | ADF | 115,09 | 0,0198 |
| | | PP | 146,63 | 0,0001 |
| | INDCON | LLC | -107,79 | 0,0000 |
| | | ADF | 89,86 | 0,0009 |
| | | PP | 106,84 | 0,0000 |
| | DUAPRE | LLC | -8,01 | 0,0000 |
| | | ADF | 128,62 | 0,0005 |
| | | PP | 163,74 | 0,0000 |
| ESTRANGEIRO | TAMCON | LLC | -12,36 | 0,0000 |
| | | ADF | 100,40 | 0,0000 |
| | | PP | 114,70 | 0,0000 |
| | INDCON | LLC | -5,07 | 0,0000 |
| | | ADF | 20,65 | 0,0236 |
| | | PP | 24,71 | 0,0059 |
| | DUAPRE | LLC | -5,42 | 0,0000 |
| | | ADF | 62,91 | 0,0493 |
| | | PP | 63,93 | 0,0411 |

| TESTE DE RAIZ UNITÁRIA NOS RESÍDUOS | | | | |
|--|---------------------|-------|-------------|----------------|
| Regressões efetuadas somente com a variável CONVOT | | | | |
| Amostra | Variável Dependente | Teste | Estatística | <i>p-value</i> |
| TOTAL | TAMCON | LLC | -104,57 | 0,0000 |
| | | ADF | 208,45 | 0,0020 |
| | | PP | 261,41 | 0,0000 |
| | INDCON | LLC | -1,47 | 0,0705 |
| | | ADF | 161,54 | 0,1028 |
| | | PP | 264,76 | 0,0000 |
| | DUAPRE | LLC | -248,46 | 0,0000 |
| | | ADF | 214,82 | 0,0000 |
| | | PP | 246,24 | 0,0000 |
| PUBLICO | TAMCON | LLC | -3,69 | 0,0001 |
| | | ADF | 33,86 | 0,0872 |
| | | PP | 42,75 | 0,0106 |
| | INDCON | LLC | -3,15 | 0,0008 |
| | | ADF | 34,40 | 0,0777 |
| | | PP | 32,39 | 0,1175 |
| | DUAPRE | LLC | -2,19 | 0,0140 |
| | | ADF | 19,90 | 0,7021 |
| | | PP | 26,60 | 0,3232 |
| PRIVADO | TAMCON | LLC | -12,98 | 0,0000 |
| | | ADF | 137,35 | 0,0006 |
| | | PP | 146,95 | 0,0001 |
| | INDCON | LLC | -20,26 | 0,0000 |
| | | ADF | 161,65 | 0,0000 |
| | | PP | 174,42 | 0,0000 |
| | DUAPRE | LLC | -14,02 | 0,0000 |
| | | ADF | 142,85 | 0,0000 |
| | | PP | 179,67 | 0,0000 |
| ESTRANGEIRO | TAMCON | LLC | -8,21 | 0,0000 |
| | | ADF | 86,51 | 0,0003 |
| | | PP | 94,53 | 0,0000 |
| | INDCON | LLC | -9,01 | 0,0000 |
| | | ADF | 81,82 | 0,0009 |
| | | PP | 92,95 | 0,0001 |
| | DUAPRE | LLC | -4,61 | 0,0000 |
| | | ADF | 62,96 | 0,0488 |
| | | PP | 82,67 | 0,0007 |

| TESTE DE RAIZ UNITÁRIA NOS RESÍDUOS | | | | |
|--|---------------------|-------|-------------|----------------|
| Regressões efetuadas somente com a variável CONPRO | | | | |
| Amostra | Variável Dependente | Teste | Estatística | <i>p-value</i> |
| TOTAL | TAMCON | LLC | -87,43 | 0,0000 |
| | | ADF | 213,88 | 0,0001 |
| | | PP | 259,38 | 0,0000 |
| | INDCON | LLC | -2,53 | 0,0058 |
| | | ADF | 161,25 | 0,1056 |
| | | PP | 228,86 | 0,0000 |
| | DUAPRE | LLC | -254,19 | 0,0000 |
| | | ADF | 215,22 | 0,0000 |
| | | PP | 239,41 | 0,0000 |
| PUBLICO | TAMCON | LLC | -3,81 | 0,0001 |
| | | ADF | 36,36 | 0,0505 |
| | | PP | 44,54 | 0,0066 |
| | INDCON | LLC | -2,85 | 0,0021 |
| | | ADF | 34,88 | 0,0702 |
| | | PP | 38,65 | 0,0297 |
| | DUAPRE | LLC | -2,92 | 0,0017 |
| | | ADF | 24,69 | 0,4228 |
| | | PP | 33,29 | 0,0987 |
| PRIVADO | TAMCON | LLC | -15,46 | 0,0000 |
| | | ADF | 146,55 | 0,0001 |
| | | PP | 158,89 | 0,0000 |
| | INDCON | LLC | -19,55 | 0,0000 |
| | | ADF | 161,91 | 0,0000 |
| | | PP | 175,25 | 0,0000 |
| | DUAPRE | LLC | -9,21 | 0,0000 |
| | | ADF | 131,26 | 0,0005 |
| | | PP | 164,80 | 0,0000 |
| ESTRANGEIRO | TAMCON | LLC | -7,69 | 0,0000 |
| | | ADF | 85,06 | 0,0004 |
| | | PP | 90,04 | 0,0001 |
| | INDCON | LLC | -9,09 | 0,0000 |
| | | ADF | 82,53 | 0,0008 |
| | | PP | 91,70 | 0,0001 |
| | DUAPRE | LLC | -4,42 | 0,0000 |
| | | ADF | 61,49 | 0,0630 |
| | | PP | 82,08 | 0,0008 |

APÊNDICE E – EFEITOS FIXOS

As tabelas a seguir contêm os efeitos fixos c_i para as regressões efetuadas por tipo de amostra: total, privado, publico e estrangeiro. Nelas o grupo A apresenta os efeitos fixos das regressões efetuadas com as variáveis CONPRO e CONVOT, o grupo B apresenta as regressões efetuadas somente com a variável CONVOT e o grupo C possui os resultados para as regressões efetuadas somente com a variável CONPRO.

