

---

## **Análise da Relação Entre o Índice de Governança Corporativa, Preço das Ações e Desempenho dos Três Principais Bancos Privados Brasileiros**

---

### **Autores**

**EMERSON BAZILIO PEDREIRA**

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

**JOSÉ ODÁLIO DOS SANTOS**

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

### **Resumo**

O objetivo desta pesquisa é verificar e analisar o comportamento dos preços das ações dos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, após a inclusão no Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) da BOVESPA. Busca-se, elucidar se a adoção das práticas de governança corporativa recomendadas pela BOVESPA acarretou em maior valorização no preço das ações dos bancos pesquisados. Esta pesquisa é do tipo qualitativa e quantitativa e tem como base procedimentos estatísticos, buscando produzir uma proposição admitida como verdadeira em virtude da amostra de bancos estudados. Este trabalho investiga três aspectos: o primeiro, relacionado com a avaliação geral dos bancos pesquisados em termos de seus retornos e desempenho do mercado; o segundo, relacionado com a análise dos retornos anormais ou extraordinários dos preços das ações dos bancos pesquisados em relação aos indicadores de mercado, Ibovespa e IGC; e o terceiro, através de uma regressão multivariável do preço das ações dos bancos pesquisados em termos de variáveis de valor e desempenho e variáveis macroeconômicas. Os resultados obtidos neste trabalho mostraram que não é possível afirmar que ocorreu a valorização das ações dos bancos pesquisados, após a adesão dos mesmos aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA.

### **1. Problema de Pesquisa**

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

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

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

## **1.1. Objetivo**

O presente estudo investiga se, no setor bancário brasileiro, o valor das ações dos bancos com governança corporativa refletiram uma suposta valorização após a adoção das novas práticas e regulamentos da BOVESPA, buscando sugerir que a governança corporativa efetivamente represente alguma maneira mais eficaz em termos de administração empresarial e sendo, portanto, capaz de maximizar o valor dos bancos. Em suma, esta pesquisa tem por objetivo verificar se o valor de mercado e o desempenho de três bancos privados brasileiros de grande porte (Bradesco, Itaú e Unibanco), com ações que integram o índice da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), apresentaram evolução significativa após serem listados no índice de governança corporativa (IGC), em 2001. Como critério para constatação de evolução significativa, adotou-se a comparação entre os retornos das ações dos três bancos, três anos antes e três anos após sua listagem no IGC.

## **1.2. Hipóteses da Pesquisa**

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

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

Hipótese alternativa: existe correlação positiva e significativa entre os retornos gerados pelas ações ordinárias dos três bancos e os retornos medidos pelo Ibovespa e IGC.

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

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

## **2. Fundamentação Teórica**

### **2.1. Governança Corporativa e o Desempenho Financeiro**

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

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

A partir da associação dessas informações quantitativas com as de caráter qualitativo tem-se uma idéia da eficiência e eficácia dos gestores do negócio na geração de caixa para pagar os compromissos junto aos *stakeholders* (ex.: fornecedores, funcionários, debenturistas, bancos etc.) e *stockholders* (proprietários). Além desse compromisso, Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 15), e Merton e Bodie (1999, p. 171) destacam que a maioria das companhias de capital aberto de hoje tem o objetivo de criar valor para seus acionistas.

Para isso, é fundamental que tanto os donos quanto os agentes tenham acesso às mesmas informações para que possam precificar adequadamente suas recompensas ou prêmios por investir na empresa.

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

## **2.2. A Governança Corporativa no Brasil**

Apesar de as principais formas de constituição das companhias abertas no Brasil (empresas privadas nacionais, estatais e subsidiárias de multinacionais) gerarem diferentes modelos de governança, a análise de pesquisas sobre governança corporativa no Brasil realizadas pelo IBGC (2005), permite traçar um modelo geral de governança corporativa para as empresas brasileiras listadas em bolsa, com as seguintes características: estrutura de propriedade com forte concentração e ações sem direito a voto; empresas com controle familiar ou compartilhado por poucos investidores; presença de acionistas minoritários pouco ativos; alta sobreposição entre propriedade e gestão; pouca clareza na divisão dos papéis entre conselho e diretoria; escassez de conselheiros profissionais; remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante; estrutura informal do conselho de administração.

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

Outra característica importante do modelo de governança das companhias abertas brasileiras é o alto índice de emissão de ações sem direito a voto que atua como o principal mecanismo de separação entre propriedade e controle nas companhias, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com menor participação no capital da empresa.