| EFEITOS FIXOS - AMOSTRA TOTAL | | | | | | | | | |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| INSTITUIÇÃO | TAMCON | | | INDCON | | | DUAPRE | | |
| | A | B | C | A | B | C | A | B | C |
| 1 | 3,0049 | 3,1302 | 2,9525 | 0,6495 | 0,6359 | 0,6332 | -0,0438 | -0,0476 | -0,0499 |
| 2 | -3,1669 | -3,1773 | -3,1268 | -0,0367 | -0,0355 | -0,0242 | -0,0716 | -0,0713 | -0,0624 |
| 3 | -3,3930 | -3,4335 | -3,3478 | -0,0805 | -0,0762 | -0,0665 | -0,1109 | -0,1097 | -0,1019 |
| 4 | 0,1508 | 0,1239 | 0,1286 | 0,9881 | 0,9910 | 0,9812 | -0,0785 | -0,0778 | -0,0852 |
| 5 | 0,2513 | 0,2188 | 0,2284 | -0,0163 | -0,0128 | -0,0235 | -0,0170 | -0,0161 | -0,0242 |
| 6 | 1,8791 | 1,9493 | 1,9409 | -0,0607 | -0,0683 | -0,0415 | -0,0478 | -0,0499 | -0,0290 |
| 7 | -1,7521 | -1,7570 | -1,7599 | -0,0265 | -0,0260 | -0,0290 | -0,0192 | -0,0191 | -0,0214 |
| 8 | 9,5926 | 9,6107 | 9,5656 | 0,0483 | 0,0464 | 0,0399 | -0,0286 | -0,0292 | -0,0342 |
| 9 | 6,9424 | 6,9060 | 6,9374 | 0,0591 | 0,0631 | 0,0576 | 0,1456 | 0,1465 | 0,1423 |
| 10 | 3,6976 | 3,7200 | 3,6831 | -0,0269 | -0,0293 | -0,0314 | -0,0484 | -0,0491 | -0,0508 |
| 11 | 5,0490 | 4,9997 | 5,0333 | -0,0275 | -0,0222 | -0,0324 | 0,4885 | 0,4899 | 0,4820 |
| 12 | 9,3581 | 9,5838 | 9,2459 | -0,0057 | -0,0301 | -0,0406 | -0,0237 | -0,0304 | -0,0389 |
| 13 | -2,6559 | -2,7263 | -2,6471 | -0,0271 | -0,0195 | -0,0244 | -0,0892 | -0,0871 | -0,0908 |
| 14 | 6,3004 | 6,2522 | 6,3436 | -0,0846 | -0,0794 | -0,0712 | -0,0139 | -0,0126 | -0,0062 |
| 15 | 0,2896 | 0,4909 | 0,2803 | -0,0334 | -0,0552 | -0,0363 | -0,0856 | -0,0916 | -0,0771 |
| 16 | -1,3604 | -1,4048 | -1,3546 | -0,0399 | -0,0351 | -0,0381 | -0,0487 | -0,0475 | -0,0498 |
| 17 | 3,5127 | 3,4590 | 3,5003 | -0,0142 | -0,0084 | -0,0181 | -0,0637 | -0,0621 | -0,0695 |
| 18 | -2,8627 | -2,9153 | -2,8687 | -0,0247 | -0,0191 | -0,0266 | -0,1106 | -0,1091 | -0,1149 |
| 19 | -2,7439 | -2,8154 | -2,7498 | -0,0195 | -0,0118 | -0,0214 | -0,0992 | -0,0971 | -0,1044 |
| 20 | -4,0059 | -3,8204 | -4,0187 | -0,0682 | -0,0883 | -0,0722 | 0,9540 | 0,9486 | 0,9611 |
| 21 | -2,9331 | -2,9914 | -2,9460 | -0,0860 | -0,0797 | -0,0900 | -0,1409 | -0,1391 | -0,1468 |
| 22 | 6,9516 | 6,8894 | 6,9469 | -0,0219 | -0,0152 | -0,0234 | -0,0785 | -0,0767 | -0,0830 |
| 23 | -3,0987 | -3,0761 | -3,0600 | -0,0769 | -0,0794 | -0,0649 | -0,0673 | -0,0680 | -0,0566 |
| 24 | -2,7748 | -2,8360 | -2,7840 | -0,0305 | -0,0239 | -0,0334 | -0,0875 | -0,0858 | -0,0931 |
| 25 | -1,9987 | -2,0158 | -1,9669 | -0,0357 | -0,0338 | -0,0258 | -0,0726 | -0,0721 | -0,0658 |