Segundo Silveira (2005, p. 32) no Brasil dada a sua repercussão, em 1995 foi fundado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa com o objetivo de difundir o tema no país, em 2001 a BOVESPA lançou uma classificação de níveis diferenciados de governança corporativa, classificando empresas e instituições financeiras em Nível 1, 2 ou Novo Mercado de acordo com o grau de compromisso assumido por esta, com relação as práticas societárias.

Atualmente outras entidades como Comissão de Valores Mobiliários, Banco Nacional de Desenvolvimento e a Secretaria de Previdência Complementar também corroboram para o aprimoramento das práticas de governança corporativa no Brasil.

## **3. Metodologia da Pesquisa**

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

Segundo Martins (2002, p. 33) esta abordagem apresenta um levantamento, não exaustivo, dos principais tipos de estudos utilizados na pesquisa social, dentre os quais os métodos de pesquisa e técnicas de coleta de dados, enfatizando que, dependendo do objeto de trabalho, as modalidades podem ser combinadas de várias formas, assim considerando a classificação apresentada por Martins (2002, p. 34) com relação ao enfoque epistemológico, a pesquisa é do tipo empírico-analítica.

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

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

Esta pesquisa teve início com o desenvolvimento da fundamentação teórica pertinente, em seguida o desenvolvimento do trabalho ocorreu através de um processo de pesquisa e levantamento de dados históricos das ações através de pesquisa na Internet e no sistema Econômica. Finalizado o processo de pesquisa, iniciou-se o processo de tabulação e compilação dos dados, através da utilização de planilhas eletrônicas, softwares de banco de dados e softwares estatísticos como STATA e SPSS. Concluído o processo de tabulação das informações, deu-se início ao processo de cálculo dos retornos históricos semestrais das ações pesquisadas para cada banco.

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

A data padrão para adoção as práticas de governança corporativa foi o dia 2 de julho de 2001. O período pós-migração de estudo foi definido como sendo entre os meses de julho de 2001 e dezembro de 2004. O período pré-migração foi definido como sendo entre os meses de janeiro de 1998 a junho de 2001.

Na seqüência, foi confrontado o desempenho das ações com os índices de governança corporativa e de mercado de cada banco para verificar a existência de correlações. Após o levantamento dos resultados de retorno histórico, iniciou-se o processo de análise dos resultados, com o estudo dos índices de mercado e índices macroeconômicos, bem como a geração de gráficos e quadros de comparação entre os diversos bancos.

Em seguida, foram calculados os retornos anormais ou extraordinários para cada um dos três bancos pesquisados no período pré-migração e pós-migração. Por último, foi desenvolvido um modelo matemático para avaliar se o comportamento dos preços das ações dos bancos estava ou não relacionado com a adoção das práticas de governança corporativa.

### 3.1. Resumo Descritivo das Variáveis Pesquisadas

Variável Dependentes	Descrição
Vf_A_i_t	Indica o preço médio da ação do banco i no dia t, sendo que i pode representar os bancos (1) Bradesco, (2) Itaú e (3) Unibanco.
Variáveis Independentes	Descrição
QTOBIN	Indica se um banco possui êxito em suas decisões de investimento, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p. 305), e Sang (1998, p. 1) o Q de Tobin é definido como o quociente entre o valor de mercado dos ativos e seu custo de reposição.
MVA	Indica a riqueza adicionada ao acionista, a partir da quantidade de capital próprio fornecido por este à empresa, segundo Santos (2005, p. 153) o MVA afere as expectativas dos investidores quanto à capacidade futura da empresa ou banco de gerar fluxos de caixa operacionais, cobrir dívidas e maximizar riquezas.
P/L	Indica o quanto um investidor estaria disposto a pagar por unidade de lucro.
ATIVO	Indica o total do ativo apresentado pelo banco em seu balanço patrimonial.