| 26 | -2,8342 | -2,8949 | -2,8450 | -0,0212 | -0,0147 | -0,0246 | -0,0485 | -0,0468 | -0,0544 |
| 27 | 1,3484 | 1,3291 | 1,3762 | -0,0397 | -0,0376 | -0,0311 | -0,0403 | -0,0398 | -0,0347 |
| 28 | 6,8370 | 6,8059 | 6,8502 | -0,0288 | -0,0255 | -0,0247 | -0,0493 | -0,0484 | -0,0477 |
| 29 | 7,5304 | 7,4926 | 7,5161 | -0,0392 | -0,0351 | -0,0436 | -0,0850 | -0,0840 | -0,0906 |
| 30 | 0,4837 | 0,4453 | 0,4634 | -0,0248 | -0,0207 | -0,0312 | -0,0397 | -0,0387 | -0,0467 |
| 31 | 1,7700 | 1,7878 | 1,8186 | -0,0966 | -0,0985 | -0,0815 | -0,0965 | -0,0970 | -0,0836 |
| 32 | 7,7492 | 7,6710 | 7,7588 | -0,0350 | -0,0266 | -0,0321 | -0,0897 | -0,0875 | -0,0917 |
| 33 | 0,5411 | 0,4647 | 0,5671 | -0,0451 | -0,0369 | -0,0370 | -0,0641 | -0,0620 | -0,0620 |
| 34 | -2,6860 | -2,7332 | -2,7031 | -0,0220 | -0,0169 | -0,0272 | -0,0747 | -0,0733 | -0,0813 |
| 35 | -1,2770 | -1,2307 | -1,2347 | -0,1282 | -0,1332 | -0,1151 | 0,0594 | 0,0578 | 0,0713 |
| 36 | -3,4624 | -3,4853 | -3,4163 | -0,0424 | -0,0400 | -0,0281 | -0,0673 | -0,0667 | -0,0574 |
| 37 | 6,4773 | 6,4407 | 6,4603 | -0,0321 | -0,0281 | -0,0373 | -0,0162 | -0,0152 | -0,0223 |
| 38 | -2,6438 | -2,5395 | -2,6426 | -0,0365 | -0,0477 | -0,0361 | 0,1099 | 0,1068 | 0,1157 |
| 39 | -1,3870 | -1,4201 | -1,4113 | -0,0197 | -0,0161 | -0,0273 | -0,0303 | -0,0295 | -0,0380 |
| 40 | 7,2227 | 7,1765 | 7,2043 | -0,0619 | -0,0569 | -0,0676 | -0,0086 | -0,0074 | -0,0157 |
| 41 | -3,7968 | -3,8777 | -3,8015 | -0,0344 | -0,0256 | -0,0358 | -0,0718 | -0,0695 | -0,0774 |
| 42 | -3,6147 | -3,6382 | -3,5197 | -0,0919 | -0,0894 | -0,0624 | -0,0683 | -0,0676 | -0,0464 |

| | | | | | | | | | |
|----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 43 | -3,2141 | -3,1592 | -3,2318 | -0,0147 | -0,0207 | -0,0202 | -0,0778 | -0,0794 | -0,0791 |
| 44 | -3,4720 | -3,5515 | -3,4784 | -0,0286 | -0,0200 | -0,0306 | -0,0544 | -0,0521 | -0,0603 |
| 45 | -0,5971 | -0,4056 | -0,6674 | -0,0291 | -0,0498 | -0,0510 | -0,0623 | -0,0679 | -0,0690 |
| 46 | -2,4368 | -2,1701 | -2,5016 | -0,0357 | -0,0645 | -0,0558 | -0,0677 | -0,0755 | -0,0690 |
| 47 | -3,0540 | -3,1451 | -3,0489 | -0,0414 | -0,0315 | -0,0398 | -0,0590 | -0,0563 | -0,0627 |
| 48 | -2,3057 | -2,3872 | -2,3068 | -0,0232 | -0,0144 | -0,0235 | -0,0693 | -0,0670 | -0,0739 |
| 49 | 1,8846 | 1,8229 | 1,8838 | -0,0386 | -0,0320 | -0,0389 | -0,0532 | -0,0515 | -0,0568 |
| 50 | 0,0158 | 0,0018 | -0,0173 | -0,0186 | -0,0171 | -0,0289 | -0,0255 | -0,0251 | -0,0343 |
| 51 | -3,7722 | -3,8229 | -3,7894 | -0,0415 | -0,0361 | -0,0469 | -0,0208 | -0,0194 | -0,0278 |