PL	Indica o patrimônio líquido apresentado pelo banco em seu balanço patrimonial.
RM_IBV	Indica o retorno do mercado com base no índice Ibovespa.
Vf_IBV_t	Indica o valor do índice Ibovespa, no instante t.
RM_IGC	Indica o retorno do mercado com base no índice IGC.
Vf_IGC_t	Indica o valor do índice IGC, no instante t.
RA_I	Indica o retorno do preço das ações de uma determinada empresa.
ROA	Indica o quanto os ativos do banco auxilia no processo de geração de lucro.
RPL	Indica o quanto de lucro foi gerado a partir do capital investido pelo acionista.
RAE	Indica o retorno anormal ou extraordinário obtido pela ação do banco analisado como relação ao índice de mercado (Ibovespa ou IGC).
LC	Indica a capacidade do banco de arcar com suas dívidas de curto prazo.
CT/CP	Indica o grau de endividamento do banco ou instituição (alavancagem).
SELIC	Indica a taxa de juros básica da economia brasileira.
DOLAR_PTAX	Indica a cotação do câmbio entre dólar americano e o real.
CBOND	Indica a cotação do título do tesouro brasileiro negociado internacionalmente.
RISCO_BRASIL	Indica o nível de risco do país, com base no índice EMBI+ (Banco JP Morgan).
TJLP	Indica a taxa de juros de longo prazo adotada pela economia brasileira.
IGPM	Indica a taxa de inflação.
D_IGC_BBDC	Variável <i>dummy</i> , assume valor 1, para o período após o primeiro semestre de 2001 e valor zero (0), para o período anterior ao segundo semestre de 2001, indica se o valor da ação do Bradesco foi afetado pela adoção das práticas de governança corporativa a partir do ano de 2001.
D_IGC_ITAU	Variável <i>dummy</i> , assume valor 1, para o período após o primeiro semestre de 2001 e valor 0, para o período anterior ao segundo semestre de 2001, indica se o valor da ação do Itaú foi afetado pela adoção das práticas de governança corporativa a partir do ano de 2001.
D_IGC_UBBR	Variável <i>dummy</i> , assume valor 1, para o período após o primeiro semestre de 2001 e valor 0, para o período anterior ao segundo semestre de 2001, indica se o valor da ação do Unibanco foi afetado pela adoção das práticas de governança corporativa a partir do ano de 2001.
ID_BBDC	Variável que assume valor 1, quando a variável dependente de estudo representa o Bradesco e valor 0 quando a variável dependente estudada for outro banco.
ID_ITAU	Variável que assume valor 1, quando a variável dependente de estudo representa o Itaú e valor 0 quando a variável dependente estudada for outro banco.
ID_UBBR	Variável que assume valor 1, quando a variável dependente de estudo representa o Unibanco e valor 0 quando a variável dependente estudada for outro banco.
L_XXX_t	Variável que indica o grau de defasagem da variável objeto (principal) em relação a quantidade de períodos t.

De acordo com as variáveis definidas e apresentadas acima, este trabalho analisou se a adoção das práticas de governança corporativa interferiram no valor dos bancos pesquisados, através da variação no preço de suas ações, medido pela variável valor da ação (Vf\_A\_i\_t).

### 3.2. População, Amostragem e Coleta de Dados

Os bancos candidatos para compor a amostra de instituições financeiras foram: Bradesco, Itaú e Unibanco, os quais possuem ações pertencente ao índice IGC da BOVESPA e assim representam os bancos que optaram por adotar as novas práticas de governança corporativa, com data de adesão em 26/06/2001.

Os dados utilizados neste trabalho referentes ao valor de mercado das ações, informações contábeis e variáveis de governança corporativa, foram disponibilizadas conforme apresentado na Tabela 1:

**Tabela 1 - Sistemas de informações utilizados no estudo**

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

### 3.3. Delimitações e Limitações da Pesquisa

Nesta pesquisa é aplicada a perspectiva de governança corporativa, como sendo um conjunto de regras práticas definidas por um órgão regulador capaz de estruturar e oferecer ao mercado uma maior transparência com relação às ações, resultados e práticas administrativas que uma determinada empresa esteja executando, buscando assim a redução de problemas como a expropriação da riqueza dos investidores.

O objetivo da aplicação de tal perspectiva é saber como se comporta o preço das ações tipo ON ou ordinárias dos bancos que adotaram práticas diferenciadas de governança corporativa da BOVESPA nos últimos anos.

Com relação ao método utilizado para levantamento e coleta dos dados, limitações como: relações de causalidade entre as variáveis; limitação temporal dos dados; especificações do modelo; erros nos dados; correlação espúria, precisam ser destacadas.

## 4. Análise dos Resultados

Os resultados relativos aos bancos pesquisados com relação ao tema de governança corporativa, bem como as principais variáveis de valor e desempenho são resumidos e apresentados a seguir.

### 4.1. Valor e Desempenho dos Bancos Pesquisados

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

Esta mesma característica de evolução em seus indicadores também é observada na Tabela 2, MVA (em bi R\$), atualizado pela inflação.

Com relação aos valores de MVA, é possível observar, com exceção do Unibanco, que no período pré-migração os bancos Bradesco e Itaú apresentaram evolução neste indicador entre os anos de 1998 a 2000 e entre os anos de 2002 a 2004, conforme apresentado a seguir:

**Tabela 2 - MVA (em bi R\$), atualizado pela inflação**

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

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

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

Com relação aos resultados dos bancos pesquisados, quando medidos através do MVA, é possível verificar que dentre os três bancos (Bradesco, Itaú e Unibanco) o Itaú foi o banco que mais se destacou na evolução histórica de seu valor de MVA.

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

Assumindo, portanto, a idéia apresentada por Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 63), de que o valor do MVA mede a opinião do mercado a respeito do desempenho futuro da instituição em relação ao capital investido na empresa, é possível inferir que, pelo menos nos últimos anos, o Banco Itaú é o que mais se destaca em termos do mercado financeiro.

Outra característica também observável é o padrão de evolução do mercado com os valores de MVA para os bancos, que apresentaram padrão comum, ou seja, nos períodos de queda do mercado, o valor de MVA dos bancos também estavam em queda, e vice-versa.

Com relação às receitas de intermediações financeiras, algumas características podem ser notadas a partir da evolução de seus números, de uma maneira geral para os três bancos pesquisados as receitas de intermediações financeiras apresentaram reduções em seus valores, tanto para o período pré como para o período pós-migração, conforme Tabela 3.

**Tabela 3 - Receitas de intermediação financeiras (em bi R\$), atualizado pela inflação**

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

Fonte: CVM.

Com relação aos retornos sobre os investimentos obtidos pelos bancos pesquisados, é possível observar oscilações em seus valores, conforme apresentado na Tabela 4, ou seja, tanto no período pré como no período pós-migração os valores percentuais geraram uma média de aproximadamente 2,1% para o Bradesco, 2,7% para o Itaú e de 1,8% para o Unibanco, não apresentado, portanto, grandes variações antes a após a data de adoção das práticas de governança corporativa.

**Tabela 4 - Retorno sobre os investimentos (ROA)**

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

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

A mesma característica também é evidenciada através da análise dos percentuais de retorno sobre o patrimônio líquido dos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco. No geral estes percentuais apresentaram oscilações nos períodos pré e pós-migração, com valores médios de 18,8% para o Bradesco, 27,1% para o Itaú e 15,1% para o Unibanco, conforme a Tabela 5:

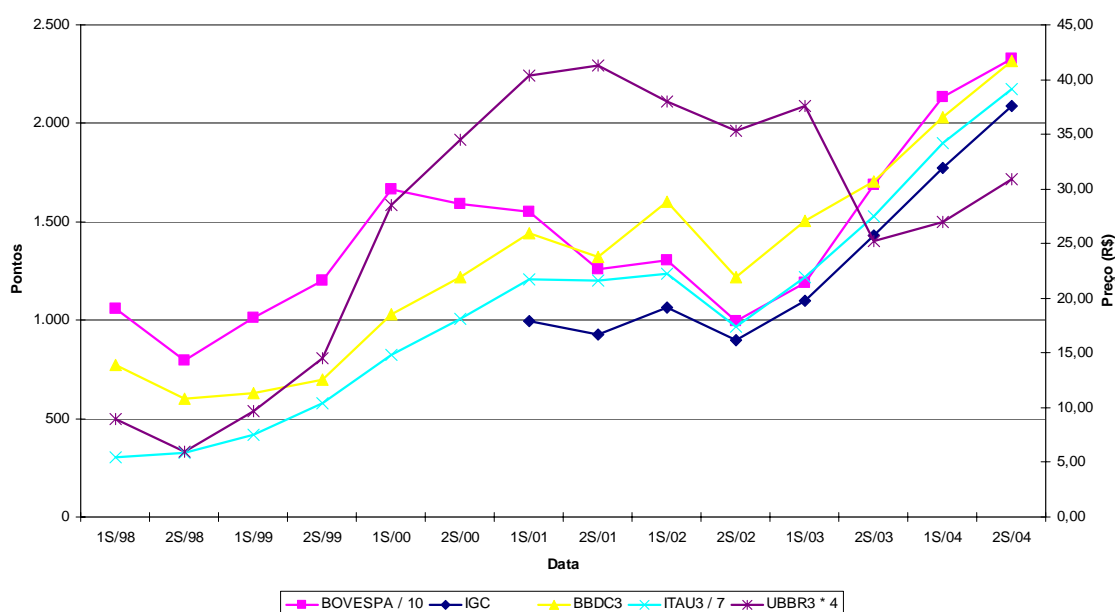
**Tabela 5 - Retorno sobre o patrimônio líquido (RPL)**