| 52 | -1,5786 | -1,6172 | -1,6031 | -0,1147 | -0,1105 | -0,1223 | 0,1683 | 0,1694 | 0,1606 |
| 53 | 1,2438 | 1,4424 | 1,2748 | -0,0702 | -0,0917 | -0,0606 | -0,0866 | -0,0925 | -0,0684 |
| 54 | -0,6011 | -0,4071 | -0,5856 | -0,0706 | -0,0916 | -0,0658 | -0,0483 | -0,0540 | -0,0340 |
| 55 | 0,3945 | 0,4651 | 0,4453 | 0,5070 | 0,4993 | 0,5228 | -0,0667 | -0,0688 | -0,0504 |
| 56 | 7,2471 | 7,3414 | 7,1741 | -0,0220 | -0,0322 | -0,0447 | -0,0456 | -0,0484 | -0,0583 |
| 57 | -2,5148 | -2,5895 | -2,5181 | -0,0226 | -0,0145 | -0,0236 | -0,0937 | -0,0916 | -0,0985 |
| 58 | -2,8237 | -2,8531 | -2,8490 | -0,0133 | -0,0101 | -0,0212 | -0,1125 | -0,1117 | -0,1202 |
| 59 | -1,0212 | -1,0779 | -0,9467 | -0,0945 | -0,0883 | -0,0713 | -0,0569 | -0,0553 | -0,0417 |
| 60 | -4,0392 | -4,0304 | -3,9872 | -0,0630 | -0,0639 | -0,0468 | -0,1003 | -0,1006 | -0,0872 |
| 61 | 4,0817 | 4,1912 | 4,1589 | 0,1299 | 0,1181 | 0,1539 | 0,9409 | 0,9376 | 0,9654 |
| 62 | -4,7162 | -4,5369 | -4,6988 | -0,0429 | -0,0623 | -0,0375 | 0,0650 | 0,0670 | 0,0654 |
| 63 | -2,7768 | -2,8064 | -2,7975 | -0,0206 | -0,0174 | -0,0270 | 0,3400 | 0,4563 | 0,5466 |
| 64 | -3,4585 | -3,5448 | -3,4384 | -0,0294 | -0,0201 | -0,0231 | -0,0730 | -0,0706 | -0,0728 |
| 65 | -2,4626 | -2,4853 | -2,4911 | -0,0182 | -0,0157 | -0,0270 | -0,0259 | -0,0253 | -0,0340 |
| 66 | 8,2164 | 8,1731 | 8,1962 | -0,0441 | -0,0394 | -0,0504 | 0,2439 | 0,2450 | 0,2365 |
| 67 | -2,6021 | -2,6446 | -2,6168 | -0,1079 | -0,1033 | -0,1125 | -0,1484 | -0,1471 | -0,1539 |
| 68 | -3,3364 | -3,3784 | -3,3601 | -0,0216 | -0,0170 | -0,0290 | -0,0510 | -0,0499 | -0,0591 |
| 69 | 7,2768 | 7,2848 | 7,3372 | 0,2589 | 0,2580 | 0,2776 | -0,0724 | -0,0727 | -0,0574 |
| 70 | -3,7772 | -3,7450 | -3,7665 | -0,0972 | -0,1007 | -0,0939 | -0,0527 | -0,0536 | -0,0481 |
| 71 | -0,3257 | -0,2600 | -0,2612 | -0,0834 | -0,0905 | -0,0634 | -0,0636 | -0,0656 | -0,0444 |
| 72 | 0,0524 | -0,0372 | 0,0552 | -0,0193 | -0,0096 | -0,0184 | -0,0886 | -0,0860 | -0,0927 |
| 73 | -1,3684 | -1,1217 | -1,4516 | -0,0306 | -0,0572 | -0,0564 | -0,0600 | -0,0672 | -0,0669 |
| 74 | 0,3000 | 0,2656 | 0,2779 | -0,0171 | -0,0134 | -0,0240 | -0,0449 | -0,0440 | -0,0521 |
| 75 | -0,4511 | -0,5452 | -0,3596 | 0,2873 | 0,2974 | 0,3157 | -0,1007 | -0,0980 | -0,0836 |
| 76 | -2,8255 | -2,9098 | -2,8236 | -0,0363 | -0,0272 | -0,0357 | -0,0720 | -0,0696 | -0,0762 |
| 77 | -2,8946 | -2,9548 | -2,9012 | -0,0313 | -0,0248 | -0,0334 | -0,0473 | -0,0456 | -0,0521 |
| 78 | -3,0736 | -3,0896 | -3,1071 | -0,0220 | -0,0203 | -0,0324 | 0,0543 | 0,0634 | 0,0653 |
| 79 | 0,4462 | 0,5610 | 0,4013 | -0,0266 | -0,0390 | -0,0405 | 0,3372 | 0,3338 | 0,3324 |
| 80 | 1,1273 | 1,0550 | 1,1248 | 0,3949 | 0,4027 | 0,3941 | -0,0628 | -0,0608 | -0,0674 |
| 81 | -3,3438 | -3,4445 | -3,3389 | -0,0544 | -0,0435 | -0,0529 | -0,0242 | -0,0214 | -0,0287 |
| 82 | -3,0572 | -3,1119 | -3,0552 | -0,0101 | -0,0042 | -0,0095 | 0,0678 | 0,0689 | 0,0699 |
| 83 | 2,2867 | 2,2348 | 2,2735 | 0,0639 | 0,0695 | 0,0598 | 0,0220 | 0,0235 | 0,0160 |
| 84 | 1,9028 | 2,0536 | 1,8540 | 0,4184 | 0,4021 | 0,4032 | 0,1178 | 0,1134 | 0,1142 |
| 85 | -3,0138 | -3,0912 | -3,0121 | -0,0242 | -0,0159 | -0,0237 | -0,0711 | -0,0689 | -0,0749 |
| 86 | -1,0761 | -1,1439 | -1,0585 | 0,0740 | 0,0813 | 0,0795 | -0,0409 | -0,0390 | -0,0404 |
| 87 | -2,6744 | -2,7386 | -2,6826 | -0,0228 | -0,0158 | -0,0253 | -0,0750 | -0,0731 | -0,0804 |
| 88 | -5,6402 | -5,7031 | -5,5632 | -0,0761 | -0,0693 | -0,0522 | 0,3984 | 0,4002 | 0,4135 |

| EFEITOS FIXOS - AMOSTRA PRIVADO | | | | | | | | | |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| INSTITUIÇÃO | TAMCON | | | INDCON | | | DUAPRE | | |
| | A | B | C | A | B | C | A | B | C |
| 2 | -2,1363 | -2,1308 | -2,0401 | -0,0395 | -0,0383 | -0,0311 | -0,0699 | -0,0684 | -0,0621 |
| 3 | -2,9586 | -2,9467 | -2,8455 | -0,0943 | -0,0916 | -0,0844 | -0,1216 | -0,1181 | -0,1122 |
| 4 | -0,1839 | -0,1720 | -0,2772 | 0,9798 | 0,9825 | 0,9717 | -0,0892 | -0,0857 | -0,0969 |
| 5 | 0,8684 | 0,8831 | 0,7694 | -0,0084 | -0,0051 | -0,0171 | -0,0233 | -0,0191 | -0,0318 |
| 6 | 2,2443 | 2,2240 | 2,3677 | -0,0734 | -0,0780 | -0,0626 | -0,0970 | -0,1035 | -0,0873 |
| 7 | -0,9609 | -0,9574 | -1,0264 | -0,0126 | -0,0118 | -0,0183 | -0,0317 | -0,0310 | -0,0378 |
| 13 | -3,6612 | -3,6610 | -3,3572 | -0,1472 | -0,1472 | -0,1207 | -0,2766 | -0,2766 | -0,2517 |
| 15 | 1,4350 | 1,3890 | 1,3810 | -0,0524 | -0,0627 | -0,0571 | -0,0794 | -0,0933 | -0,0844 |
| 16 | -0,6296 | -0,6079 | -0,6129 | -0,0352 | -0,0303 | -0,0337 | -0,0677 | -0,0614 | -0,0669 |
| 17 | 4,4337 | 4,4533 | 4,3791 | -0,0053 | -0,0009 | -0,0101 | -0,0544 | -0,0486 | -0,0592 |
| 18 | -4,0297 | -4,0065 | -4,0213 | -0,0439 | -0,0387 | -0,0432 | -0,1139 | -0,1066 | -0,1122 |
| 20 | -3,2855 | -3,3373 | -3,4071 | -0,0816 | -0,0933 | -0,0923 | 0,9278 | 0,9120 | 0,9173 |
| 21 | -1,8828 | -1,8628 | -1,9281 | -0,0870 | -0,0825 | -0,0910 | -0,1198 | -0,1136 | -0,1232 |
| 23 | -2,5102 | -2,5124 | -2,4261 | -0,0834 | -0,0839 | -0,0760 | -0,0971 | -0,0980 | -0,0904 |
| 25 | -1,0075 | -0,9987 | -0,9339 | -0,0357 | -0,0337 | -0,0293 | -0,0757 | -0,0731 | -0,0698 |
| 27 | 2,1237 | 2,1380 | 2,1975 | -0,0359 | -0,0326 | -0,0294 | -0,0671 | -0,0630 | -0,0615 |