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

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

O Gráfico 1 a seguir apresenta à sua esquerda a pontuação atingida pelos índices Ibovespa e IGC, sendo que para melhor representação, o valor do índice Ibovespa foi dividido por 10, mantendo assim a mesma ordem de grandeza do índice IGC. No lado direito do gráfico é apresentado o valor em R\$ da ação ordinária para cada um dos bancos pesquisados. Para melhor visualização das curvas, o preço da ação do Itaú foi dividido por 7 e o preço da ação do Unibanco multiplicado por 4. Nota-se neste gráfico um comportamento semelhante entre os bancos Bradesco e Itaú, os quais apresentaram crescimentos significativos de receita e lucratividade, oriundos principalmente de suas estratégias de concessão de crédito, ganhos com o câmbio, prestação de serviços e aquisição de novos negócios. No caso específico do Unibanco, mesmo com o crescimento de sua receita operacional, ocorre depreciação de curto prazo do preço da ação, face aos gastos com a reorganização interna em termos administrativos e financeiros e redirecionamento para maior concessão de crédito.

**Gráfico 1 - Evolução do Ibovespa, IGC e do preço das ações dos bancos**



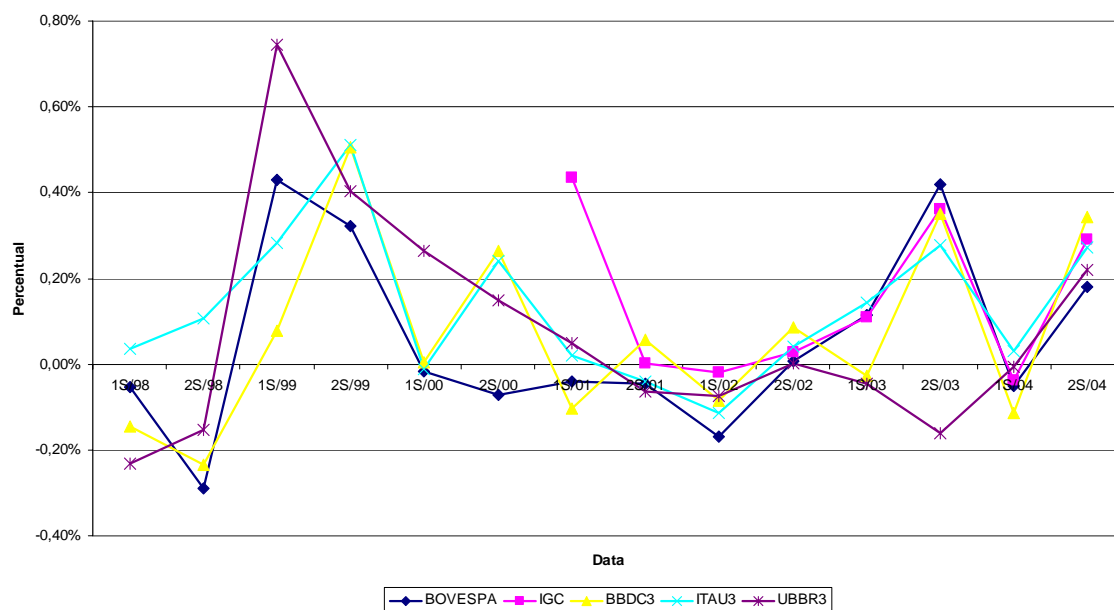
Fonte: Economática.

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

O Gráfico 2, a seguir, apresenta a evolução percentual dos preços das ações do Bradesco, Itaú, Unibanco e do mercado, representado pelos índices Ibovespa e IGC. De uma maneira geral, o retorno médio semestral do Banco Bradesco apresentou padrão de comportamento semelhante ao padrão de mercado.

**Gráfico 2 - Evolução percentual do Ibovespa, IGC e do valor das ações dos bancos**





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

Na análise do Banco Itaú, também é observado comportamento análogo ao comportamento apresentado pelo Banco Bradesco, ou seja, de uma maneira geral o preço das ações do Banco Itaú seguiu o mesmo padrão do mercado.