| 30 | 1,2057 | 1,2234 | 1,1349 | -0,0064 | -0,0024 | -0,0126 | -0,0414 | -0,0363 | -0,0479 |
| 31 | 2,5709 | 2,5702 | 2,6932 | -0,1033 | -0,1034 | -0,0926 | -0,1238 | -0,1242 | -0,1138 |
| 34 | -2,0538 | -2,0333 | -2,1027 | -0,0154 | -0,0107 | -0,0196 | -0,0852 | -0,0792 | -0,0898 |
| 35 | -0,0038 | 0,0855 | 0,4431 | -0,1938 | -0,1737 | -0,1548 | -0,1016 | -0,0739 | -0,0652 |
| 38 | -0,8124 | -0,8382 | -0,8971 | -0,0374 | -0,0432 | -0,0448 | 0,2010 | 0,1932 | 0,1934 |
| 39 | -0,8512 | -0,8369 | -0,9506 | -0,0070 | -0,0037 | -0,0157 | -0,0497 | -0,0457 | -0,0586 |
| 42 | -3,3666 | -3,3560 | -3,1086 | -0,1117 | -0,1094 | -0,0892 | -0,1136 | -0,1105 | -0,0921 |
| 45 | 0,6369 | 0,5918 | 0,3873 | -0,0317 | -0,0418 | -0,0535 | -0,0450 | -0,0587 | -0,0665 |
| 46 | -1,1978 | -1,2661 | -1,4565 | -0,0486 | -0,0640 | -0,0712 | -0,0678 | -0,0884 | -0,0899 |
| 48 | -1,2311 | -1,1976 | -1,2179 | -0,0111 | -0,0036 | -0,0100 | -0,0549 | -0,0448 | -0,0540 |
| 49 | 2,9225 | 2,9524 | 2,9421 | -0,0286 | -0,0218 | -0,0268 | -0,0428 | -0,0340 | -0,0417 |
| 50 | 0,1849 | 0,1916 | 0,0447 | -0,0037 | -0,0022 | -0,0160 | -0,0617 | -0,0601 | -0,0742 |
| 52 | -0,6238 | -0,6080 | -0,7086 | -0,1064 | -0,1029 | -0,1138 | 0,1678 | 0,1725 | 0,1607 |
| 53 | 2,3417 | 2,2947 | 2,3971 | -0,0990 | -0,1095 | -0,0941 | -0,1048 | -0,1189 | -0,1005 |
| 54 | 0,3727 | 0,3176 | 0,3360 | -0,0882 | -0,1006 | -0,0914 | -0,0724 | -0,0893 | -0,0760 |
| 55 | 1,1414 | 1,1264 | 1,2545 | 0,4914 | 0,4880 | 0,5013 | -0,1016 | -0,1063 | -0,0924 |
| 56 | 8,2518 | 8,2380 | 8,0226 | -0,0293 | -0,0324 | -0,0493 | -0,0826 | -0,0868 | -0,1026 |
| 59 | -0,7499 | -0,7346 | -0,5642 | -0,0978 | -0,0943 | -0,0816 | -0,1065 | -0,1022 | -0,0914 |
| 60 | -3,5881 | -3,5856 | -3,4506 | -0,0745 | -0,0739 | -0,0625 | -0,1288 | -0,1281 | -0,1175 |
| 61 | 4,9393 | 4,9236 | 5,1700 | 0,1017 | 0,0982 | 0,1219 | 0,8993 | 0,8945 | 0,9181 |
| 62 | -3,3358 | -3,3735 | -3,3068 | -0,0650 | -0,0735 | -0,0625 | 0,0650 | 0,0670 | 0,0654 |
| 63 | -2,2895 | -2,2768 | -2,3771 | -0,0047 | -0,0018 | -0,0123 | 0,3400 | 0,4563 | 0,5466 |
| 67 | -1,4542 | -1,4426 | -1,5145 | -0,1038 | -0,1012 | -0,1091 | -0,1140 | -0,1104 | -0,1188 |
| 68 | -3,2705 | -3,2506 | -3,3532 | -0,0082 | -0,0038 | -0,0155 | -0,1016 | -0,0959 | -0,1093 |
| 69 | 7,4787 | 7,4849 | 7,6632 | 0,2224 | 0,2238 | 0,2385 | -0,0964 | -0,0948 | -0,0816 |
| 70 | -3,0862 | -3,0932 | -3,1013 | -0,0898 | -0,0914 | -0,0911 | -0,0833 | -0,0857 | -0,0850 |
| 71 | 0,2078 | 0,1901 | 0,3487 | -0,0941 | -0,0981 | -0,0818 | -0,1071 | -0,1127 | -0,0958 |
| 72 | 0,9991 | 1,0344 | 1,0233 | -0,0278 | -0,0198 | -0,0257 | -0,0714 | -0,0606 | -0,0692 |
| 73 | 0,0702 | 0,0125 | -0,2199 | -0,0390 | -0,0520 | -0,0644 | -0,0483 | -0,0657 | -0,0731 |
| 74 | 0,9760 | 0,9894 | 0,8829 | 0,0016 | 0,0046 | -0,0065 | -0,0627 | -0,0589 | -0,0711 |
| 75 | 0,1454 | 0,1747 | 0,4208 | 0,2718 | 0,2784 | 0,2959 | -0,1081 | -0,0994 | -0,0853 |
| 77 | -2,0193 | -1,9947 | -2,0442 | -0,0143 | -0,0088 | -0,0165 | -0,0539 | -0,0467 | -0,0565 |
| 78 | -2,7243 | -2,7135 | -2,8608 | -0,0030 | -0,0006 | -0,0149 | 0,0543 | 0,0634 | 0,0653 |
| 79 | 0,9916 | 0,9716 | 0,8332 | -0,0276 | -0,0321 | -0,0415 | 0,3024 | 0,2961 | 0,2882 |
| 80 | 2,1989 | 2,2347 | 2,2273 | 0,4043 | 0,4123 | 0,4068 | -0,0623 | -0,0516 | -0,0604 |
| 84 | 2,9477 | 2,9120 | 2,7571 | 0,4160 | 0,4080 | 0,3994 | 0,1136 | 0,1026 | 0,0971 |

| | | | | | | | | | |
|----|---------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 86 | -0,0643 | -0,0283 | 0,0244 | 0,0779 | 0,0860 | 0,0857 | -0,0543 | -0,0436 | -0,0474 |
|----|---------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|

| EFEITOS FIXOS - AMOSTRA PUBLICO | | | | | | | | | |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| INSTITUIÇÃO | TAMCON | | | INDCON | | | DUAPRE | | |
| | A | B | C | A | B | C | A | B | C |
| 8 | 2,4104 | 2,4950 | 2,4030 | 0,0441 | 0,0427 | 0,0449 | 0,0072 | 0,0305 | -0,0002 |
| 9 | -0,3519 | -0,2680 | -0,3638 | 0,0780 | 0,0766 | 0,0793 | 0,0959 | 0,1190 | 0,0839 |
| 11 | -1,4676 | -1,6664 | -1,4457 | -0,0079 | -0,0047 | -0,0103 | 0,4681 | 0,4133 | 0,4900 |
| 12 | 1,5105 | 2,0146 | 1,6028 | -0,0158 | -0,0240 | -0,0262 | -0,1614 | -0,0225 | -0,0690 |
| 14 | -3,3395 | -3,1414 | -3,4551 | -0,0099 | -0,0131 | 0,0031 | -0,1585 | -0,1039 | -0,2742 |
| 22 | 1,2320 | 0,7381 | 1,1838 | -0,0141 | -0,0061 | -0,0087 | 0,1202 | -0,0160 | 0,0719 |
| 28 | 0,8552 | 0,5861 | 0,6985 | -0,0383 | -0,0339 | -0,0207 | 0,2526 | 0,1784 | 0,0958 |
| 29 | 1,0065 | 1,0056 | 1,0287 | 0,0049 | 0,0049 | 0,0024 | -0,2968 | -0,2971 | -0,2746 |
| 32 | 0,1494 | 1,2727 | 1,4476 | -0,0091 | -0,0055 | -0,0039 | -0,0935 | -0,1546 | -0,1401 |
| 37 | -1,0747 | -1,1863 | -1,0652 | -0,0356 | -0,0338 | -0,0366 | 0,1370 | 0,1062 | 0,1465 |
| 40 | -1,7071 | -1,4425 | -1,5635 | 0,0081 | 0,0038 | -0,0081 | -0,5022 | -0,4293 | -0,3585 |
| 66 | 0,0429 | 0,1623 | 0,1286 | -0,0179 | -0,0198 | -0,0276 | 0,1272 | 0,1601 | 0,2130 |

| EFEITOS FIXOS - AMOSTRA ESTRANGEIRO | | | | | | | | | |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| INSTITUIÇÃO | TAMCON | | | INDCON | | | DUAPRE | | |
| | A | B | C | A | B | C | A | B | C |