Com relação ao comportamento do preço das ações do Banco Unibanco, também apresentado no Gráfico 2 é possível observar um maior desvio do padrão apresentado pelo mercado e também dos casos do Bradesco e Itaú.

#### 4.1.2. Análise dos Retornos dos Preços das Ações dos Bancos Pesquisados

A Tabela 6 apresenta o acompanhamento médio dos indicadores de mercado, Ibovespa e IGC, bem como o valor médio em reais (R\$) dos preços das ações ordinárias de cada um dos bancos pesquisados.

**Tabela 6 - Valores médios semestrais dos índices de mercado e preços de ações**

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

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

A Tabela 7, apresenta uma outra perspectiva dos retornos apresentados pelos índices de mercado e das ações dos bancos pesquisados, indicando o retorno acumulado por semestre

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

Ou seja, através da Tabela 7 é possível observar que qualquer carteira composta por ações dos bancos pesquisados, obteve um retorno acumulado superior ao retorno do índice Ibovespa e que dentre eles o Itaú apresentou o maior retorno acumulado.

**Tabela 7 - Retornos acumulados evolução semestral de 1998 a 2004**

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

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

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

A Tabela 8 indica o retorno acumulado por semestre para aplicações tomadas na data base de julho de 2001, para os ativos representados pelo Ibovespa, IGC, BBDC3, ITAU3 e UBBR3 e mantidos no longo prazo até a data final de dezembro de 2004.

Através da Tabela 8 é possível observar que a carteira composta pelo índice IGC teve um retorno superior à carteira composta pelo índice Ibovespa, durante o período de 2001 a 2004, o que poderia representar uma melhor evolução das empresas que adotaram as práticas de governança corporativa em comparação com o mercado.

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

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

**Tabela 8 - Retornos acumulados evolução semestral de 2001 a 2004**

Data	BOVESPA	IGC	BBDC3	ITAU3	UBBR3
2S/01	-7,8%	-1,6%	3,4%	-6,0%	-7,8%
1S/02	-26,0%	-5,1%	-8,7%	-19,9%	-16,1%
2S/02	-27,3%	-4,4%	-3,4%	-20,1%	-16,6%

1S/03	-17,4%	8,4%	-7,9%	-6,8%	-21,8%
2S/03	40,0%	71,0%	42,0%	29,5%	-38,9%
1S/04	28,6%	60,6%	20,7%	33,1%	-40,3%
2S/04	59,8%	129,5%	82,6%	84,9%	-23,8%

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

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

#### 4.2. Resultado dos Testes de Hipóteses para Retornos Anormais

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

Segundo Sanvicente (1996, p. 8) na ausência de eventos extraordinários, o mercado de ações tende a evoluir, com o passar do tempo, apresentando apenas variações ditas normais.

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

Sendo essa diferença denominada, portanto, de retorno anormal ou extraordinário, e analisada durante os períodos chamados de pré-migração e pós-migração, o que segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p. 287), indica que de acordo com a hipótese de mercado eficiente, o retorno anormal de uma ação no momento t, deve refletir a informação divulgada no mesmo instante de tempo t, sendo que qualquer informação divulgada antes desse instante, não deveria ter efeito algum sobre os retornos anormais desse período, pois toda sua influência já teria sido exercida anteriormente.

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

A quantidade de retornos extraordinários obtidos nas duas fases de análise para cada um dos três bancos são apresentados na Tabela 9.

**Tabela 9 - Quantidade de retornos extraordinários por período a 5% significância**

Banco	Com Relação ao Ibovespa		Com Relação ao IGC
	Pré-Migração	Pós-Migração	Pós-Migração
Bradesco	711	708	700
Itaú	697	700	712
Unibanco	695	712	717

**Fonte:** Resultado da pesquisa.

Através dos dados acima, é possível verificar que a quantidade de retornos extraordinários obtidos para todos os bancos são equivalentes, dada a ocorrência quase que hegemônica de retornos extraordinários para os bancos pesquisados, durante os períodos pré e pós-migração.

Como mostrado Tabela 9, a ocorrência de retornos extraordinários, que extrapolaram o retorno médio do mercado, representado pelo Ibovespa foi na média de 704 ocorrências tanto para o período pré-migração como para o período pós-migração.

Ainda na Tabela 9 com relação ao mercado representado pelo índice IGC, foram observados uma média de 710 ocorrências, quantidade equivalente ao número de eventos quando medidos pela índice Ibovespa.

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

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

#### 4.3. Relação entre Governança Corporativa, Valor e Desempenho dos Bancos

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

Neste sentido, ajustou-se um modelo de regressão linear múltiplo utilizando as variáveis definidas na seção 3.1, assumindo os seguintes pressupostos, conforme Maddala (2001, p. 69):

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

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

$Y$  – variável dependente;

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

$\alpha$  – termo constante;

$u_i$  – termo de erro aleatório;

- Não há dependência linear entre as variáveis explicativas;
- $u_i$  é normalmente distribuído para todo  $i$ , base no Teorema Central do Limite;
- $u_i$  e  $X_j$  são independentes para todo  $i$  e  $j$ , e para todo  $i$  diferente de  $j$ ;
- $V(u_i) = \sigma^2$  para todo  $i$ , garantindo a homocedastidade dos erros das variáveis;
- $E(u_i) = 0$ .

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

A multicolinearidade, foi testada através do teste FIV (Fator de Inflação de Variância,  $= 1/(1-R_i^2)$ ), conforme Maddala (2001, p. 143-146).

A seleção do melhor modelo foi feita com base nos níveis de significância estatística dos regressores (valor da probabilidade associado à estatística t), no teste de Durbin-Watson e no valor do R-quadrado ajustado.

Para efeito de apresentação neste trabalho, considerando suas próprias limitações físicas, não foram apresentados todos os modelos estudados. O trabalho foi baseado apenas na apresentação do resultado obtido.

#### **4.3.1. Análise do Modelo de Regressão Multivariável**

O modelo apresentado a seguir, foi obtido a partir de uma regressão multivariável para estudo da variável valor da ação, com base nas variáveis explicativas de desempenho e valor dos bancos pesquisados, variáveis de mercado representadas pelos índices Ibovespa e IGC, variáveis macroeconômicas, variáveis do tipo *dummy* e variáveis de identificação para cada um dos bancos, as quais também foram adicionadas ao modelo, contando com um total de 10.368 observações.

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

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

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

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

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

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

Com relação aos resultados obtidos na regressão multivariável para o valor das ações dos bancos pesquisados, o valor do R-quadrado ajustado de 0,9993 calculado representou um bom resultado.

Um item importante a ser enfatizado é o resultado absoluto positivo das variáveis, P/L, ROA e RPL, que estão diretamente correlacionados com o valor das ações dos bancos, o que sugere conformidade com os resultados esperados do mercado e que podem ser observados na equação final obtida através do modelo de regressão apresentado abaixo.

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

O modelo final é apresentado a seguir:

**Tabela 10 - Regressão multivariável da variável valor da ação - Modelo com variáveis defasadas, eliminando as variáveis *dummies* não significativas**

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

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

$$\begin{aligned} Vf\_A\_i\_t = & - 0,0673939 + 1,0011330 * (Vf\_A\_i\_t-1) \\ & + 0,0199416 * (L\_P/L\_t-1) - 0,0191685 * (L\_P/L\_t-2) \\ & - 17,9793000 * (L\_ROA\_t-1) + 29,6474800 * (L\_ROA\_t-6) \\ & + 0,8893511 * (L\_RPL\_t-6) \end{aligned}$$

## 5. Considerações Finais

Os principais resultados e inferências obtidos a partir da análise qualitativa dos retornos dos bancos pesquisados, conforme apresentado nas seções anteriores, não apresentaram evidências de que a adoção das práticas de governança corporativas pelos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, agregaram valor às ações destes bancos, de uma maneira geral os lucros dos bancos permaneceram em patamares elevados tanto antes como após a migração às novas práticas da BOVESPA, bem como a média dos valores de ROA e RPL, apresentado na Tabela 4 e Tabela 5.

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

A análise dos retornos anormais mostrou que, apesar de serem estudados os resultados com significância de 5%, com relação ao teste t de *student*, os retornos anormais tomados com base nos preços das ações dos bancos pesquisados, em relação aos índices de mercado Ibovespa ou IGC, apresentaram distribuição homogênea e equitativa semelhante, tanto para o período pré-migração como para período pós-migração, com média de 704 e 710 ocorrências respectivamente.