| 1 | 4,5975 | 5,5127 | 5,2572 | 0,7339 | 0,6565 | 0,6695 | -0,0013 | -0,0079 | -0,0129 |
| 10 | 5,8855 | 6,1671 | 6,0183 | -0,0050 | -0,0288 | -0,0180 | -0,0100 | -0,0120 | -0,0123 |
| 13 | -0,8688 | -0,9991 | -0,8855 | -0,0382 | -0,0272 | -0,0366 | -0,0372 | -0,0362 | -0,0369 |
| 18 | -0,7257 | -0,9101 | -0,8242 | -0,0380 | -0,0224 | -0,0284 | -0,0503 | -0,0489 | -0,0485 |
| 19 | -0,7894 | -0,9487 | -0,8256 | -0,0360 | -0,0226 | -0,0325 | -0,0458 | -0,0447 | -0,0452 |
| 24 | -0,7718 | -0,8306 | -0,7315 | -0,0495 | -0,0445 | -0,0534 | -0,0278 | -0,0274 | -0,0285 |
| 26 | -0,2720 | -0,3463 | -0,2722 | -0,0257 | -0,0194 | -0,0257 | -0,0106 | -0,0100 | -0,0106 |
| 33 | 2,8791 | 2,8861 | 2,7987 | -0,0608 | -0,0614 | -0,0530 | -0,0172 | -0,0173 | -0,0158 |
| 34 | 0,3086 | 0,2304 | 0,2920 | -0,0103 | -0,0037 | -0,0087 | -0,0109 | -0,0103 | -0,0106 |
| 36 | -0,2794 | -0,3343 | -0,6767 | -0,0396 | -0,0350 | -0,0009 | -0,0300 | -0,0296 | -0,0230 |
| 38 | -1,4669 | -2,2676 | -2,4726 | -0,0236 | 0,0441 | 0,0745 | -0,0544 | -0,0486 | -0,0367 |
| 41 | -1,4924 | -1,4755 | -1,4055 | -0,0462 | -0,0476 | -0,0547 | -0,0088 | -0,0090 | -0,0104 |
| 43 | -1,5612 | -0,9584 | -1,2186 | 0,0297 | -0,0212 | -0,0037 | -0,0393 | -0,0437 | -0,0453 |
| 44 | -1,1038 | -1,1539 | -1,0592 | -0,0441 | -0,0399 | -0,0485 | -0,0116 | -0,0113 | -0,0124 |
| 47 | -1,2314 | -1,2147 | -1,1314 | -0,0658 | -0,0672 | -0,0756 | -0,0061 | -0,0062 | -0,0078 |
| 51 | -1,3189 | -1,2201 | -1,1868 | -0,0480 | -0,0564 | -0,0609 | 0,0459 | 0,0451 | 0,0435 |
| 57 | -0,9222 | -1,0659 | -0,9334 | -0,0432 | -0,0311 | -0,0421 | -0,0450 | -0,0439 | -0,0448 |
| 58 | -0,2666 | -0,4049 | -0,3069 | -0,0256 | -0,0139 | -0,0217 | -0,0345 | -0,0335 | -0,0338 |
| 64 | -0,9756 | -1,0658 | -1,0887 | -0,0403 | -0,0327 | -0,0293 | -0,0327 | -0,0321 | -0,0307 |
| 65 | 0,3068 | 0,2873 | 0,3458 | -0,0176 | -0,0159 | -0,0214 | 0,0091 | 0,0093 | 0,0084 |
| 76 | -1,0644 | -1,1019 | -1,0015 | -0,0605 | -0,0573 | -0,0666 | -0,0200 | -0,0198 | -0,0211 |
| 81 | -1,0553 | -1,0772 | -1,0671 | -0,0454 | -0,0435 | -0,0443 | 0,0548 | 0,0550 | 0,0551 |
| 82 | -0,0060 | -0,1646 | -0,1584 | -0,0096 | 0,0038 | 0,0053 | 0,0678 | 0,0689 | 0,0699 |
| 83 | 4,2726 | 4,1504 | 4,2555 | 0,0557 | 0,0661 | 0,0574 | 0,0628 | 0,0637 | 0,0631 |
| 85 | -0,7248 | -0,8159 | -0,7509 | -0,0358 | -0,0281 | -0,0333 | -0,0262 | -0,0256 | -0,0257 |
| 87 | -0,6344 | -0,7264 | -0,6255 | -0,0386 | -0,0308 | -0,0395 | -0,0250 | -0,0243 | -0,0251 |
| 88 | -1,6213 | -1,4741 | -2,0052 | -0,0646 | -0,0770 | -0,0271 | 0,4462 | 0,4451 | 0,4530 |