Com relação ao modelo de regressão multivariável, a variável objeto de estudo, valor da ação do banco, mostrou-se dependente de seu próprio valor tomado no dia anterior, ou seja, o preço da ação no dia t, depende do valor da própria ação no dia t-1, indicando uma dependência intrínseca do preço da ação do banco com seu valor passado, mostrando, que apesar do que ocorre com o mercado, o valor futuro de uma ação depende do seu valor atual.

As variáveis preço/lucro (P/L), retorno sobre o investimento (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (RPL), apesar de sua defasagem de resultados, em termos absolutos, apresentaram correlação positiva com a variável valor da ação, ou seja, sugerem que o valor da ação dos bancos apresenta em média uma valorização maior quanto maior for a relação preço/lucro, o retorno em relação ao total de seus ativos e o retorno sobre o patrimônio líquido.

Após a simplificação do modelo e eliminação das variáveis sem significância estatística, as variáveis *dummies* para os bancos Bradesco, Itaú e Unibanco não se mostraram relevantes e também foram excluídas.

O que é possível abstrair, portanto, deste modelo é que os bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, que adotaram as práticas de governança corporativa da BOVESPA, não tiveram destaque em termos da valorização do preço de suas ações após o primeiro semestre de 2001, uma vez que o modelo final obtido não capta os efeitos das variáveis *dummies* D\_IGC\_BBDC, D\_IGC\_ITAU e D\_IGC\_UBBR.

Como resultado, pode-se aceitar a hipótese nula de que a adoção das práticas de governança corporativa, por si só, não são capazes de agregar valor às operações dos bancos que as adotaram. Neste sentido, é possível inferir que o ótimo resultado atingido pelos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco estão longe de serem influenciados por suas práticas de governança e sim, muito mais pelas condições favoráveis do cenário nacional e na concessão de crédito.

Através dos resultados obtidos na pesquisa, foi possível observar que houve, no âmbito geral, uma evolução anual no resultado dos bancos pesquisados, principalmente a partir do ano 2001, quando a Bolsa de Valores de São Paulo dá início ao Novo Mercado, sugerindo uma percepção crescente do mercado com relação à importância da adequação dos bancos as novas práticas de governança corporativa. No entanto, esta evidência não pode ser efetivamente comprovada a partir dos estudos realizados, sinalizando que este efeito foi uma característica mais voltada para o ambiente macroeconômico e do cenário nacional do que efetivamente pela adoção das práticas de governança corporativa da BOVESPA.

Em resumo, esta pesquisa, portanto, corrobora com a hipótese nula de que não existe relação significativa entre a migração ou adoção das novas práticas de governança corporativa da BOVESPA, sobre o valor das ações ordinárias dos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, pertencentes à amostra selecionada.

#### **Referências Bibliográficas**

- BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. Administração financeira: teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2001. 1113 p.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. Avaliação de empresas: calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002. 499 p.
- IBGC. Disponível em <<http://ibgc.org.br>>. Acesso em: 25 fevereiro 2005.
- LEAL, R.; VALADARES, S. Ownership and Control Structure of Brazilian Companies. Unpublished Working Paper. Disponível: <http://www.coppead.ufrj.br>. Acesso: jul/2002.
- MADDALA, G. S. Introdução à econometria. 3. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2003. 345 p.
- MARTINS, G. A. Manual para elaboração de monografias e dissertações. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 116 p.
- MERTON, R. C.; BODIE, Z. Finanças. Porto Alegre: Bookman, 1999. 436 p.
- MÔNACO, D. C. Estudo da Composição dos Conselhos de Administração e Instrumentos de Controle das Sociedades por Ações no Brasil, São Paulo, 2000. 177p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. Administração financeira. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 776 p.
- SANG, N. H. K. Tobin's Q for Canadian Firms, 1998. 68 p. Degree of Master of Science in Administration at Concordia University, Montreal, Quebec, Canada.
- SANTOS, J. O. Análise de crédito. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2003. 307 p.
- SANTOS, J. O. Avaliação de empresas: cálculo e interpretação do valor das empresas: um guia prático. São Paulo: Saraiva, 2005. 261 p.
- SANVICENTE, A. Z. Interação do mercado de opções com o mercado a vista de ações. IBMEC, 1996. 17 p.
- SILVEIRA, A. M. Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil. São Paulo: Saint Paul, 2005. 181 p.
- VAN HORNE, J. C. Financial management and policy. 10. ed. New Jersey: Prentice Hall, 1995. 858 p.